

НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ – ВРАГ ВЛОЖЕНИЙ

Первое восстановление после рецессии, которое я наблюдал как начинающий экономист, произошло в 1949 г. Я тогда только присоединился к команде Conference Board, и каждый наш аналитик внимательно следил за редким экономическим феноменом. В 1945 г., когда резко упали военные расходы, развитие американской экономики, конечно, запнулось. Но выпуск потребительских товаров с конца 1945 и в течение всего 1946 г. рос, чтобы восполнить запасы после долгих лет дефицита и экономии. Однако ускоренное накопление запасов не могло продолжаться долго, и объем производства в конце 1948 г. и в 1949 г. снизился. Спад, связанный с затовариванием, впрочем, продолжался недолго. В 1946 г. количество браков достигло пика в 2,3 млн, а год спустя начался беби-бум. Новые домохозяйства внесли свой вклад в бум на рынке жилья послевоенных лет. В 1950 г. количество односемейных домов доросло до беспрецедентных 1,2 млн единиц. Резкий рост жилищного строительства стал главной движущей силой восстановления экономики. Тогда я не знал, что циклический характер строительства будет доминировать в американском экономическом цикле более полувека.

Действительно, частное строительство было ключевым фактором всех процессов восстановления после 1949 г. за исключением 2009 г. Строительство нежилой и, особенно, жилой недвижимости играло важную роль в 10 восстановлениях экономики в послевоенной Америке.

Но доля строительства в ВВП, резко упавшая после кризиса 2008 г., так и не восстановилась даже после официально объявленного конца рецессии во втором квартале 2009 г. (пример 7.1)¹. Глубокое нежелание бизнеса и домохозяйств вкладывать средства в проекты со сроком, равным средней продолжительности жизни или более 20 лет (в основном здания), объясняет слабую активность бизнеса и рост уровня безработицы после дефолта Lehman Brothers в сентябре 2008 г. (см. пояснение 7.1).

ПОЯСНЕНИЕ 7.1. СРОКИ И ВВП

Для оценки уровня нежелания инвестировать в долгосрочные активы я составил временной ряд средних сроков расходов на личное потребление и долгосрочных частных капиталовложений (вместе они оставляют 1/10 совокупного ВВП). Программное обеспечение, согласно Бюро экономического анализа, «живет» 3,5 года, нежилые помещения — 38 лет, а жилые дома — 75 лет. Там, где не было официальных оценок, я вставлял недостающие цифры сам, в основном для краткосрочных услуг — например, для стрижки — 1 месяц. Как и следовало ожидать, этот ряд изменяется параллельно доле строительства в ВВП. Кроме строительства многие компоненты ВВП восстанавливались более менее так, как того следовало ожидать при «нормальном» восстановлении.

Желание бизнес-сообщества инвестировать в основные средства, как отмечено в главе 4, лучше всего отражается в доле ликвидного денежного потока, которую нефинансовые компании тратят на трудно ликвидируемое оборудование и здания, — коэффициенте капиталовложений². Это полезный показатель уверенности бизнеса в будущем. Бизнес ориентируется не на то, что говорят люди, а на то, что делает он сам. В 2009 г. этот коэффициент упал до своих самых низких значений в мирное время с 1938 г. (пример 7.2)³.

Более релевантным с экономической точки зрения является рыночное «объяснение» коэффициента капиталовложений. Как видно в примере 7.3, уровень загрузки производственных мощностей несельско-

хозяйственных компаний является важной объясняющей переменной наблюдаемой дисперсии, что вполне понятно. Менее очевидно очень существенное влияние на капиталовложения дефицита федерального бюджета с учетом циклического изменения. Эффект вытеснения под влиянием дефицита федерального бюджета освещен в главе 9. Точно так же спред процентных ставок (с учетом циклических изменений) между 35-летними и 5-летними казначейскими облигациями, в настоящий момент самый большой в истории, отражает повышенную неуверенность в будущем за пределами пятилетнего периода и объясняет, почему долгосрочные активы так сильно дисконтируются и обесцениваются в последние годы. (Более детальную статистику по коэффициенту капиталовложений см. в приложении В.)

