



ГЛОБАЛЬНАЯ ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА



ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДЕПАРТАМЕНТ США / МАЙ 2009 ГОДА
ТОМ 14 / НОМЕР 5

<http://www.america.gov/publications/ejournalusa.html>

Бюро международных информационных программ:

Координатор Джереми Кертин
Исполнительный редактор Джонатан Марголис

Креативный директор Джордж Клэк
Главный редактор Ричард Хакаби
Ответственный редактор Анита Грин
Производственный директор Кристиан Ларсон
Помощник производственного
директора Клоэ Эллис
Веб-продюсер Дженин Перри

Редактор Кэтлин Хаг
Редактор иллюстраций Мэгги Джонсон Слайкер
Дизайн обложки Минь Яо
Специалист по копирайту Ивонн Шэнкс
Специалист по ссылкам Анита Грин

Бюро международных информационных программ Государственного департамента США издает ежемесячный электронный журнал под логотипом *eJournal USA*. Журнал посвящен анализу основных проблем, с которыми сталкиваются Соединенные Штаты и международное сообщество, а также анализу общества, ценностей, идей и институтов США.

Новый выпуск журнала издается ежемесячно на английском языке, а затем выходит в переводах на испанский, португальский, русский и французский языки. Отдельные номера публикуются также на арабском, китайском и персидском языках. Каждый из журналов имеет выходные данные: том и номер.

Мнения, высказываемые в журналах, не обязательно отражают взгляды или политику правительства США. Государственный департамент США не несет ответственности за содержание сайтов интернета, на которые есть ссылки в журналах, или за доступ к таким сайтам; ответственность несут их издатели. Журнальные статьи, фотографии и иллюстрации разрешается воспроизводить и переводить за пределами Соединенных Штатов, если материалы не сопровождаются четким указанием на копирайт. В последнем случае необходимо получить разрешение у владельцев авторских прав, упомянутых в журнале.

Текущие или предыдущие номера журналов, а также анонс будущих журналов можно найти в нескольких электронных форматах на странице Бюро международных информационных программ в интернете по адресу <http://www.america.gov/publications/ejournals.html>.

Комментарии направляйте в посольство США в вашей стране или в редакцию по адресу:

Editor, *eJournal USA*
IP/PUBJ
U.S. Department of State
301 4th St. S.W.
Washington, DC 20547
United States of America

Электронная почта: eJournalUSA@state.gov

Об этом выпуске



Барак Обама отвечает на вопросы журналистов во время совещания президента с экономическими советниками в Белом доме 10 апреля 2009 года.

Оглядываясь назад, мы понимаем, что пузырь на американском рынке жилья США, ставший предвестником того, что осенью 2008 года вылилось в глобальный финансовый кризис, должен был быть очевиден. Цены на дома выросли до уровней, превышавших возможности значительной части простых американцев, но доступность новых, более рискованных ипотечных продуктов подогревала массовый спрос на жилую недвижимость. Более того, рост цен недвижимости позволял многим домовладельцам почувствовать себя богатыми. В истории США цены на жилье всегда возрастали. Так что же на этот раз не сработало?

И как мог крах одного сектора экономики США вызвать то, что многие

считают самым серьезным экономическим кризисом в мире со времен Великой депрессии 1930-х годов? Готовя данный выпуск электронного журнала, мы попросили шестерых экспертов в области финансов высказать свои мнения относительно того, как возник глобальный кризис и как страны мира будут реагировать на эту общую проблему.

Вначале политолог Марк Блайт описывает шесть процессов, сыгравших роль в возникновении кризиса. Затем Джон Джудис, старший редактор журнала *New Republic*, разъясняет ситуацию с международной валютной системой, рассказывая о соглашениях в этой области – от Бреттон-Вудской конференции 1944 года до нынешних переговоров между странами.

Чарльз Гайст, финансовый историк, пишет, что свой вклад в развитие проблемы внесли современные компьютерные технологии, круглосуточная торговля по всему миру и упрощение процесса инвестирования. «Заказы клиентов на покупку или продажу акций осуществлялись со скоростью, невообразимой в середине 1990-х годов. Казалось, что объемы сделок и аппетит к ним бесконечны». Но после того, как стоимость активов пошла вниз, в считанные месяцы разразился кризис в банковском и страховом секторах.

Знаменитый инвестор Джордж Сорос утверждает, что регулирование является необходимым для ограничения роста пузырей активов. Однако Сорос также предостерегает от перегибов в этой области: «Регулирование следует свести к минимуму, необходимому для поддержания стабильности». Профессор права Джоэл Трахтман также призывает к дополнительному регулированию и, кроме того, совершенствованию корпоративного управления. В заключение профессор экономики Ричард Веддер совершает экскурс в историю различных международных торговых соглашений и организаций и рассказывает об их роли сегодня.

В среде экспертов нет недостатка во мнениях о причинах нынешнего кризиса и рецептах по выходу из него, и вполне возможно, что другая группа экспертов могла бы высказать взгляды, отличающиеся от представленных здесь. Удивительно, однако, как часто в этих статьях излагаются совпадающие мысли о том, что рынки по своему характеру цикличны, что глобальные торговые отношения взаимозависимы и что определенная степень регулирования полезна для рынка.

— Редакция



ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДЕПАРТАМЕНТ США / МАЙ 2009 ГОДА / ТОМ 14 / НОМЕР 5
<http://www.america.gov/publications/ejournalusa.html>

Глобальная финансовая система: взгляд на кризис глазами шести экспертов

Общий обзор

- 4 **Конец капитализма? Марк Твен, Лейк-Вобегон и нынешний кризис**
МАРК БЛАЙТ, ПРОФЕССОР МЕЖДУНАРОДНОЙ ПОЛИТИЧЕСКОЙ ЭКОНОМИИ В УНИВЕРСИТЕТЕ БРАУНА
Хотя сегодня мы столкнулись с беспрецедентным по своей природе финансовым кризисом, этого нельзя сказать о кризисах капитализма. Они стали обычным делом.

Международные вопросы

- 9 **Роковой изъян денежной системы**
ДЖОН ДЖУДИС, СТАРШИЙ РЕДАКТОР ЖУРНАЛА *NEW REPUBLIC*
Экономисты знают роковой изъян в нашей международной денежной системе, но не могут договориться о том, как его исправить.
- 13 **Глобализация и американская финансовая система**
ЧАРЛЬЗ ГАЙСТ, ПРОФЕССОР ФИНАНСОВЫХ НАУК МАНХЭТТЕНСКОГО КОЛЛЕДЖА
Глобализация способствовала развитию текущего финансового кризиса и, несомненно, послужит для его преодоления.

- 17 **Врезка: Двигая экономику вперед**
Американские лидеры смотрят в будущее.

- 18 **Временная шкала пузырей финансовых активов**

Роль регулирования

- 20 **Исправить регулирование: теория рыночного равновесия неверна**
ДЖОРДЖ СОРОС, ПРЕДСЕДАТЕЛЬ ПРАВЛЕНИЯ КОРПОРАЦИИ *SOROS FUND MANAGEMENT*
Для выживания глобальной финансовой системы необходимо укрепить международное регулирование, однако при этом надо проявить осторожность, чтобы не зайти слишком далеко. Рынки несовершенны, но еще больше это относится к механизмам регулирования.

- 23 **Мировой финансовый кризис: причины, профилактика, дальнейшие меры**
ДЖОЭЛ ТРАХТМАН, ПРОФЕССОР МЕЖДУНАРОДНОГО ПРАВА В УНИВЕРСИТЕТЕ ТАФТСА
Несомненно, в грядущие годы специалисты по экономической истории еще будут спорить о причинах мирового финансового кризиса. Основную роль в нем сыграл

макроэкономический фактор, но предотвратить или смягчить кризис могло бы надлежащее регулирование.

Взгляд на историю развития международной торговли

- 27 Эволюция глобальной финансовой системы**
Ричард Веддер, заслуженный профессор экономики в университете штата Огайо
В конце 19-го и начале 20-го веков в области международных финансов почти не существовало координации. После Второй мировой войны ситуация резко изменилась, и изменения продолжают по сей день.

Дополнительные информационные ресурсы

- 31 Глоссарий**
- 33 Книги, статьи, доклады, веб-сайты и видеоматериалы на тему глобальной финансовой системы**

Конец капитализма? Марк Твен, Лейк-Вобегон и нынешний кризис

Марк Блайт



Президент Барак Обама выступает на саммите «Большой двадцатки» в Лондоне 2 апреля 2009 года

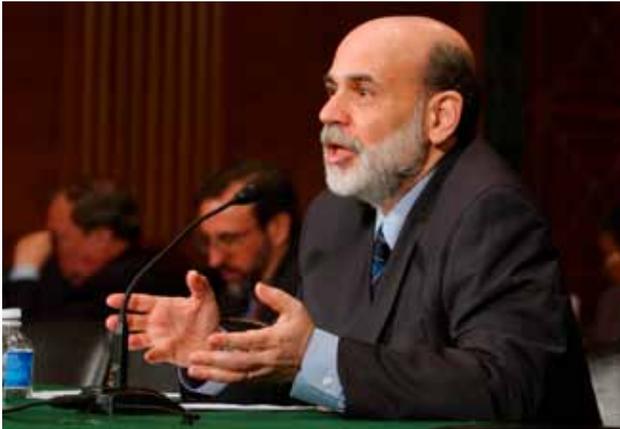
Хотя нынешний финансовый кризис не имеет прецедента, этого нельзя сказать о кризисах капитализма. Они стали обычным делом.

Марк Блайт – профессор международной политической экономики в университете Брауна. Его перу принадлежит книга «Великие преобразования: экономические идеи и политические перемены в двадцатом веке».

Если построить, как говорят статистики, временной ряд прибыли в банковском секторе США с 1947 по 2008 год, можно с определенной уверенностью говорить о средней рентабельности этого сектора в динамике, о пиках (с 1990-х до середины 2000-х годов), провалах (с 1947 по 1967 год) и рез-

ком взлете прибыльности сектора за последние 10 лет. Но если дополнить картину данными за период с августа 2008 по апрель 2009 года, то весь ряд, как и сама банковская система, которую он описывает, просто взрывается. Средние величины, показатели дисперсии и другие подобные характеристики теряют смысл – настолько экстремальными оказались последние годы. Действительно, если бывший председатель Федеральной резервной системы США Алан Гринспен признает, что его понимание рыночных процессов содержало в себе глубокие изъяны, а нынешний председатель Бен Бернанке говорит, что мы столкнулись с величайшим кризисом со времен Великой депрессии, то нам, наверное, следует отнестись к этому серьезно.

И это действительно серьезно. Учитывая резкое



Председатель Федеральной резервной системы Бен Бернанке выступает на слушаниях в Конгрессе США

уменьшение активов до 1,3 трлн. долларов и объем обязательств, достигающий 3,6 трлн. долларов, а также двукратное сокращение фондового рынка, финансовая система США либо сильно перегружена, либо неплатежеспособна, либо, по мнению некоторых, – что еще хуже, – исчерпала свои возможности. Уже много раз объявлялось о конце капитализма. И все же, если перефразировать американского писателя и юмориста Марка Твена, слухи о его смерти сильно преувеличены.

Американский капитализм, выйдя из кризиса, будет совсем другим – уже не настолько финансиализированным, ориентированным на потребление и имеющим дефицит в торговле, как за последние два десятилетия. Он уже изменился, поскольку Уолл-стрит как таковой больше не существует. Но обычно люди забывают, что в таком положении мы уже были. Хотя нынешний финансовый кризис не имеет прецедента, этого нельзя сказать о кризисах капитализма. Они стали обычным делом. Просто нынешний кризис ударил по Соединенным Штатам, а не по какому-то другому региону мира. Но мы уже были в таком положении и остались в живых, главным образом потому, что настоящее не обязано повторять прошлое. Помня об этом, можно не опасаться, что американский капитализм изжил себя.

ПРОБЛЕМА ЛЕЙК-ВОБЕГОНА (ГДЕ ВСЕ ВЫШЕ СРЕДНЕГО)

Конечно, вину за кризис можно возложить на многие факторы – от банковской культуры бонусов до китайских сбережений и немецкой скупости. Но акцент на сиюминутную ситуацию может скрывать из виду более глубокий комплекс причин. Чтобы взглянуть на кризис под верным углом, начинать надо с событий

почти тридцатилетней давности – неожиданного сочетания безграничной ликвидности и ограниченных классов активов. К сегодняшнему положению нас привели в своей совокупности шесть процессов.

В-первых, начиная с 1980-х годов, главные финансовые центры мира прекратили регулировать свои внутренние рынки кредитов и открыли свои финансовые счета. Эта «глобализация финансов» привела к бурному росту доступной ликвидности, поскольку прежде изолированные рынки стали взаимосвязанными. Во-вторых, мощный импульс этой ликвидности придало появление новых финансовых инструментов, особенно методов секьюритизации, и растущее использование кредитных деривативов. В-третьих, при таком росте глобальной ликвидности долгосрочные и краткосрочные процентные ставки начали стремительно падать. В 1991 году в США прайм-рейт и ставка по федеральным фондам (а вместе с ними и глобальная норма процента) начали постепенно снижаться с двузначных величин до исторических минимумов.

В-четвертых, с учетом этих изменений усилилась концентрация коммерческих банковских секторов при финансовой ориентации экономики. Резко возросла доступность банковских кредитов, в то время как приватизация бывших государственных обязательств, особенно пенсионных, стимулировала рост числа крупных небанковских институциональных инвесторов. Все эти инвесторы стремились получать прибыль «выше средней», поскольку от них требовалось превышение некой контрольной отметки – обычно годового показателя фондового индекса Standard & Poor's 500 или индекса эффективности своего сектора.