Физические лица демонстрировали точно такое же нежелание инвестировать в долгосрочные активы. Их низкая активность выражалась в резком падении стоимости приобретаемых неликвидных домов⁴ как доли валовых сбережений домохозяйств (эквивалент денежного потока в бизнесе)⁵. В 2010 г. эта доля упала до послевоенного минимума, отражая перенаправление валовых сбережений с капиталовложений в неликвидные активы на погашение ипотечных кредитов и потребительского долга, а также на накопление ликвидных активов. Беспокоясь о будущем своих финансов, домохозяйства сократили вложения своих сбережений в активы, которые трудно продать без потерь. Признаки восстановления становились все более заметными, когда навес из незанятых домов сократился. Цены на дома отыграли почти половину своих потерь. Однако количество домов в собственности, как доля занятых жилищных единиц в первом квартале 2014 г. так и не продемонстрировало признаков восстановления.

Короче говоря, резкий рост неприятия риска инвестиций в долгосрочные вложения вызвал эквивалентное сокращение долгосрочных обязательств и домохозяйств, и бизнеса. Поскольку мировая экономика обвалилась, обе группы развернулись и начали экономить, резко переключившись с долгосрочных инвестиций на краткосрочные с акцентом на накоплении денежных средств и погашении долгов.

В годы бума перед крахом 2008 г. руководителей компаний привлекала более высокая, несмотря на более весомые риски, рентабельность

долгосрочных инвестиций, а домохозяйства — (до 2006 г.) — перспектива прироста капитала в результате роста цен на дома, находящихся в собственности^{6,7}. Предложения *выше* последней запрашиваемой цены на дома были общей практикой, поскольку встревоженные покупатели, подчиняясь стадному чувству, хотели наверняка получить дом своей мечты. Количество домов в собственности росло на 1,3 млн ежегодно между 2001 и 2004 г.⁸, став принципиально важным фактором роста.

Денежный поток и прирост капитала являются доминирующими факторами при принятии решений относительно капиталовложений бизнеса. Использование денежного потока не бесплатно, т. к. его можно направить на финансирование капиталовложений, наращивание денежного остатка или погашение долга. Таким образом, на коэффициент капиталовложений помимо внутренней стоимости проектов сильно влияет уверенность бизнеса в завтрашнем дне. Он высок в периоды процветания (являясь в то же время их основной причиной) и низок в периоды спада. Коэффициент капиталовложений в мирное время не превышал 1,29 (за исключением 1974 г.) и не падал ниже 0,67 с 1938 г. (пример 7.2). Эти данные говорят о том, что уровень использования заемных средств при инвестировании относительно жестко ограничен. Эту проблему я разбирал в главе 4.

СОКРАЩЕНИЕ ЗАТРАТ ПРЕЖДЕ ВСЕГО

Оказалось, что существенный рост прибыльности внутренних нефинансовых компаний с весны 2009 г. до конца 2010 г. практически полностью обусловлен повышением почасовой производительности, которое, скорее всего, стало результатом инвестиций в эффективные средства производства⁹. В течение продолжительного периода роста экономической активности между 1983 и 2006 г.¹⁰, капиталовложения были рискованными, с высокой долей заемных средств, и направлялись они в основном в расширение производства. От них ожидали — и получали — высокую рентабельность. Инвестиции в снижение затрат в те годы, хотя их прибыльность была ненамного ниже,

отличались значительно меньшим риском, чем вложения в расширение производства. Обсуждая этот вопрос с руководителями компаний в тот период, пронизанный духом эйфории, я чувствовал, что многие из них с неохотой шли на финансирование сокращения затрат, отчасти потому, что считали такие инвестиции отвлечением денежных средств от более прибыльных вложений в расширение производства. Более того, во времена бума и эйфории инвесторы в большинстве своем избегают «скучных» проектов, связанных с сокращением затрат и увольнением людей.

После кризиса 2008 г. капиталовложения в расширение производства резко сократились, а инвестиции в сокращение затрат, забытые за долгие времена экономического роста, стали перспективными. Нежелание увольнять работников исчезло. Результатом стал значительный рост рентабельности и прибыли в четвертом квартале 2010 г. (см. пояснение 7.2).