В-пятых, дефицит текущего баланса США достиг исторически беспрецедентной доли валового внутреннего продукта. Соединенные Штаты на протяжении более 20 лет ежегодно фактически заимствовали от 3 до 6 процентов ВВП, а при тех темпах роста, к которым мы привыкли, заимствование по столь низким ставкам делало деньги практически бесплатными.

Шестым фактором, который, пожалуй, и привел ко всему вышеперечисленному, стала глубокая идеологическая перемена, которая произошла в Соединенных Штатах с 1970 по 2000 год. А именно: политики, эксперты и общественность стали рассматривать рынок как чудесным образом саморегулирующийся и способный приносить все более высокую отдачу без риска, стоит только отказаться от неуклюжего и неэффективного государственного регулирования – что и сделали



© AP Images

Контейнерные суда с импортными товарами из азиатских стран разгружаются у причала в штате Нью-Джерси

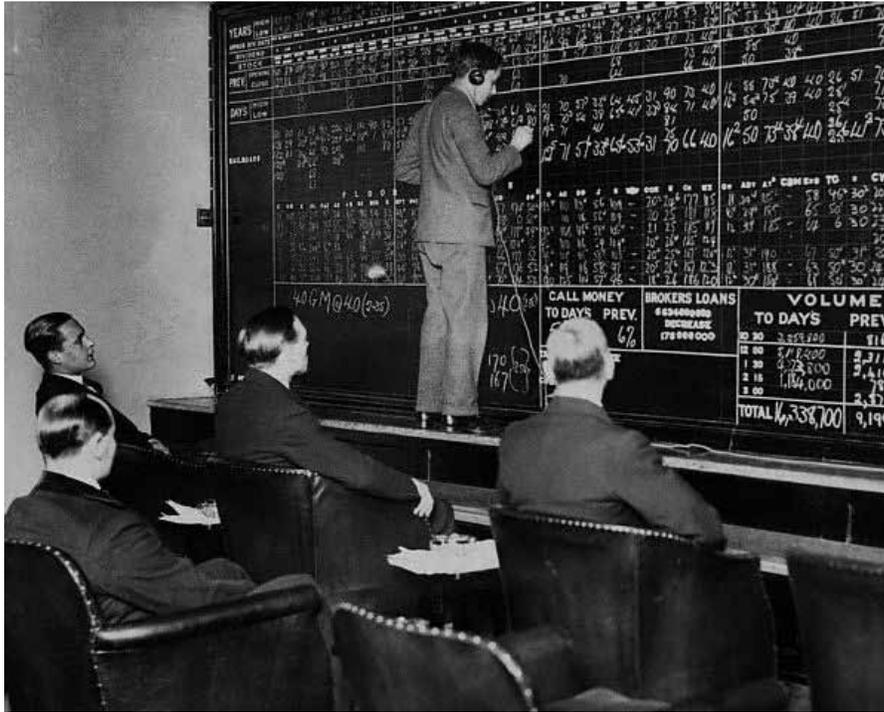
политики от обеих партий. Все это вместе взятое и привело к тому, что финансовый сектор стал зависеть от постоянного стремления к прибыли выше средней, одновременно превращаясь во все более крупную и важную часть валового внутреннего продукта США.

ПРЕДЕЛЫ ЛЕЙК-ВОБЕГОНА

Проблема с погоней за убегающей средней прибылью заключается в том, что за нее приходится платить все дороже. Здесь мы сталкиваемся с проблемой классов активов – ограниченным числом категорий активов, по которым инвесторы могут стремиться получать прибыль выше средней. Таких классов всего несколько: акции (фондовый рынок), наличность (денежный рынок) и облигации (бумаги с фиксированным доходом), к которым можно также добавить недвижимость и товары. Если акции, облигации и инструменты денежного рынка считаются взаимными инвестициями в пределах одного класса, то очевидным объектом для

извлечения такой прибыли стали фондовые рынки, относительно недооцененные в начале 1990-х годов. Массовый объем ликвидности в погоне за прибылью выше средней сначала наводнил американские рынки ценных бумаг, а вскоре после этого, в середине и конце 1990-х, хлынул на глобальные фондовые рынки.

Когда этот пузырь лопнул, что особенно ярко проявилось в Восточной Азии, оказалось, что ни облигации, ни бумаги с фиксированным доходом сами по себе не способны обеспечить прибыль выше средней, на которую привыкли рассчитывать и рынки, и все мы, от них зависящие. Следующей остановкой для инвесторов стал злополучный пузырь «дот-комов», а после них наиболее очевидным классом активов стала недвижимость. Отсюда и глобальный бум жилищного строительства, который начался, как только в конце 1990-х лопнул пузырь «дот-комов». К 2008 году этот жилищный пузырь остался без добросовестных заемщиков – отчасти потому, что председатель Федеральной резервной системы Гринспен в середине 2000-х годов повысил



Инвесторы следят за обвалом курса акций в «черную пятницу» 1929 года

процентные ставки. Стремление к новой прибыли привело к тому, что следующим пузырем стал последний оставшийся класс активов – товары. При этом цены на нефть возросли вчетверо, а основные продукты питания за период чуть больше года подорожали на 40-70 процентов. Однако (за исключением нефти) это были малые рынки, недостаточные для поддержания таких объемов ликвидности, и эти пузыри быстро полопались. Крах товарного рынка в сочетании с убытками в секторе субстандартных ипотечных деривативов положил начало нынешнему кризису.

Хотя принято говорить о «кризисе субстандартных кредитов», пожалуй, правильнее будет сказать, что субстандартные кредиты спровоцировали системный кризис, вызванный совокупностью факторов при тех формах управления рисками, которые практиковали участники финансового рынка. Банки и другие финансовые фирмы применяют изощренные модели управления своими разнообразными рисками, связанными с кредитом, ликвидностью и т.п. Но те же самые технологии могут порождать нестабильность на рынках, либо побуждая клиентов закрывать глаза на сопутствующие риски, что привносит риск в общие портфели по всем классам активов, когда каждый применяет одни и те же формы подстраховки, либо объединяя активы в стрем-

лении к ликвидности по мере закрытия позиций, когда банки уменьшают использование заемных средств. Таким образом, действия, разумные с точки зрения одного банка, могут создавать системный риск для совокупности банков, поскольку возникает серийная корреляция позиций по активам в верхней и нижней частях денежного пузыря.

Когда вся банковская система оказалась перегруженной ипотечными деривативами и кредитными дефолтными свопами, кризис стал неизбежным. Он разразился, когда убытки нескольких крупных американских банков спровоцировали крах фирмы Lehman Brothers, который в свою очередь вызвал массовые потери на системно взаимосвязанных рынках, особенно на огромном рынке

кредитных дефолтных свопов. Ликвидность иссякла, и начался кризис. Как он будет разворачиваться дальше – об этом можно только гадать. Но означает ли он конец американского капитализма? Есть несколько оснований считать, что это не так и что завет Марка Твена остается в силе.

МАРК ТВЕН И ТРИ ОСНОВАНИЯ ДЛЯ ОПТИМИЗМА

Отметим, что председатель Федеральной резервной системы Бернанке, заявив, что мы столкнулись с величайшим кризисом со времен Великой депрессии, не сказал, что мы столкнулись с кризисом столь же серьезным, как Великая депрессия. Безработица в 20-40 процентов, крах мировой торговли, разорительное соперничество в девальвации валют, абсурдные уровни тарифов и коллапс демократии – таковы были приметы Великой депрессии во всем мире. При нынешнем кризисе мы переживаем трудные времена, и всегда есть опасность, что дела пойдут еще намного хуже, но сейчас ситуация в любом случае далеко не столь острая. Это дает мне основания для оптимизма в отношении замечания Твена – главным образом потому, что существует огромная разница между миром 1930-х годов и тем миром, в котором мы живем сегодня. Стрела времени направлена толь-

ко вперед, и современные условия никогда не совпадают с прошлыми. Три таких условия, которые существуют сегодня и отличаются от условий в 1930-е годы, дают нам возможность избежать ошибок прошлого.

Первый усвоенный урок заключается в самой возможности извлекать уроки. Мы не обречены вновь пережить 1930-е годы именно потому, что способны уяснить, насколько тяжело нам пришлось в 1930-х годах и как меры, которые мы принимали тогда, чтобы защитить себя лично, обернулись против нас всех коллективно. Эти усвоенные уроки побудили государства во всем мире встроить в экономику автоматические стабилизаторы, чтобы предотвратить коллапсы спроса, которые породили бы протекционистские и националистические требования в случае внешнего кризиса, и опираться на многостороннее сотрудничество во избежание очевидных политических ошибок. Есть все основания утверждать, что разные страны извлекают для себя разные уроки. Так, немцев беспокоят инфляционные последствия расходов, которые европейцам предлагают взять на себя американцы, дабы уменьшить пугающую американцев безработицу. Но смысл таких встреч, как саммиты «Большой двадцатки», состоит в том, чтобы озвучить эти разногласия и изыскать возможности для политических договоренностей. Весь вопрос сводится к нахождению баланса между стимулированием и регулированием, и по обе стороны Атлантики все понимают, что необходимо найти общую платформу для продвижения вперед.

Мое второе основание для оптимизма вытекает из нового «взаимно гарантированного уничтожения». В годы «холодной войны» мы говорили о том, что ядерные арсеналы Соединенных Штатов и Советского Союза столь велики, что ни одна из сторон не может уничтожить другую, не уничтожив себя. В наше время можно говорить о новом «взаимно гарантированном уничтожении» между Китаем и Соединенными Штатами – денежном. Одно из последствий финансовой глобализации американской экономики заключается в том, что нам удалось заставить Китай менять реальные товары на ценные бумаги. Прибыльность этих ценных бумаг была очень низкой в течение более 20 лет, за которые Китай и другие страны Восточной Азии накопили огромное положительное сальдо торгового и текущего платежного баланса. По существу, хотя формально никто таких ставок не делал, Соединенные Штаты заключили одностороннее пари, что мы сможем строить свою экономику на финансовой основе в условиях

международного разделения труда, при котором Китай производит товары в обмен на доллары, которые будут вновь одалживаться нам, чтобы мы могли потреблять его товары. Этой системе тоже пришел конец. Китаю необходимо увеличить потребление, а Соединенным Штатам надо производить кое-что помимо ипотечных деривативов, и обе стороны это понимают. Добиться этого будет трудно, но альтернатива – денежно гарантированное уничтожение со сбросом долларов и валютным крахом – стала бы еще одной индивидуально разумной, но коллективно катастрофической политикой, которой на сей раз хотят избежать все стороны.

В-третьих, обанкротилась еще одна идеология. Вера в то, что рынок – безусловно благотворная и саморегулирующаяся структура, а государство – всегда и везде зловредный монстр со склонностью к навязчивому регулированию, вновь и вновь возвращается подобно ночному кошмару в истории капитализма. 1930-е годы научили нас тому, что вера в рынок и саморегулирование ошибочна, и подарили нам кейнсианскую эру регулируемых финансов и «государств всеобщего благоденствия». 1970-е годы, другой кризисный период 20-го века, научили нас тому, что Кейнс заблуждался и пора переходить к открытому рынку, отказавшись от финансового регулирования. Эта система, которую можно назвать неолиберальной глобализацией, только что взорвалась. Какой же урок мы извлечем для себя на сей раз?

Урок, который еще только предстоит в полной мере извлечь из нынешнего кризиса, заключается в том, что рынок и государство всегда и везде остаются взаимодополняющими, необходимыми, антагонистическими и производительными. Капитализм как система наилучшим образом процветает в условиях разумного регулирования со стороны государства, и американский капитализм – не исключение. Точный баланс между государством и рынком – политический вопрос, который разные государства должны решать для себя сами. Но с необходимостью баланса сейчас соглашается большинство государств, даже Соединенные Штаты.

Таким образом, завет Марка Твена остается в силе. Слухи о смерти американского капитализма преувеличены и, скорее всего, будут оставаться таковыми, пока мы согласны с тем, что из прошлого действительно можно извлекать уроки. ■

Мнения, высказываемые в этой статье, не обязательно отражают взгляды или политику правительства США.

Роковой изъян денежной системы

Джон Джудис

Экономисты знают роковой изъян в нашей международной денежной системе, но не могут договориться о том, как его исправить.

Джон Джудис – старший редактор журнала New Republic и приглашенный научный сотрудник Фонда Карнеги за международный мир.

В последние месяцы много говорят о сложных и запутанных финансовых инструментах и механизмах, которые подорвали мировую экономику. Все они – от обеспеченных закладными ценными бумагами и до кредитных дефолтных свопов – поставили международную валютную систему в тяжелое положение.

Десятилетиями Соединенные Штаты полагались на замысловатый финансовый механизм, увязывавший их экономику с экономикой Китая и Японии. Эта неформальная система позволяла азиатским странам сохранять огромное активное сальдо баланса торговли с Соединенными Штатами, а США при этом имели возможность иметь огромный дефицит бюджета, не повышая процентных ставок или налогов, и огромный дефицит внешнеторгового баланса без резкой девальвации своей валюты. Немалое число банкиров, зарубежных экономистов и высокопоставленных чиновников, таких, как председатель Федеральной резервной системы США Бен Бернанке, считают, что эта неформальная система способствовала нынешнему финансовому кризису. Хуже того, они опасаются, что ее разрушение может превратить надвигающийся спад в нечто подобное глобальной депрессии 1930-х годов.

Бреттон-Вудская валютная система в своем первом варианте зародилась на конференции, проведенной в курортном отеле в штате Нью-Хэмпшир в июле 1944 года. Ведущие британские и американские экономисты сочли, что распад международной валютной системы в начале 1930-х годов послужил одной из причин затяги-



В 1944 году на Валютно-финансовой конференции ООН в Бреттон-Вудсе, штат Нью-Хэмпшир, было решено, что в качестве общепринятой мировой валюты на смену британскому фунту стерлингов придет доллар

вания Великой депрессии и одним из факторов, приведших к началу Второй мировой войны, и преисполнились решимости создать более стабильный механизм, при котором в качестве общепринятой мировой валюты на смену британскому фунту стерлингов придет доллар.

Доллар стал общепринятым международным средством обращения и универсальной резервной валютой. Если у какой-либо страны накапливалось больше долларов, чем она могла реально использовать, у нее всегда была возможность обменять их у США на золото. Но поскольку Соединенные Штаты последовательно поддерживали в торговом балансе большой профицит, другие страны всегда должны были иметь свободные доллары на покупку американских товаров, и золотому запасу США поначалу ничего не угрожало.

Бреттон-Вудская система дала трещину в годы Вьетнамской войны, когда Соединенные Штаты направляли за границу миллиарды долларов на финансирование войны и имели внешнеторговый дефицит, а внутри страны дефицитное финансирование в условиях перегретой экономики порождало инфляцию. Другие страны начали

пытаться обменивать доллары с их завышенным курсом на немецкие марки, а Франция и Великобритания готовились реализовать свои долларовые излишки в Форт-Ноксе, где хранится золотой запас США. В ответ президент Ричард Никсон сначала закрыл «золотое окно», а затем потребовал, чтобы Западная Европа и Япония согласились на новые обменные курсы, при которых доллар стоил бы меньше в золотом эквиваленте, а иена и немецкая марка – больше по отношению к доллару. При этом американский экспорт должен был стать дешевле, а японский и западногерманский – дороже, что смягчило бы торговый дисбаланс и стабилизировало доллар.

Введя временный тариф, Никсон сумел заставить эти страны повысить паритет своих валют, но ему не удалось создать новую систему стабильных обменных курсов. Вместо этого курсы валют начали колебаться. А когда в конце 1970-х стремительно выросла инфляция, система, все еще полагавшаяся на доллар как на универсальную валюту, оказалась готовой взорваться и привести к соперничеству валютных режимов.

БРЕТТОН-ВУДС 2

Именно тогда начал складываться новый валютный механизм. Экономисты часто называют его «Бреттон-Вудс 2», но он не был установлен на какой-либо конференции или путем совместной договоренности между ведущими экономическими державами мира. Он сформировался на основе серии отдельных решений, принятых сначала Соединенными Штатами, Японией и Саудовской Аравией, а позднее – Соединенными Штатами и другими азиатскими странами, в частности, Китаем.

Система «Бреттон-Вудс 2» оформилась в первый срок президентства Рональда Рейгана. Для борьбы с инфляцией тогдашний председатель Федеральной резервной системы Пол Волкер поднял процентные ставки выше 20 процентов. Это породило глубокую рецессию (осенью 1982 года безработица превысила 10 процентов) и крупный дефицит бюджета, поскольку правительственные расходы росли быстрее, чем налоговые поступления. Курс доллара также возрос, так как другие страны пользовались высокими процентными ставками в США. Это поставило под удар американский экспорт, и дефицит американской внешней торговли вырос еще сильнее, поскольку американцы начали ввозить из-за рубежа товары по заниженным ценам, а иностранцы уклонялись от покупки подорожавших американских товаров. Администрация Рейгана оказалась в заведомо проигрыш-

ной ситуации: если сокращать внешнеторговый дефицит путем уменьшения бюджетного дефицита, замедлится экономический рост, а если попробовать стимулировать экономику, увеличив дефицит, придется сохранять высокие процентные ставки, чтобы продать достаточный объем долга Министерства финансов, что также подавляло бы рост. Но тут на помощь пришла Япония, наряду с Саудовской Аравией и другими странами ОПЕК (Организации стран-экспортеров нефти).

В конце Второй мировой войны Япония приняла стратегию экономического роста, приносившую в жертву внутреннее потребление ради накопления излишков, инвестируемых в экспортные отрасли – первоначально трудоемкие, такие, как текстильная промышленность, а затем и в капиталоемкие – такие, как автомобили и сталь. Такой экспортно-ориентированный подход облегчался в 1960-е годы заниженным курсом иены, но после краха Бреттон-Вудской системы Японии стал угрожать подешевевший доллар. Чтобы сохранить высокий уровень экспорта, Япония преднамеренно удерживала курс иены на низком уровне, тщательно контролируя расход долларов, которые текли в страну благодаря положительному балансу в торговле с США. Вместо того, чтобы тратить эти деньги на покупку товаров, или вкладывать их в экономику, или обменивать на иены, Япония начала возвращать их в Соединенные Штаты, приобретая компании, недвижимость, но в первую очередь – государственный долг.

Эти инвестиции в краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные казначейские обязательства США – в сочетании с аналогичными покупками, осуществлявшимися Саудовской Аравией и другими нефтедобывающими странами, которым нужно было куда-то пристроить свои нефтедоллары – облегчили экономические трудности Соединенных Штатов. Благодаря японским покупкам Америке не приходилось ни поддерживать высокие процентные ставки, чтобы привлекать покупателей к ценным бумагам Министерства финансов, ни повышать налоги ради сокращения дефицита. Историкам неизвестно ни о какой прямой договоренности между японскими и американскими руководителями о том, что Токио будет финансировать американский дефицит или что Вашингтон позволит Японии поддерживать низкий курс иены и высокое активное сальдо во внешней торговле. Однако неофициальная сделка, блестяще описанная в книге Р. Таггарта Мерфи «Вес иены», стала краеугольным камнем нового международного экономического порядка.

За последние 20 лет базовая структура «Бреттон-Вудс 2» сохранилась, но в игру вступили новые игроки. Как рассказывает в своей книге «Восстановление глобальных финансов» обозреватель газеты *Financial Times* Мартин Вулф, азиатские страны во главе с Китаем в середине 1990-х годов после финансовых кризисов, разоривших континент, перешли на свой собственный вариант японской стратегии экспортно-ориентированного роста. В своей торговле с США они поддерживали положительный баланс. Но вместо того, чтобы обменивать доллары на собственную валюту или инвестировать их внутри страны, они, подобно японцам, закупали на них казначейские векселя США и другие активы в долларовом исчислении. Это поддерживало стоимость их валют на низком уровне по отношению к доллару и закрепляло активное сальдо внешней торговли – главный источник долларов. К июню 2008 года Китай держал 500 млрд. долларов казначейских долговых обязательств Америки, уступая в этом отношении только Японии. Восточноазиатские центральные банки превратились в своеобразный Форт-Нокс в период после Бреттон-Вудской системы.

Плюсы и минусы

До недавних пор эта сделка приносила Соединенным Штатам одни выгоды: возможность отказа от повышения налогов, наращивание богатства на верхних ступенях доходной лестницы, сохранение доллара в качестве международной валюты. Без системы «Бреттон-Вудс 2» трудно себе представить, как США могли бы вести войны в Ираке и Афганистане, одновременно снижая налоги. Со своей стороны, Китай и другие азиатские страны почти десятилетие сумели продержаться без финансовых кризисов. А мировая экономика выигрывала благодаря низким операционным издержкам и относительной стабильности цен при наличии единой валюты, которую разные страны могли использовать для продажи и покупки товаров.

Но у системы «Бреттон-Вудс 2» были и свои минусы. Та или иная страна в принципе могла бы шантажировать Соединенные Штаты, угрожая потребовать обмена своих долларов на золото. С другой стороны, если бы такая страна, как Китай, действительно начала избавляться от долларов, она поставила бы под удар свое



Образцы иностранной валюты демонстрируются на слушаниях в Сенате США в 1945 году

собственное финансовое положение, а не только позиции Америки. Однако экономисты Брэд Сетсер и Нуриэль Рубини утверждают, что даже неявная угроза сброса долларов – или отказа их приобретать – могла бы ограничить для США свободу маневра за рубежом. «Возможность пошатнуть рынок приказом о продаже, может быть, и не дает Китаю права вето в американской внешней политике, но уж точно повышает негативные последствия для США любой политики, против которой возражает Китай», – пишут они.

В Японии, Китае и других азиатских странах выгодная сделка тоже имела свою обратную сторону. Излишки долларов, вырученных от торговли с Соединенными Штатами, не шли на повышение уровня жизни, а запасались в форме ценных бумаг Министерства финансов США. Мартин Вулф пишет: «В Китае примерно 800 миллионов бедняков, но страна сейчас потребляет меньше половины ВВП (валового внутреннего продукта) и экспортирует капитал в остальные страны мира».

В данный момент еще тревожнее то, что «Бреттон-Вудс 2» способствовал нынешнему финансовому кризису, поддерживая низкие процентные ставки, которые породили жилищный «пузырь». Вот как это было: в 2001 году Соединенные Штаты пережили мягкую рецессию, во многом вследствие избыточных мощностей в телекоммуникационной и компьютерной индустрии. Эта рецессия могла бы быть гораздо более острой, но поскольку иностранцы были готовы покупать казначейские долговые обязательства США, администрации Буша удавалось сокращать налоги и увеличивать расходы даже при том, что Федеральная резервная система снизила кредитные ставки до одного процента. В последующие четыре года экономика едва сумела восстановиться. Бизнесы, которым все еще не давали покоя избыточные мощности, по-прежнему инвестировали неохотно. Вместо этого они погашали долги, скупали собственные акции и придерживали капиталы. Банки и другие финансовые учреждения, побаивающиеся фондового рынка со времен краха «дот-комов», стали вкладывать средства в обеспеченные закладными ценные бумаги и другие деривативы.

Некоторое оздоровление экономики стимулировалось ростом потребительских расходов. Реальная заработная плата фактически упала, но потребители все чаще

стали влезать в долги, тратя больше, чем зарабатывали. Водушевленные низкими процентными ставками наряду с новыми субстандартными кредитными операциями, потребители расхватывали дома, что способствовало росту цен на жилье. «Эффект богатства», создаваемый этими скупками жилья, еще более укрепил потребительский спрос и привел к жилищному «пузырю». Когда цены на жилье пошли вниз, пузырь лопнул, и потребительский спрос вместе с корпоративными инвестициями иссякли. Финансовая паника не только быстро распространилась с обеспеченных вкладными ценными бумагами на другие виды деривативов, но и перекинулась из США в другие страны, главным образом европейские, которые ранее приобрели эти американские финансовые продукты.

Но это еще не все. Поскольку в Америке перестал расти спрос на китайский экспорт, начала страдать китайская экономика. Китаю предстояло практически пережить рецессию, отголоски которой распространились по всей Азии. И что еще важнее для Соединенных Штатов – Китай остался без долларового излишка, который мог бы поддерживать рынок казначейских долговых обязательств США.

НЕОБХОДИМЫЕ КОРРЕКТИВЫ

Последствия могли быть еще тяжелее. В прошлом страны, испытывающие рецессию, могли рассчитывать на то, что их экспорт и инвестиции будут подхвачены государствами с растущей экономикой. На сей раз приходится уповать на то, что экономический рост в Азии, особенно в Китае, сдержит рецессию в США и Европе. Китай зависит от экспорта в США, а США зависят от капитала из Китая. Если эти особые экономические отношения прервутся (что, похоже, и происходит), это может привести к глобальной рецессии, грозящей пережить депрессию впервые с 1930-х годов.

Политикам надо осознать, что хотя «Бреттон-Вудс 2» не опирается на международную договоренность, он не является и «свободно-рыночной» системой с плавающими курсами валют. Скорее он обеспечивается определенной политикой, проводимой отдельными странами. Соединенные Штаты смирились с большим дефицитом торгового баланса – и его последствиями для американской рабочей силы – в обмен на иностранное финансирование нашего бюджетного дефицита. Азия же согласилась на более низкий уровень жизни в обмен на экспортно-ориентированный рост и снижение риска валютных кризисов.

Китай, Япония и другие азиатские страны – либо самостоятельно, либо с подачи администрации Обамы – также должны будут сыграть свою роль. Китай, возможно, уже начал это делать, объявив осенью прошлого года о плане стимулирования государственных инвестиций в жилищное строительство, транспорт и инфраструктуру на общую сумму 586 млрд. долларов. Если Китай вложит свое активное сальдо внешней торговли обратно в экономику, это увеличит спрос на импортные товары и усилит давление на юань, уменьшив китайский профицит в торговле с Западом.

Подобная корректировка, при которой Соединенные Штаты обязуются сокращать свой дефицит внешне-торгового баланса, а Китай, Япония и другие азиатские страны отказываются от экспортно-ориентированной стратегии роста, – это именно то, за что выступают многие американские политики. В то же время все шире распространяется убежденность (особенно в Европе) в том, что, помимо этих мер, ведущие экономики мира должны договориться о новой международной валютной системе – или хотя бы коренным образом реформировать существующую. Британский премьер-министр Гордон Браун недвусмысленно призвал к «новому Бреттон-Вудсу – построению новой международной финансовой архитектуры на годы вперед». Браун предлагает укрепить Международный валютный фонд, превратив его в «систему раннего предупреждения и механизма предотвращения кризисов для всего мира». Он также высказывается за то, чтобы эта или новая организация отслеживала трансграничные финансовые операции.

Во всяком случае роль доллара должна быть скорректирована. Может быть, эпоха доллара еще не миновала, но особые условия, в которых он царствовал на протяжении последних десятилетий, разбиваются о камни нынешней рецессии и финансового кризиса. Изначальная Бреттон-Вудская система была плодом конкретной договоренности и заложила основу для стабильного роста. Новое Бреттон-Вудское соглашение будет во многом зависеть от того, какие пути выберет для себя международное сообщество. ■

Статья представляет собой отрывок из одноименной публикации в журнале New Republic от 3 декабря 2008 года. © 2008 The New Republic LLC.

Мнения, высказываемые в этой статье, не обязательно отражают взгляды или политику правительства США.

Глобализация и американская финансовая система

Чарльз Гайст



© AP Images

Современные технологии связи максимально ускоряют процесс международного инвестирования

Глобализация способствовала развитию текущего финансового кризиса и, несомненно, послужит для его преодоления.

Чарльз Гайст – профессор финансовых наук Манхэттенского колледжа. Он является автором многих книг, включая «Историю Уолл-стрита», и редактором «Энциклопедии истории американского бизнеса».

В десятилетия, последовавшие за Второй мировой войной, при описании будущего мировой экономики все чаще делали упор на глобализацию. Считалось, что в какой-то момент рынки разных товаров и услуг интегрируются, и это принесет очевидные выгоды. Во всем мире поднимется уровень жизни, а барьеры, мешающие торговле, производству и движению капитала, будут сняты. Подобная цель заслуживала внимания и частично уже реализовалась. Но недавно на ее пути возникло серьезное препятствие.

Глобализация имеет множество аспектов. Первоначально она означала легкость доступа к мировым рынкам. Барьеры для торговли и инвестиций в конечном итоге должны были исчезнуть, а международный поток товаров и услуг – расшириться. Для воплощения этой идеи в жизнь были введены свободная торговля и общие рынки. Мир без барьеров, по замыслу, должен был способствовать более равномерному распределению благ от богатых к бедным.

На сегодняшний день, однако, лишь отрасль финансовых услуг приобрела действительно глобальный характер. Быстро меняющиеся финансовые рынки, опирающиеся на современные технологии мгновенной связи, во многих случаях перешагнули государственные границы, максимально упростив процесс международного инвестирования. В большинстве крупных финансовых центров государственные ограничения сняты и всячески приветствуются инвестиции из-за рубежа. Это открыло широкую панораму инвестиционных возможностей.

Такое явление не ново. После Второй мировой войны правительства многих стран ослабили ограничения на свои национальные валюты, и сегодня валютный рынок является крупнейшим, наиболее ликвидным финансовым рынком мира, торговля на котором осуществляется круглосуточно. Он не знает различий для основных валют в связи с их национальными особенностями или ограничениями. Если правительства разрешают свободное конвертирование своей валюты, как в большинстве развитых стран, то доллары или евро могут продаваться и покупаться в Гонконге или Токио так же легко, как в Дубае и Нью-Йорке.

ТРАНСГРАНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ

Другие финансовые рынки быстро последовали этому прецеденту. Рынки государственных и корпоративных облигаций и акций начали развивать связи на основе новых быстрых технологий. Сорок лет назад Гордон Мур, один из основателей компьютерного гиганта Intel, сделал свое знаменитое предсказание («закон Мура») о том, что мощности микросхем будут удваиваться каждые два года. Новые, более быстрые чипы обрабатывали все большее число финансовых сделок, и вскоре их возрастающий потенциал привел к дальнейшему увеличению количества сделок. Вскоре трейдеры получили возможность пересекать границы рынков и государств с легкостью, вызывавшей зависть у сторонников глобализации в других секторах экономики. В тот же период времени автопроизводители пытались продвинуть идею универсального автомобиля, но с гораздо меньшим успехом.

Уолл-стрит и другие крупные финансовые центры процветали. Заказы клиентов на приобретение или продажу акций выполнялись со скоростью, невообразимой в середине 1990-х годов. Биржи NYSE (Нью-Йоркская фондовая биржа) и NASDAQ (Автоматизированные котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам) отказались от своих старых методов котировок в обыкновенных дробях и перешли на десятичную систему: компьютерам не нравилось работать с дробями, и старые методы не способствовали развитию высокоскоростной торговли. Клиенты получили возможность производить сделки с ценными бумагами при помощи компьютера на многих крупных рынках так же быстро, как и на своих внутренних рынках. Наступила эпоха поистине трансграничной торговли финансовыми услугами,

вызывавшей зависть других отраслей, которые давно мечтали о глобализации.

Результаты оказались поразительными. Объем торгов на NYSE увеличился с рекордных 2 млрд. акций в 2001 году до рекордных 8 млрд. в 2008 году. Ежедневный объем торгов на валютных рынках стал составлять порядка триллиона в долларовом эквиваленте. На различных рынках облигаций ежегодно выпускалось новых ценных бумаг более чем на триллион долларов, вместо миллиардов, которыми исчислялись рекорды в предыдущие годы. Объемы слияний и поглощений также достигли порядка триллионов долларов ежегодно. Казалось, что объемы сделок и аппетит к ним бесконечны.

ТРАДИЦИОННЫЙ ЦИКЛ

В американской экономике традиционно наблюдались длительные периоды процветания, сменявшиеся значительными спадами. Как правило, такие периоды прерывались «пузырями активов», которые в итоге лопались. Та же ситуация повторялась множество раз с 1793 года, когда в Нью-Йорке был зафиксирован первый крупный экономический спад. Аналогичные проблемы наблюдались по крайней мере восемь раз до 1929 года. За каждым бумом следовало более или менее серьезное снижение деловой активности. Начавшаяся в 1929 году депрессия, наконец, повлекла за собой принятие далеко идущих реформ банковской системы и рынков ценных бумаг.

До 1929 года подобные рецессии называли «паникой». Термин «депрессия» употребили раз или два в начале 20-го века, однако позднее он стал ассоциироваться исключительно с 1930-ми годами. Традиционный цикл проявляется и в наши дни. В 2001 году за лопнувшим пузырем «дот-комов» последовала рецессия, и многие из дневных трейдеров, пользовавшихся новыми компьютерными технологиями, оказались на обочине, подобно тому как это произошло с их предками в 19-м веке. Рецессия временно замедлила аппетит к спекулятивной прибыли.

Между 19-м и 21-м веками гораздо больше общего, чем может показаться на первый взгляд. После обретения независимости от Великобритании Соединенные Штаты в первые 120 лет своего существования зависели от иностранного капитала. До Первой мировой войны большая часть американской инфраструктуры и промышленности финансировалась за счет иностран-



© AP Images

Жилищный бум в Силиконовой долине штата Калифорния в период расцвета дот-комов перед ипотечным кризисом 2008 года

ных денег, в основном в виде облигаций. Американцы сами производили большую часть необходимых им товаров и услуг, но им всегда не хватало капитала – до тех пор, пока война не изменила лицо геополитики.

Ситуация оставалась той же до конца 1970-х годов, а потом вновь изменилась на противоположную. Норма сбережения американских домохозяйств снизилась, и иностранный капитал хлынул в США. Вновь стали популярными облигации, но и рынки акций также пошли вверх. Потребители, на долю которых с 1920-х годов приходится около двух третей валового внутреннего продукта США, приобретали отечественные и импортные товары, в то время как иностранцы поставляли капитал, необходимый для финансирования федерального правительства и многих отраслей американской экономики. Такая ситуация сохраняется и по сей день, причем около половины находящихся в обращении казначейских облигаций США находится в руках правительства Китая.

Ипотечный бум

После краха «дот-комов» и скандалов с фирмами Enron и WorldCom казалось, что на Уолл-стрите настает передышка из-за нехватки новых идей, которые бы способствовали раздутию нового пузыря. Но сочетание вновь проявившихся циклических тенденций вызвало к жизни величайший за всю историю краткосрочный бум. Глобализация, приток иностранного капитала и понятные лишь немногим методы финансового анализа в сочетании с рынком жилой недвижимости произвели

самый взрывоопасный – и потенциально разрушительный – цикл бума и краха за все время существования США.

Последний рыночный пузырь был создан бумом жилой недвижимости. Обычно бумы жилья следуют за бумами фондового рынка, но не порождают их. В результате краха «дот-комов» и психологической травмы, вызванной событиями 11 сентября, произошло обратное. Жилая недвижимость переместилась в центр внимания многих инвесторов. Резко возросло число людей, впервые покупающих дом, и многие устремились рефинансировать свои

ипотечные кредиты. Новое явление на деле оказалось старым, только приукрашенным с помощью современных финансовых услуг.

Это явление было трудно выявить на ранней стадии. Все факторы, которые в совокупности явились его причиной, проявлялись и ранее. Многие из них были хорошо известными и проверенными временем методами финансирования. Секьюритизация использовалась в течение нескольких десятилетий федеральными агентствами США по финансированию жилья для конвертирования пулов жилищных ипотечных кредитов в ценные бумаги, которые приобретались инвесторами. Благодаря этому еще более увеличился объем доступных средств для рынка жилья в период увеличения спроса после 2001 года. Модной тенденцией на Уолл-стрите стало финансирование «американской мечты» – идеи о том, что каждый должен стать владельцем собственного дома.

Спрос на секьюритизированные облигации оказался мощным – настолько мощным, что уолл-стритовские компании ценных бумаг начали их лихорадочную эмиссию. Значительная часть спроса приходилась на иностранных инвесторов – центральные банки, коммерческие банки, государственные инвестиционные фонды и страховые компании, привлеченные высокой доходностью ценных бумаг. Инвесторы, особенно центральные банки и государственные инвестиционные фонды, приобретали их на доллары со своих текущих счетов в США. Деньги покидали США по мере приобретения американцами товаров зарубежных производителей и находили свой путь обратно в страну в качестве инвестиций.

ЖЕРТВЫ СОБСТВЕННОГО УСПЕХА

Ипотечный бум начался после 2001 года, и спустя пару лет он был в полном разгаре. Спрос на ипотечные ценные бумаги оставался высоким, и вскоре для обеспечения активами стали использоваться субстандартные ипотечные кредиты, свопы кредитного дефолта и другие экзотические виды залогового обеспечения, основанные на деривативах. К концу лета 2007 года, когда краткосрочные процентные ставки поднялись с рекордно низких уровней, в этих залоговых обеспечениях стали появляться трещины, ценность активов начала падать, и в течение нескольких месяцев разразился банковский и страховой кризис. В прошлом, когда не было современных технологий, подобные результаты проявились бы лишь через несколько лет.

Развитию бума в неизмеримой степени способствовало дерегулирование американских финансовых рынков, имевшее место в 1999 году и ставшее официальной кульминацией двух десятилетий постепенного ослабления некогда строгих правил. Создавшаяся в результате дерегулирования новая финансовая среда сделала возможным сосуществование банков и инвестиционных банков, что еще с 1933 года было запрещено. Когда они начали пожинать плоды дерегулирования, находясь под одной крышей, старые идеи управления рисками были отброшены в стремлении к максимальной прибыли.

Кризис кредитного рынка и залогового обеспечения знаменует собой окончание почти 40-летнего наследия федеральных агентств по финансированию жилья и всех льгот, которые они обеспечивали со времени принятия социального законодательства в 1960-е годы. Уолл-стрит, кредитные рынки и жилищная отрасль США – все они стали жертвами собственного успеха, когда рухнули рынки в 2008 году. Жадность, отсутствие надзора и изощренность структурированного финансирования, создавшие многие из экзотических финансовых инструментов, – все это сыграло роль в недавнем ухудшении ситуации на рынках и в экономике в целом.



Заголовок газетной статьи об обвале рынка акций в 1929 году

Наиболее важно то, что кризис вскрывает опасность как дерегулирования, так и глобализации. К сожалению, отсутствовал скептицизм, которым обычно сопровождается любой бум. Глобализация способствовала развитию кризиса и, несомненно, послужит его преодолению. На смену дерегулированию придут более жесткие средства институционального контроля за деятельностью финансовых учреждений, направленные на предотвращение мошенничества и обмана. После краха рынка в 1929 году потребовалось почти четыре года для создания структуры регулирования, разделившей различные виды банков, и принятия национального законодательства о ценных бумагах. Согласно закону Мура, на сей раз все произойдет быстрее. Этого потребуют силы, обусловившие процесс глобализации. ■

Мнения, высказываемые в этой статье, не обязательно отражают взгляды или политику правительства США.

ДВИГАЯ ЭКОНОМИКУ ВПЕРЕД

Барак Обама, президент Соединенных Штатов Америки



© AP Images

Мы должны заложить новую основу для роста и процветания – фундамент, построенный на пяти столпах, которые будут способствовать экономическому росту и превратят новый век в еще одно американское столетие: новые правила для Уолл-стрит, которые будут поощрять энергичность и инновации; новые вложения в систему образования, которая даст нам квалифицированную и конкурентоспособную рабочую силу; новые инвестиции в разработки возобновляемой энергии и технологий, благодаря которым появятся новые рабочие места и новые сферы производства; новые инвестиции в систему здравоохранения, которые позволят снизить расходы семей и предприятий на медицинские услуги; а также накопление сбережений в федеральном бюджете, благодаря которым к приходу новых поколений наш долг уменьшится.

— Президент Барак Обама, речь «Новая основа для нашей экономики», Вашингтон, 14 апреля 2009 года.

<http://www.america.gov/st/texttrans-english/2009/April/20090414142247eafas0.3019068.html>

Тимоти Гайтнер, министр финансов США

Соединенные Штаты – сильная и жизнеспособная страна. Мы вступили в нынешний кризис, не имея полномочий и инструментов, необходимых для сведения к минимуму ущерба экономики от финансового кризиса. Мы принимаем меры, чтобы обладать тем и другим в будущем и чтобы в процессе выхода из нынешнего кризиса модернизировать нашу систему регулирования 20-го века так, чтобы она была способна справляться с финансовыми вызовами 21-го века.

— Министр финансов Тимоти Гайтнер, слушания в комитете Палаты представителей по банковскому делу и финансам, Вашингтон, 26 марта 2009 года.

http://www.realclearpolitics.com/articles/2009/03/geithner_announces_regulatory.html



© AP Images



© AP Images

Бен Бернанке, председатель Федеральной резервной системы США

Задача служб финансового регулирования сводится к тому, чтобы найти правильный баланс: бороться за самые высокие стандарты защиты прав потребителей, не мешая при этом благотворному влиянию ответственных инноваций на потребительский выбор и доступ к кредитам. Нашей целью должно быть создание такой финансовой системы, в которой инновации приводили бы к росту экономического благосостояния населения и общин на всех уровнях дохода.

— Председатель правления Федеральной резервной системы Бен Бернанке, речь «Финансовые инновации и защита прав потребителей», Вашингтон, 17 апреля 2009 года.

http://www.realclearpolitics.com/articles/2009/04/17/financial_innovation_and_consumer_protection_96048.html

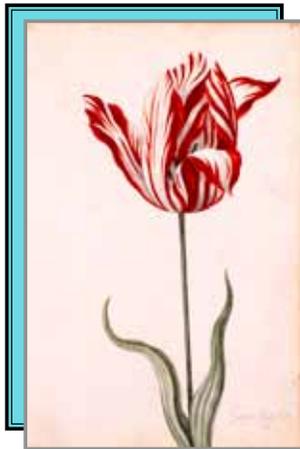
ПУЗЫРИ И КРИЗИСЫ

Экономический пузырь может возникнуть, когда цена того или иного актива возрастает несравнимо выше его реальной стоимости. Предполагается, что каждый следующий покупатель готов заплатить за актив еще больше. Порой пузыри вызываются необъяснимыми явлениями (прихотями или модой), а иногда бывают обусловлены манипуляциями отдельных лиц или корпораций.



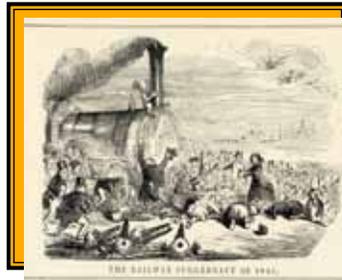
© AP Images

1926: Пузырь рынка недвижимости во Флориде



Wikimedia Commons

1637: «Тюльпаномания»



© Mary Evans Picture Library

1840-е годы: «Железнодорожная мания»

1720: Компания «Миссисипи»

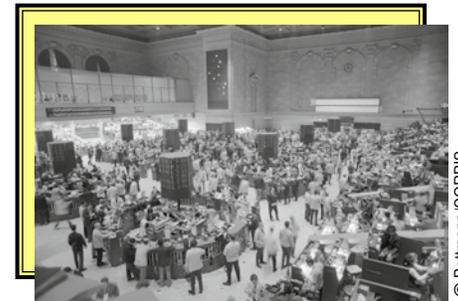
1920-е годы: Американский экономический пузырь



© AP Images

1720: Компания Южных морей

Конец 1960-х – начало 1970-х: «Нифти-фифти» – пузырь вокруг акций группы ведущих американских компаний



© Bettmann/CORBIS

Тюльпаномания

В разгар голландской «тюльпаномании» в феврале 1637 года за луковицу тюльпана в сделках на будущий урожай давали цену, более чем в 10 раз превышавшую годовую доход квалифицированного ремесленника

Железнодорожная мания

В период «железнодорожной мании», охватившей Великобританию в 1840-е годы, представители нарождавшегося среднего класса, вложившие средства в проекты строительства железных дорог, потеряли все свои сбережения, когда спекулятивный пузырь лопнул

Американский экономический пузырь 1920-х годов

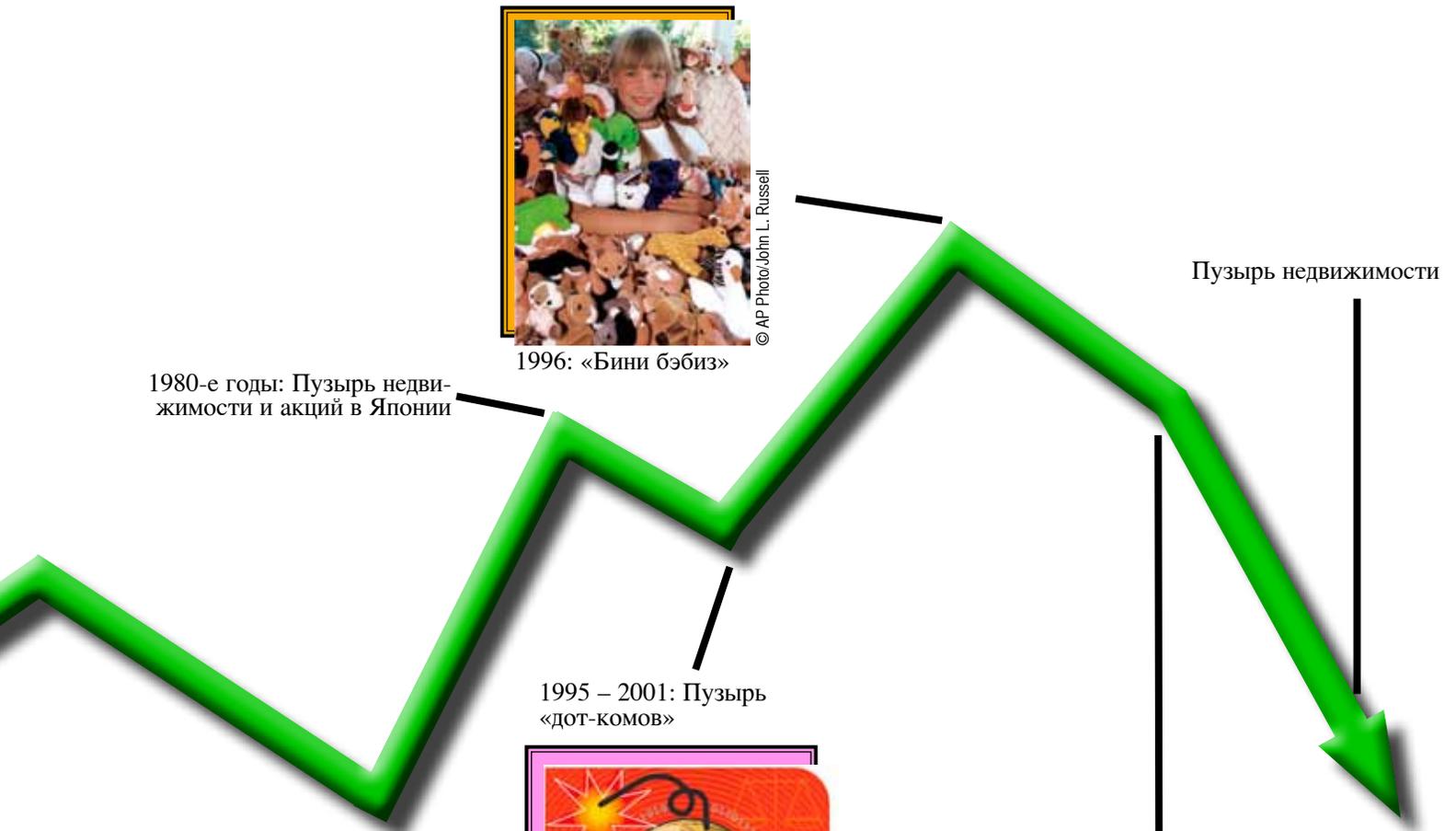
В 1920-е годы американцы тратили последние деньги в надежде извлечь выгоду из стремительно растущих котировок фондового рынка и расширения системы кредитования. Когда в 1929 году фондовый рынок обвалился, в банковском секторе началась паника

Пузырь рынка недвижимости во Флориде

Первый в истории Флориды пузырь рынка недвижимости возник благодаря активности спекулянтов из других регионов, легкому доступу к кредитам для покупателей и быстрому росту цен на недвижимость в заболоченных районах штата

«Нифти-фифти» – пузырь вокруг акций группы ведущих американских компаний

Рост котировок акций всегда привлекает внимание инвесторов. Дополнительные инвестиции подхлестывают цены независимо от реальной стоимости активов



1980-е годы: Пузырь недвижимости и акций в Японии



© AP Photo/John L. Russell

1996: «Бини бэбиз»

1995 – 2001: Пузырь «ДОТ-КОМОВ»



© Images.com/CORBIS

Пузырь недвижимости

1980-е – начало 1990-х: Спортивные карточки и комиксы



© AP Images/ Mark D. Phillips

1997: Азиатский финансовый кризис



© AP Images

Человек-паук
 Спекулятивный рынок комиксов достиг точки насыщения в начале 1990-х годов и, наконец, обвалился в период между 1993 и 1997 годами

Бини бэбиз
 Набитые шариками мягкие игрушечные звери «Бини бэбиз» стали повальным увлечением в начале 1990-х годов. Дефицит создал повышенный спрос, и цены на игрушки поднимались все выше

Пузырь «дот-комов»
 Пузырь «дот-комов» в конце 1990-х годов был результатом спекулятивной деятельности, связанной с развитием новых технологий

Азиатский финансовый кризис
 До наступления азиатского финансового кризиса 1997 года были легко доступны огромные кредиты, что привело к буму недвижимости и немислимо взвинтило цены на активы

Исправить регулирование: теория рыночного равновесия неверна

Джордж Сорос



Китайский инвестор следит на электронном табло за колебаниями Шанхайского сводного индекса в сентябре 2008 года

© AP Images

Для выживания глобальной финансовой системы необходимо укрепить международное регулирование, однако при этом надо проявить осторожность, чтобы не зайти слишком далеко. Рынки несовершенны, но еще больше это относится к механизмам регулирования. Джордж Сорос – председатель правления корпорации Soros Fund Management и основатель Института «Открытое общество». Он является автором девяти книг, последняя из которых называется «Новая парадигма для финансовых рынков: кризис 2008 года и его смысл».

Данная статья впервые была опубликована в ливанской газете The Daily Star и перепечатывается с разрешения Проекта «Синдикат».

Мы переживаем самый тяжелый финансовый кризис с 1930-х годов. Наиболее характерная особенность этого кризиса заключается в том, что он не был вызван каким-то внешним потрясением – например, решением Организации стран-экспортеров нефти повысить цены на нефть. Он был порожден самой финансовой системой. Этот факт – изъят внутри самой системы – противоречит общепринятой теории о том, будто финансовые рынки тяготеют к равновесию, а отклонения от равновесия либо происходят случайным образом, либо вызываются неким внешним событием, к которому рынкам трудно приспособиться. Современный подход к рыночному регулированию основан на этой теории, но острота и размах кризиса убедительно доказывают, что с ней что-то принципиально не так.

Я разработал альтернативную теорию, которая гласит, что финансовые рынки неточно отражают базовые условия. Они дают картину, которая всегда так или иначе смещена или искажена. Что еще важнее, искаженные взгляды, которых придерживаются участники рынков и которые выражаются в рыночных ценах, могут при определенных обстоятельствах влиять на так называемые «фундаменталы», которые рыночным ценам положено отражать.

Эту взаимную циркулярную связь между рыночными ценами и отражаемой реальностью я называю «рефлексивностью». Я утверждаю, что финансовые рынки всегда рефлексивны и порой могут весьма сильно отклоняться от так называемого «равновесия». Иными словами, финансовые рынки склонны порождать пузыри.

КОРНИ КРИЗИСА

Нынешний кризис изначально возник на рынке субстандартных ипотечных кредитов. Лопнувший в США жилищный пузырь послужил детонатором, взорвавшим гораздо более крупный «суперпузырь», который начал формироваться в 1980-е годы, когда лозунгом дня стал рыночный фундаментализм. Этот лозунг привел к дерегулированию, глобализации и финансовым инновациям, основанным на ложном тезисе о том, что рынки тяготеют к равновесию.

И вот карточный домик рухнул. С банкротством компании Lehman Brothers в сентябре 2008 года случилось немислимое. Остановилось сердце финансовой

системы. Ее сразу же подключили к искусственному дыханию: власти в развитых странах фактически гарантировали, что больше ни одному важному учреждению не позволят обанкротиться.

Но страны, находящиеся на периферии глобальной финансовой системы, не могли обеспечить столь же убедительных гарантий. Это породило бегство капитала из стран Восточной Европы, Азии и Латинской Америки. Все валюты упали по отношению к доллару и иене. Цены на товары камнем полетели вниз, а процентные ставки на формирующихся рынках взмыли вверх.

Гонка ради спасения международной финансовой системы продолжается и сейчас. Даже если она увенчается успехом, потребители, инвесторы и предприятия переживают болезненный опыт, все последствия которого еще предстоит ощутить. Глубокая рецессия неизбежна, нельзя исключать и возможность депрессии.

СОЗДАНИЕ ПРОТИВОВОЕСА РЫНКАМ

Что же делать?

Поскольку финансовые рынки склонны создавать пузыри активов, органы регулирования должны взять на себя ответственность за то, чтобы не позволять им слишком раздуваться. До сих пор финансовые органы напрямую отказывались от такой ответственности.

Конечно, предотвратить образование пузырей невозможно, но должна быть возможность удерживать их в терпимых пределах. Простым контролем денежной массы этого не добиться. Органы регулирования долж-

ны также учитывать кредитные условия, поскольку деньги и кредит не идут нога в ногу. У рынков есть свои настроения и пристрастия, которым надо создавать противовес. Чтобы контролировать кредит в отличие от денег, следует применять дополнительные инструменты. Точнее, их необходимо начать применять вновь, поскольку они использовались ранее, в 1950-е и 1960-е годы. Я имею в виду меняющиеся требования по марже и требования по минимальному капиталу для банков.

При современных изощренных приемах финансового инжиниринга расчет маржинальных и капитальных требований может оказаться чрез-



Бегущая строка на Таймс-сквер в Нью-Йорке сообщает финансовые новости в сентябре 2008 года.



Реагируя на спад мирового спроса на китайский экспорт, правительство КНР приняло пакет мер по стимулированию экономики для расширения покупок на внутреннем рынке.

МВФ: НОВАЯ МИССИЯ

Поскольку финансовые рынки глобальны, регулирование по своему охвату тоже должно быть международным. В нынешней ситуации у Международного валютного фонда (МВФ) есть новая миссия – защищать периферийные страны от последствий бурь, возникающих в центре, а именно в Соединенных Штатах.

Американский потребитель больше не может служить мотором мировой экономики. Чтобы не допустить глобальной депрессии, другие страны тоже должны стимулировать свою внутреннюю экономику. Но периферийные страны, не обладающие большими экспортными излиш-

вычайно трудным, а то и вовсе невозможным. Поэтому новые финансовые продукты должны перед выпуском в продажу регистрироваться и утверждаться соответствующими органами.

Создание противовеса рыночным настроениям требует обоснованных оценок, а поскольку в органах регулирования работают живые люди, им свойственно ошибаться. Однако у них есть то преимущество, что они получают от рынка обратную связь, которая должна позволять им исправлять свои ошибки. Если ужесточение маржинальных и капитальных требований не приводит к ликвидации пузыря, органы регулирования могут ужесточить их еще сильнее. Но этот процесс не дает полной гарантии, потому что рынки тоже могут ошибаться. Поиск оптимального равновесия – это бесконечный процесс проб и ошибок.

Подобная игра в кошки-мышки между органами регулирования и участниками рынка уже идет вовсю, но истинная ее природа пока не осознана. Бывший председатель Федеральной резервной системы Алан Гринспен со своими туманными высказываниями был мастером манипуляций, но вместо признания реальных последствий своих действий он притворялся всего лишь пассивным наблюдателем. Именно поэтому во время его пребывания в должности вздувались столь огромные пузыри активов.

ками, не в состоянии проводить противочикличную политику. МВФ должен найти пути финансирования противочиклических бюджетных дефицитов. Отчасти это можно сделать путем привлечения суверенных фондов, отчасти – выпуском специальных прав заимствования, чтобы богатые страны, способные покрывать собственный бюджетный дефицит, могли уступить их более бедным странам, которые не могут этого сделать.

Для выживания глобальной финансовой системы необходимо укрепить международное регулирование, однако при этом надо проявить осторожность, чтобы не зайти слишком далеко. Рынки несовершенны, но еще больше это относится к механизмам регулирования. Работники органов регулирования – это всего лишь люди, которые к тому же склонны к бюрократизму и подвержены политическим влияниям. Регулирование следует сводить к минимуму, необходимому для поддержания стабильности. ■

The Daily Star публикует этот комментарий в сотрудничестве с Проектом «Синдикат», © 2008, The Daily Star. Все права сохраняются. <http://www.dailystar.com> Мнения, высказываемые в этой статье, не обязательно отражают взгляды или политику правительства США.

Мировой финансовый кризис: причины, профилактика, дальнейшие меры

Джоэл Трахтман

Несомненно, в грядущие годы специалисты по экономической истории еще будут спорить о причинах мирового финансового кризиса. Основную роль в нем сыграл макроэкономический фактор, но предотвратить или смягчить кризис могло бы надлежащее регулирование.

Джоэл Трахтман – профессор международного права Юридической и дипломатической школы Флетчера при университете Тафтса. Среди его работ – “Экономическая структура международного права” и “Международное право и политика”.



© AP Images

Глобальный финансовый кризис затмил в перечне мировых проблем Ирак, Афганистан, Северную Корею и прочие кризисы – по сравнению с ним эти опаснейшие угрозы глобальной стабильности кажутся скромными. Даже если не смотреть вширь и заботиться только о собственном кошельке, глобальный финансовый кризис предстает масштабным процессом, затронувшим практически весь мир. Чтобы противодействовать нынешнему кризису и предотвратить его повторение, если это вообще возможно, необходимо понять, чем он вызван. Поставить диагноз нелегко, поскольку кризис вызван сложным взаимодействием макроэкономических провалов, недостаточного финансового регулирования и некомпетентного корпоративного управления. По той же причине предотвращение будущих кризисов – дело непростое.

Финансовый кризис начался в Соединенных Штатах с необоснованного вздувания цен на жилье и рискованных ипотечных кредитов. Пока цены на жилье росли, закладные казались надежным способом вложения денег, но с падением цен они стали выглядеть гораздо

Валютный трейдер в банке Korea Exchange в Сеуле, Южная Корея, 9 апреля 2009 года

менее привлекательными. Причем это падение само себя стимулировало, так как ставшие менее доступными кредиты и участвовавшие случаи лишения права выкупа закладных вызвали дальнейшее снижение цен на жилье. Многие первоначальные закладные были секьюритизированы, а банки и другие финансовые институты, равно как и инвесторы, охотно приобретали и продавали возникшие ценные бумаги, стремясь, как всегда, к возможно более доходным инвестициям. Но держатели этих ценных бумаг вдруг обнаружили, что их ценность резко упала. Для финансовых институтов убытки из-за обесценивания этих бумаг привели к подрыву капитала и способности вести дела. В результате у них стало меньше возможностей финансировать бизнес, а это оказало существенное депрессивное воздействие на реальную экономику. Лишь теперь замороженные кредиты начинают оттаивать.

Начавшись в Соединенных Штатах, кризис приобрел глобальный характер. Он стал глобальным по той причине, что глобальной является сама финансовая



© AP Images

Американские доллары и китайские юани

система, а среди финансовых учреждений, выдававших ипотечные кредиты ненадежным заемщикам в США, были не только американские, но и иностранные транснациональные компании. К тому же некоторые иностранные финансовые учреждения так же вели бизнес и у себя дома, следуя американскому примеру. Финансовые неурядицы стали шириться: если вначале банкротство грозило в основном американским финансовым институтам, вслед за ними той же угрозе подверглись их коллеги по всему миру. И, наконец, проникновение негативных процессов в экономику через торговлю и инвестиции привело к резкому сокращению экспорта в Соединенные Штаты и американских инвестиций за рубежом.

ПРИЧИНЫ

Несомненно, в грядущие годы специалисты по экономической истории еще будут спорить о причинах мирового финансового кризиса. Основную роль сыграл макроэкономический фактор, но предотвратить или смягчить кризис могло бы надлежащее регулирование.

Низкие процентные ставки в Соединенных Штатах, Японии и других странах, валютная политика Китая, рост нефтяного и прочего богатства в суверенных фондах – все эти факторы способствовали избыточной ликвидности, которая, в свою очередь, привела к вздуванию «денежного пузыря». Избыток дешевых денег требовалось реинвестировать. К тому же в силу обилия дешевых денег инвесторы постоянно стремились

к росту прибыли. Кто сулил более высокую отдачу, тот и получал множество клиентов и собирал крупные выплаты.

Значительная доля избыточной ликвидности хлынула в американский жилищный сектор. Накануне кризиса рынок жилья в США уже обладал чертами классического «мыльного пузыря». Те, кто вкладывал средства в жилье, становясь либо домовладельцами, либо кредиторами, казались финансовыми гениями. Реально ипотечные компании не несли убытков, поскольку ценность их кредитного обеспечения продолжала расти, восполняя ошибки в кредитовании. Как говорил легендарный инвестор Уоррен Баффет: «Только когда уходит прилив, становится видно, кто плавал голым».

Ипотечные компании перестали быть традиционными местными ссудно-сберегательными ассоциациями, которые держат выданные ими ипотечные кредиты до срока погашения. Напротив, кредиты стали пакетироваться, превращаться в ценные бумаги и служить объектом торговли и инвестиций со стороны отдельных инвесторов и коммерческих банков. Поэтому ипотечные компании зачастую не задумывались о долгосрочной перспективе и не заботились о том, смогут ли их заемщики обслуживать свои кредиты в случае финансового спада. С конца 2003 года резко возрос выпуск ценных бумаг с ипотечным обеспечением. Модель получения прибыли для многих финансовых институтов изменилась, перейдя в своей основе от использования процентного спреда к получению платежей и прибыли от продажи. Изменившаяся модель бизнеса также привела к изменениям в системе компенсаций, заваливая бонусами руководителей, способных обеспечивать такие платежи и прибыли.

Секьюритизация требовала надежных кредитных пулов, удовлетворяющих требованиям их гарантированного размещения, а часто и поддержки кредитов путем страхования или иного обеспечения. Ипотечные ценные бумаги, соответствуя требованиям таких рейтинговых агентств, как Moodys и Standard & Poors, обычно получали наивысший кредитный рейтинг. Агентства соперничали друг с другом за бизнес и при оценке кредитоспособности пулов чаще полагались на последние результаты, а не на перспективные модели, учитывающие опасность возникновения денежного пузыря.

Американскую систему регулирования можно обвинить как в грехе действия, так и в грехе бездействия. Администрация Буша стремилась обеспечить жильем людей с низкими доходами, предлагая им кре-



© AP Images

Бывшие руководители Fannie Mae дают показания в комитетах Конгресса США в декабре 2008 года

дитование без начального взноса. Возросшие требования к капиталу, предъявленные американским ипотечным гигантам Fannie Mae (Федеральная национальная ипотечная ассоциация) и Freddie Mac (Федеральная корпорация ипотечного кредитования), открыли другим учреждениям рынок финансирования жилья для секьюритизации. Базельские требования к капиталу стимулировали секьюритизацию, а ожидаемое снижение требований к капиталу, связанных с ипотекой, по соглашению «Базель II» побудило американские банки увеличить свои портфели ипотечных ценных бумаг. Инвестиционным банкам было позволено увеличить свой левередж. В общем, все эти изменения в регулировании были вызваны ростом наличной ликвидности и подстегнули рост рынка ипотечных ценных бумаг и его рисков. Хотя отдельные органы регулирования, возможно, видели нарастающие проблемы, властям не хватило политической воли для решительного вмешательства.

Корпоративное управление во многих финансовых институтах подверглось большой нагрузке, вызванной платежно-торговой моделью, стремлением стимулировать наиболее прибыльные предприятия, конкурентным давлением в результате рискованной деятельности других фирм и неспособностью выработать убедительную модель долгосрочного риска. В этих условиях акционеры, советы директоров и высшее руководство не смогли оценить и обуздать риск, который взяли на себя их учреждения. Выступая в октябре 2008 года в Конгрессе США, Алан Гринспэн, бывший председатель Федеральной резервной системы США, заявил: «Те из

нас, кто надеялся, что собственные интересы кредитных учреждений заставят их защищать акционерный капитал, а особенно я сам, сейчас пребывают в состоянии потрясения и недоверия». Таков грозный приговор, вынесенный американской системе корпоративного управления: механизмов корпоративного управления недостаточно, чтобы руководители действовали в долгосрочных интересах акционеров, а не в собственных краткосрочных интересах.

Профилактика

Каждая из причин финансового кризиса заслуживает отдельного рассмотрения, чтобы предотвратить будущие кризисы. Конечно, необходимо помнить, что чисто ретроспективное предотвращение кризисов, подобных тем, которые мы уже пережили, таким, как провал линии Мажино, созданной французскими военными перед Второй мировой войной, не предотвратит будущих кризисов. Вместо этого мы должны понять типы структур, вызывающих кризис, и стремиться создать механизмы заблаговременного выявления новых кризисов и соответствующей реструктуризации регулирования.

Во-первых, макроэкономическое управление должно выявлять «денежные пузыри» и мобилизовать политическую волю для борьбы с ними. Во-вторых, мы должны понять, что реформы в системе регулирования часто имеют циклические мотивы, усугубляя опасные явления. Занимаясь реформой регулирования, мы обязательно должны задаваться вопросом Уоррена Баффета: не увидят ли нас голыми, когда уйдет прилив? В-третьих, финансовое регулирование следует понимать как форму реагирования на противоречия, возникающие между различными стимулами финансовых институтов. Мы должны осознать, что само по себе корпоративное управление может оказаться недостаточным для пресечения близорукого менеджмента. Мы также должны осознать, что у самих акционеров финансовых институтов может не хватить стимулов добиваться, чтобы финансовые институты не допускали чрезмерного риска, понадеявшись на то, что им удастся компенсировать значительную часть риска благодаря страхованию депозитов и финансовой помощи государства. Эта моральная опасность зачастую требует реакции в форме регулирования.



© AP Images

Все больше домовладельцев теряют способность платить по ипотечным кредитам, и на улицах появляются таблички «Дом на продажу»

ДАЛЬНЕЙШИЕ МЕРЫ

В ситуации, когда фирмы не отвечают полностью за риск, связанный с их действиями, или когда руководство фирм не отвечает полностью за риск, связанный с его действиями, часто бывает необходимо внутреннее регулирование. Более того, в ситуации, когда государства не отвечают полностью за риск, связанный с их действиями в области регулирования, необходимо международное регулирование. Проблемы могут перетекать из одной страны в другую: финансовые институты поддерживают плотные международные сети межбанковских отношений, и крах одного из банков может повредить другим. Проблемы могут приобретать международный характер и вследствие конкуренции в сфере регулирования: когда одно государство снижает свои стандарты, оно может повысить на какое-то время конкурентоспособность своих финансовых институтов, нанеся конкурентный ущерб иностранным финансовым институтам. Наконец, экономический спад в США оказывает прямое воздействие на весь мир через торговые-инвестиционные механизмы.

Какое же международное реагирование необходимо в сфере регулирования? Государства должны взять на себя больше ответственности за регулирование плате-

жеспособности своих финансовых институтов, чтобы ограничить риск распространения негативных явлений. Возможно, государствам следует договариваться об объеме такой ответственности.

Но этого будет недостаточно. Следует устранить пороки в области корпоративного управления, побуждающие фирмы идти на чрезмерный риск, либо путем государственного регулирования, либо путем саморегулирования финансового сектора. Международные меры регулирования отобьют у государств охоту снижать внутренние стандарты, дабы повысить конкурентоспособность своих фирм. Базельское регулирование капитала отчасти было направлено именно на это, но в данной области предстоит еще многое сделать.

Наконец, понадобится более трезвое и сдержанное макроэкономическое управление и больше внимания к нуждам других государств в отношении национального макроэкономического управления, чтобы не допустить условий для возникновения «денежных пузырей» или других макроэкономических кризисов. ■

Мнения, высказываемые в этой статье, не обязательно отражают взгляды или политику правительства США.

Эволюция глобальной финансовой системы

Ричард Веддер

В конце 19-го и начале 20-го веков в области международных финансов почти не существовало координации. После Второй мировой войны ситуация резко изменилась, и изменения продолжают по сей день.

Специалист по экономической истории и публичной политике Ричард Веддер – заслуженный профессор экономики в Университете штата Огайо. Среди его книг – «Без работы: трудовая безработица и правительство в Америке в двадцатом веке» и «Американская экономика в исторической перспективе».

Мировое процветание неизмеримо возрастает благодаря росту международных экономических отношений – торговле товарами и услугами, а также миграции труда, капитала и идей по всей планете. Согласно принципу сравнительного преимущества богатство стран увеличивается, когда каждая страна специализируется на тех направлениях экономической деятельности, на которых она может работать с наименьшими затратами. Однако вся эта экономическая деятельность требует финансирования, и для непрерывного роста мировой торговли необходима стабильность мировой финансовой системы. Это осложняется тем фактом, что большинство стран имеет собственную валюту и что правила и нормативные акты, регламентирующие финансовые операции, сильно различаются в каждой стране.

В конце 19-го и начале 20-го веков в области международных финансов почти не существовало координации. Финансовой столицей мира был Лондон, и большинство ведущих торговых стран придерживались



© AP Images
Работницы на фабрике в Мексике шьют одежду для американского рынка

золотого стандарта: другими словами, финансовые обязательства устанавливались в валютах, обмениваемых на золото. Если какая-либо страна тратила слишком много валюты на приобретение импорта или на зарубежные инвестиции, она теряла золотой запас, что вынуждало ее ограничивать денежную массу и кредит, и обычно это вызывало дефляцию. При этом экспорт страны становился более привлекательным, а импорт менее желательным, чем выправлялось нарушение платежного баланса. Многие исследователи считают, что в период с 1871 до 1914 года такая система работала достаточно хорошо.

Первая мировая война вызвала гораздо более мощные международные потоки капитала, чем когда-либо раньше, поскольку европейские страны, такие, как Великобритания и Германия, набрали много долгов перед другими странами, особенно Соединенными

Штатами. Версальский договор 1919 года наложил репарации на Германию, которая начала проводить гиперинфляционную политику, нанесшую ей огромный экономический ущерб. Попытка восстановить золотой стандарт в 1920-х годах была недолговечной: в 1931 году Великобритания навсегда отказалась от полного золотого стандарта, а два года спустя то же самое сделали Соединенные Штаты.

Великая депрессия 1930-х годов была отчасти вызвана резким спадом в международной торговле, объяснявшимся, в частности, высокими таможенными тарифами. Начиная с 1934 года, однако, страны стали снижать разорительные торговые барьеры. Важную роль в этом отношении сыграл принятый в Соединенных Штатах Закон о взаимных торговых соглашениях. Однако возврат к норме в международных финансах был прерван вспыхнувшей в 1939 году Второй мировой войной – самой дорогостоящей войной за все времена, которая, разрушив всю мировую торговлю, вызвала к жизни механизмы международного сотрудничества, способствующие увеличению экономической стабильности и развития.

НОВЫЕ МЕЖДУНАРОДНЫЕ ИНСТИТУТЫ

В период с 1944 по 1960 год произошли многочисленные важные перемены, глубоко изменившие характер международной финансовой системы. Обеспокоенные огромными дефицитами твердой валюты, необходимой для платы за товары и услуги и для восстановления разоренной войной экономики, Джон Мейнард Кейнс из Великобритании и Гарри Декстер Уайт из США предложили на конференции в Бреттон-Вудсе в 1944 году новый международный финансовый порядок. Были созданы Международный валютный фонд (МВФ) и Международный банк реконструкции и развития (МБРР, Всемирный банк).

Предполагалось, что МВФ будет помогать странам, испытывающим проблемы платежного баланса и трудности с поддержанием резервов на необходимом уровне, в соответствии с согласованными валютными курсами на основе золотого паритета. Хотя после 1971 года система золотого паритета распалась, МВФ по-прежнему действует, причем его обязанности расширились. Например, он играет ключевую роль в предотвращении или смягчении национальных и региональных финансовых кризисов, выступая кредитором последней инстанции для стран, испытывающих бюд-

жетную напряженность. Всемирный банк первоначально предоставлял ссуды пострадавшим от войны странам на цели реконструкции, но к 1950-м годам банк расширил сферу кредитования и начал финансирование новых проектов развития. Хотя и МВФ, и Всемирный банк имеют штаб-квартиры в Вашингтоне (учитывая особое значение Америки как глобальной финансовой державы), эти организации поистине интернациональны по своей ориентации и управлению.

Самая важная международная организация – ООН – была создана в Сан-Франциско в 1945 году. Хотя сама она изначально не занималась напрямую экономическими и финансовыми вопросами, данная тематика заняла важное место в работе ее учреждений, таких, как ЮНКТАД (Конференция ООН по торговле и развитию) и ЮНЕСКО (Организация Объединенных наций по вопросам образования, науки и культуры). Особую важность приобрел принцип международной помощи для преодоления финансовой напряженности с принятием Программы США по оздоровлению экономики



Европейский центральный банк во Франкфурте, Германия

© Boris Roessler/dpa/CORBIS



Рабочие у контейнеровоза на причале в порту Тяньцзинь, Китай, в марте 2009 года

© AP Images

щие два десятилетия независимыми странами также стали крупные регионы Азии и Африки. Это значительно ускорило потребность в таких международных финансовых организациях, как МВФ и Всемирный банк. Каждая новая страна обычно создавала свою валюту, которая должна была получить широкое международное признание, нуждалась в заимствовании значительных денежных сумм у зарубежных стран, хотя не всегда могла гарантировать возврат долгов, и часто была вынуждена учиться законности и дисциплине, необходимой в условиях рынка. Такие организации, как МВФ и Всемирный банк, становились все более весомыми в укреплении этих факторов.

(Плану Маршалла) 1948-1952 годов, в рамках которой была предоставлена помощь многим европейским странам. План Маршалла содействовал международному сотрудничеству среди получателей экономической помощи в форме ссуд на общую сумму более 12 млрд. долларов. После 1945 года в период «холодной войны» возникли новые формы политического и экономического регионального сотрудничества в связи с созданием двух военных альянсов – НАТО (Организации Североатлантического договора) и Варшавского пакта государств, дружественных с Советским Союзом.

Начались развиваться и более прямые формы финансовой кооперации, приведшие к созданию системы международных финансовых механизмов. В 1947 году начало действовать Генеральное соглашение о тарифах и торговле (ГАТТ), послужившее основой для серии переговоров (таких, как раунд Кеннеди и Уругвайский раунд), которые в последующие полвека обеспечили резкое снижение барьеров на пути международной торговли, особенно в области товаров и услуг.

МИРОВАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ И ФИНАНСОВАЯ ИНТЕГРАЦИЯ

Финансовые тяготы Второй мировой войны способствовали развалу колониальной системы, и на карте мира появились буквально десятки новых стран. Пожалуй, самым ярким событием стало провозглашение независимости Индии в 1947 году, но в последую-

Подвижкам к мировой финансово-экономической интеграции способствовало возникновение новых важных институтов, особенно в Европе. В 1950 году был создан Европейский платежный союз для борьбы с долларовым дефицитом, осложнявшим международные платежи. Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) начала собирать единообразную экономическую информацию по основным промышленным странам, а в дальнейшем и по странам Азии и Латинской Америки, а также Европы и Северной Америки. Наиболее важным был подписанный в 1957 году Римский договор о создании Европейского экономического сообщества («Общего рынка»), которое из таможенного союза шести стран в 1958 году превратилось в группу из 27 государств, во многом интегрировавших свою экономическую структуру в современный Европейский союз, включая общую валюту (евро), охватывающую более половины региона, и центральный банк ЕС.

Примеру Европы следовали и в других местах, в гораздо меньшем масштабе, причем страны Азии, Африки и Латинской Америки стремились к экономической интеграции более регионального характера. Азиатский банк развития, например, объединяет примерно 40 стран, содействуя созданию и поддержанию свободного потока капитала в одном из важнейших регионов мира (в 2008 году он предоставил кредиты на сумму свыше 10 млрд. долларов), а Североамериканское соглашение о свободной торговле

(НАФТА) 1994 года распространило принципы таможенного союза на оба американских континента.

Важное значение имеет дальнейшее расширение мировой финансовой системы в следующих четырех направлениях. В 1995 году на смену ГАТТ пришла Всемирная торговая организация (ВТО), получившая широкие полномочия на укрепление международных стандартов в торговле и трансграничных финансовых операциях. «Большая семерка» (G-7), первоначально представлявшая собой совещание министров финансов семи ведущих промышленно развитых стран, расширилась численно и теперь охватывает 20 стран («Большая двадцатка» G-20), представители которых регулярно встречаются для согласования руководства международными экономическими и финансовыми механизмами. Другие конференции, проводимые неправительственными структурами, особенно в Давосе (Швейцария), сводят вместе руководителей корпораций и финансовых групп, часто определяющих пути дальнейших реформ. Наконец, был заключен ряд многосторонних налоговых договоров с целью в определенной степени стандартизировать налоговый режим для участников международной деятельности; в последнее время малые страны, служившие «налоговыми убежищами», согласились изменить свои положения о банковской тайне для пресечения попыток неуплаты налогов.

КООРДИНАЦИЯ – КЛЮЧЕВОЙ ФАКТОР

Меняющаяся глобальная финансовая система стала как причиной, так и следствием быстрого роста глобализации. Для экономики большинства стран международная торговля играет значительно более важную роль, чем одно или два поколения назад. Международные потоки капитала чрезвычайно выросли.

Помимо этого, такие институты, как МВФ и Всемирный банк, играют решающую роль как для финансирования долгосрочных потребностей в области развития, так и в плане стабилизации шатких финансовых систем. Двумя примечательными примерами служат финансовые кризисы 1998 года, начавшиеся в Азии, но в итоге распространившиеся за ее пределы, особенно в России, и всемирный кризис 2008 года, который подверг суровому испытанию финансовые институты и экономики по всему миру. В обоих случаях МВФ и Всемирный банк осуществили важные финансовые вливания в пострадавших странах, таких, как Таиланд и Россия. Например, подразделение

Всемирного банка, занимающееся развитием, предоставляет «мягкие» ссуды на общую сумму около 10 млрд. долларов в год. Кроме того, проводятся совещания руководителей центральных банков и министров финансов крупнейших стран, которые координируют предоставление кредита во избежание паники и потенциального краха ведущих банков, страховых компаний и других финансовых институтов.



Изображения иностранных банкнот в торговом районе пакистанского города Карачи в октябре 2008 года

С усилением международного экономического и финансового взаимодействия небывало возросла потребность в установлении согласованных норм поведения – единообразных правилах бухгалтерской отчетности, международных стандартах допустимых действий, определение условий предоставления чрезвычайных ссуд и тому подобное. Несомненно, существующие институты будут и впредь меняться – возможно, путем создания новой зонтичной организации, охватывающей все аспекты финансового регулирования. ■

Мнения, высказываемые в этой статье, не обязательно отражают взгляды или политику правительства США.

Глоссарий

«Большая двадцатка»

Учрежденная в 1999 году группа министров финансов и управляющих центральными банками двадцати промышленно развитых и развивающихся стран, которая на своих заседаниях обсуждает ключевые проблемы мировой экономики.

Бреттон-Вудс

Конференция, проведенная в 1944 году в Бреттон-Вудсе, штат Нью-Хэмпшир, выработала структуру международной валютной системы после Второй мировой войны и создала Международный валютный фонд (МВФ) и Всемирный банк. Была достигнута договоренность, что валютные курсы стран-членов МВФ будут привязаны к доллару с отклонением не более 1 процента выше или ниже согласованного курса.

Внешний эффект

Побочное воздействие экономической сделки на людей, которые к ней непрямые. Классический негативный пример – загрязнение воздуха, создаваемое электростанцией.

Всемирный банк

Организация, специализирующаяся на валютных резервах и внешнеторговом балансе.

Дериватив

Финансовый контракт, цена которого устанавливается исходя из цены другого, базового актива, такого, как акции, облигации, товар, валюта, процентные ставки и рыночные индексы. Большинство деривативов характеризуются высоким леведреджем, то есть инвестор оплачивает лишь небольшую часть реальной стоимости контракта, а остальную сумму занимает у продавца или брокера.

«Дот-ком»

Компания, работающая через интернет; без существования интернета ее бизнес-модель была бы невозможной. Хотя термин «дот-ком» обычно относят к современным компаниям, он также используется для

обозначения фирм, применявших ту же бизнес-модель в конце 1990-х годов.

Корпоративное управление

Действующая внутри компании система, охватывающая политику, процедуры и кадры, которая служит потребностям акционеров и других заинтересованных лиц, направляя и контролируя управленческую деятельность с помощью деловых навыков, объективности, подотчетности и честности. Эффективное корпоративное управление опирается на приверженность внешним рынкам и законодательству, а также на здоровую культуру в совете директоров, гарантирующую надлежащую политику и процедуры.

Кредитный долговой своп

Контракт между покупателем и продавцом кредитной защиты. Покупатель производит ряд платежей продавцу, а взамен получает вознаграждение при дефолте (невыплате) облигации или займа. Контракты на кредитные долговые свопы сравнимы со страхованием, поскольку покупатель платит надбавку, а в обмен получает денежную сумму в случае, если наступает одно из определенных событий.

Лейк-Вобегон

«Городок, который забыло время и не могут улучшить десятилетия», как характеризует его ведущий радишоу Гаррисон Кейлор. Уже 30 лет Кейлор делится со слушателями еженедельной передачи «Компаньоны» свежими новостями из вымышленного города, где «все женщины сильны, все мужчины привлекательны, а все дети обладают способностями выше среднего».

Ликвидность

Способность актива конвертироваться в наличные деньги быстро и без потерь в цене.

Макроэкономика

Отрасль экономики, описывающая эффективность, структуру и поведение национальной экономики в

целом, в отличие от уровня подгрупп или отдельных лиц (так называемая микроэкономика). Помогает определить совокупное воздействие той или иной политики на экономику в целом.

Маржа

Минимальная сумма обеспечения в наличных деньгах или ценных бумагах, которую обязан иметь на своих счетах инвестор для торговли теми или иными инвестиционными инструментами. Маржой также называется разность между рыночной стоимостью инвестиционного инструмента и размером ссуды, которую брокер предоставляет инвестору для покупки инвестиции.

Международный валютный фонд

Организация, созданная в 1944 году для снижения торговых барьеров между странами и для стабилизации валют путем мониторинга обменных систем стран-членов и кредитования развивающихся стран.

Пузырь

Ситуация, которая может возникнуть, когда цена того или иного актива возрастает несравнимо выше его реальной стоимости. Предполагается, что каждый следующий покупатель готов заплатить за актив еще больше. Крупные спекулятивные экономические пузыри, возникающие время от времени, часто приводят к разрушительным последствиям. Порой они вызываются необъяснимыми явлениями (прихотями или модой), а иногда бывают обусловлены манипуляциями отдельных лиц или корпораций.

Секьюритизация

Процесс объединения однородных инструментов, таких, как займы или ипотечные кредиты, в свободно обращающиеся ценные бумаги.

Субстандартные ссуды

Ссуды людям с неудовлетворительной или ограниченной кредитной историей. Характеризуются более высокой процентной ставкой, чем стандартные ссуды, для компенсации кредитного риска. Субстандартное кредитование возникло в ответ на рыночный спрос на ссуды для заемщиков с высоким уровнем риска и подпорченной кредитной историей.

Федеральная резервная система

Центральный банк США, обеспечивающий страну безопасной, гибкой и стабильной валютно-финансовой системой.

Эффект богатства

Склонность потребителей тратить больше денег, считая, что они стали богаче. Порой они действительно становятся богаче (объективно – например, при получении бонуса или повышении заработной платы), или же у них появляется ощущение, что они стали богаче (например, когда возрастает оценка стоимости их жилья или дорожают акции, которыми они владеют).

Fannie Mae

Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Federal National Mortgage Association) – корпорация, созданная по решению Конгресса США, которая скупает ипотечные кредиты на вторичном рынке, объединяет их в пулы и продает в качестве ипотечных ценных бумаг инвесторам на открытом рынке. Ежемесячные платежи по основному долгу и процентам гарантируются корпорацией Fannie Mae, но не правительством США.

Freddie Mac

Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита (Federal Home Loan Mortgage Corporation) – государственная корпорация, скупающая обеспеченные ипотечные кредиты у финансовых учреждений-эмитентов, обращающая займы в ценные бумаги и распространяющая их через сеть посредников. Ценные бумаги не обеспечиваются правительством США. Рыночная стоимость этих ценных бумаг вплоть до погашения не гарантируется и подвержена колебаниям.

Определения адаптированы из глоссариев, размещенных в онлайн по адресам <http://www.investorwords.com>, <http://www.economist.com/research/economics/>, <http://encyclopedia.thefreedictionary.com>, и другим источникам в интернете.

Книги, статьи, доклады, веб-сайты и видеоматериалы

КНИГИ И СТАТЬИ

Ahamed, Liaquat. *Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World.* New York, NY: Penguin Press, 2009.

Allen, Franklin, and Douglas Gale. *Understanding Financial Crises.* New York, NY: Oxford University Press, 2007.

Drezner, Daniel W. *All Politics Is Global: Explaining International Regulatory Regimes.* Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008.

Florida, Richard. «How the Crash Will Reshape America.» *The Atlantic Online* (March 2009). <http://www.theatlantic.com/doc/200903/meltdown-geography>

Fraser, Steve. *Wall Street: America's Dream Palace.* New Haven, CT: Yale University Press, 2008.

Gjerstad, Steven, and Vernon L. Smith. «From Bubble to Depression?» *Wall Street Journal Online* (April 6, 2009). <http://online.wsj.com/article/SB123897612802791281.html>

Krugman, Paul R. *International Economics: Theory and Policy.* Boston, MA: Pearson/Addison Wesley, 2009.

Hogan, Michael. «Niall Ferguson: America Needs to Cancel Its Debt.» *Vanity Fair: Politics and Power Blog* (January 20, 2009). <http://www.vanityfair.com/online/politics/2009/01/niall-ferguson-america-needs-to-cancel-its-debt.html>

Murphy, Dan. «Stimulus Goes Global. Will It Be Enough?» *Christian Science Monitor Online* (January 9, 2009). <http://www.csmonitor.com/2009/0109/p12s01-wogn.html>

Rebonato, Riccardo. *Plight of the Fortune Tellers: Why We Need to Manage Financial Risk Differently.* Princeton, NJ: Princeton University Press, 2007.

Shiller, Robert. *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do About It.* Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008.

Soros, George. *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means.* New York, NY: Public Affairs, 2008.

Taleb, Nassim Nicholas. «The Fourth Quadrant: A Map of the Limits of Statistics.» *Edge* (2008). http://www.edge.org/3rd_culture/taleb08/taleb08_index.html

Wolf, Martin. *Fixing Global Finance.* Baltimore, MD: Johns Hopkins University Press, 2008.

ДОКЛАДЫ

Carlson, Mark. *Alternatives for Distressed Banks and the Panics of the Great Depression.* Washington, DC: Federal Reserve Board, 2008. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2008/200807/200807abs.html>

Elwell, Craig K. *Dollar Crisis: Prospect and Implications.* Washington, DC: Congressional Research Service, January 8, 2008. http://assets.opencrs.com/rpts/RL34311_20080108.pdf

«**Financial Bailout.**» *CQ Researcher* (October 24, 2008).

Jackson, James K. *The Financial Crisis: Impact on and Response by the European Union.* Washington, DC: Congressional Research Service, March 9, 2009. http://assets.opencrs.com/rpts/R40415_20090309.pdf

Jinkling, Mark. *Causes of the Financial Crisis.* Washington, DC: Congressional Research Service, January 29, 2009. http://www.taxpayer.net/user_uploads/file/Reports/CRS/1-29-09%20CRS%20Causes%20of%20the%20Financial%20Crisis.pdf

Morrison, Wayne M. *China and the Global Financial Crisis: Implications for the United States*. Washington, DC: Congressional Research Service, February 9, 2009. http://assets.opencrs.com/rpts/RS22984_20090209.pdf

ВЕБ-САЙТЫ

CNN: Путь к оздоровлению.

Экономические новости и анализ проблем на финансовых рынках США. <http://money.cnn.com/news/specials/crisiswallstreet/2008/>

Совет по международным отношениям: Кризис глобальной экономики.

Мнения экспертов, интервью, справочная информация, подкасты, список рекомендуемой литературы и важные документы, диаграммы и схемы. <http://www.cfr.org/thinktank/greenberg/>

Правление Федеральной резервной системы: О ФРС.

Справочная информация о Федеральной резервной системе, которая выполняет роль Центрального банка Соединенных Штатов. На сайте рассказывается о принятом в 1913 году Законе о федеральной резервной системе (которым была создана ФРС), структуре ФРС, ее целях и функциях, Совете управляющих ФРС, входящих в ее состав банках и их президентах. <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/default.htm>

Международный валютный фонд: Финансовый кризис.

<http://www.ft.com/indepth/capitalism-future>

«Большая двадцатка»:

Веб-сайт министров финансов и председателей центральных банков стран «Большой двадцатки». Историческая справка и часто задаваемые вопросы о «Большой двадцатке», описание рабочих групп, пресс-релизы и публикации с саммитов, встреч рабочих групп и других мероприятий. Приводятся ссылки к сайтам центральных банков и государственных служб стран-членов «Большой двадцатки». <http://www.g20.org/> <http://www.g20.org/>

Международный валютный фонд: Финансовый кризис.

<http://www.imf.org/external/np/exr/key/finstab.htm>

New York Times: Кризис кредитной системы. Главное.

http://topics.nytimes.com/topics/reference/timestopics/subjects/c/credit_crisis/index.html

Центр международных финансов и развития при университете штата Айова: Глобальный финансовый кризис.

http://www.uiowa.edu/ifdebook/issues/financial_crisis/index.shtml

На сайте приводятся временная шкала:

http://www.uiowa.edu/ifdebook/timeline/Financial_Crisis_Timeline.pdf

и заявления мировых лидеров:

http://www.uiowa.edu/ifdebook/issues/financial_crisis/links/statements.shtml

Всемирный банк: Финансовый кризис.

<http://www.worldbank.org/html/extdr/financialcrisis/>

ВИДЕОМАТЕРИАЛЫ

Academic Earth: Анализ причин финансового кризиса.

Сделанные в Йельском университете видеозаписи лекций авторитетных экспертов и преподавателей университета.

<http://academicearth.org/playlists/financial-crisis>

Эволюция денег (2009 год)

Режиссер: Адриан Пенник

Продолжительность: 120 минут

Краткое содержание: Найалл Фергюсон, преподаватель истории Гарвардского университета, прослеживает эволюцию денег и приводит доводы в пользу того, что финансовая история играет, по сути дела, определяющую роль в истории человечества. Рассматривая «горячие точки» финансовой истории всего мира, Фергюсон освещает основные экономические понятия и беседует с ведущими специалистами в финансовой области.

<http://www.pbs.org/wnet/ascentofmoney/>

Передняя линия: анализ кризиса (2009 год)

Режиссер: Майкл Керк

Продолжительность: 60 минут

Краткое содержание: Рассказ о том, каким образом США оказались в самом серьезном финансовом кризисе с 1929 года.

<http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/meltdown/>

США – страна-должник (2008 год)

Режиссер: Патрик Кридон

Продолжительность: 85 минут

Краткое содержание: Рассматривается тема быстрорастущего государственного долга и его последствий для Соединенных Штатов. В фильме приводятся интервью как с рядовыми американскими налогоплательщиками, так и с государственными должностными лицами, в которых развеиваются мифы о финансовой практике и политике США. Камера сопровождает руководителя Главного контрольно-финансового управления США Дэвида Уокера в его поездке по стране, в ходе которой он объясняет гражданам несостоятельность американской финансово-бюджетной политики. Создатели фильма используют архивные кадры и экономические данные для описания текущей экономической ситуации Соединенных Штатов.

<http://www.imdb.com/title/tt0963807/>

Кредит исчерпан: тяжелые времена, легкодоступные ссуды и эра хищных кредиторов (2006 год)

Режиссер: Джеймс Скерлок

Продолжительность: 90 минут

Краткое содержание: Когда разрушительный ураган «Катрина» пронесся над американским побережьем Мексиканского залива, он обнажил неприятную реальность: Америка не только далека от того, чтобы являться богатейшей страной мира, она трещит под ошеломляющим бременем индивидуального и государственного долга. В фильме показывается, как в действительности работает современная финансовая отрасль, объясняется истинное определение термина «приоритетный клиент» и рассказывается о том, почему бедные становятся беднее, а богатые становятся богаче.

<http://www.imdb.com/title/tt0762117/>

Государственный департамент США не несет ответственности за содержание и доступность ресурсов, перечисленных выше. Все ссылки на ресурсы интернета приводятся по состоянию на май 2009 года.

now on facebook



ENGAGING THE WORLD



A MONTHLY JOURNAL
IN MULTIPLE LANGUAGES

<http://america.gov/publications/ejournalusa.html>

U.S. Department of State, Bureau of International Information Programs