ПОЯСНЕНИЕ 7.2. ИНВЕСТИЦИИ В СОКРАЩЕНИЕ ЗАТРАТ МЕНЕЕ РИСКОВАННЫ

В отличие от неликвидных вложений в обеспечение роста замена существующего оборудования на более экономичное почти всегда безопаснее и определеннее, и для ее санкционирования требуется значительно меньшая рентабельность инвестиций. Причина в том, что в расчете не участвует потенциальный рост спроса на новом рынке, источник значительной неопределенности. Для инвестиций в сокращение затрат экономисты могут считать ожидаемый будущий спрос равным существующему спросу и оценивать только альтернативы существующему оборудованию для удовлетворения этого спроса. Дисперсия рентабельности инвестиции в снижение затрат значительно меньше дисперсии в случае более рискованных проектов по расширению. Приемлемая рентабельность проектов по снижению затрат, таким образом, оказывается ниже той, что требуется для вложений в проекты по расширению.

ПОЛНОГО ВОССТАНОВЛЕНИЯ НЕ ПРОИЗОШЛО

Инвестиций в долгоживущие активы (здания) начали сторониться. Они намного более чувствительны к неопределенности, чем инвестиции в короткоживущие активы (оборудование или программное обеспечение)¹¹. Таким образом, чем выше ожидаемый срок инвестиций, тем большая доходность нужна для их оправдания. На моей памяти, эта склонность никогда не была столь очевидной, как в период медленного восстановления сразу после кризиса 2008 г.

Я обнаружил, что спред доходностей 5-летней казначейской ноты и 30-летней казначейской облигации является самым полезным инструментом измерения неопределенности за пятилетним горизонтом и, таким образом, за рамками влияния большей части факторов экономического цикла. Он отражает уровень неопределенности, связанный с ожиданиями в отношении инфляции, налогообложения, изменения климата, будущих технологий и бесчисленного количества других событий, которые идентифицированы лишь частично, но могут изменить инвестиционные планы в очень долгосрочной перспективе¹².

Отказ от приобретения жилья в собственность, долгосрочных обязательств по коммерческой аренде и строительства новых фабрик привел к резкому, более чем 40%-ному сокращению нового строительства в реальном выражении от пика цикла в 2006 г. до его дна в первом квартале 2011 г. Рост цен на дома в последние два года дает надежду на то, что давящий навес незанятых односемейных домов исчез. Тем не менее количество односемейных домов, строительство которых началось в мае 2014 г., составляет всего треть от максимума 2006 г.

РАЗРЫВ

Крах строительного сектора в 2008–2011 гг. высветил огромный разрыв между реальными темпами роста совокупного ВВП и ВВП за вычетом частного строительства. Доля частных капиталовложений в основные средства, направляемые на строительство, снижается с 1955 г. (она упала более чем на треть к 2011 г.). После краха 2008 г. доля строительного

сектора резко отклонилась вниз от относительно исторического тренда, что привело к более чем 2%-ному росту уровня безработицы¹³ к первому кварталу 2011 г. (пример 7.6)¹⁴. С тех пор это отклонение частично сгладилось. Разрыв, представленный отношением уровня занятости к общему количеству людей, снимающих (и/или имеющих собственное) жилье, вызывает значительно большую тревогу.

В результате сложилась двухуровневая экономика: одна ее часть (более 90%), связанная с производством товаров и услуг со сроком службы менее 20 лет, и с 2009 г. работающая с довольно приличным использованием потенциала; и вторая часть (оставшиеся виды экономической деятельности), связанная с созданием всего, что имеет срок службы более 20 лет (практически все строительство), и использующая едва ли больше половины потенциала. Перекос, как я уже отмечал, вылился в резкое снижение ожидаемой прибыльности вложений в коммерческие здания и вмененной доходности владения жильем (в основном ожидаемый инфляционный рост цен на жилье) в результате дисконтирования по более высоким ставкам, связанным долгосрочными активами. Повышенные ставки дисконтирования привели к резкому сокращению объема таких инвестиций. Существенная часть реального ВВП фактически была «положена на полку» и изъята из перспективного объема производства. Разрыв ВВП, по данным Бюджетного управления Конгресса, показатель экономического спада, составляет 5% (пример 7.7). Дефицит фактического спроса также подавляет спрос на кредиты (см. главу 13). По всей видимости, пока сохраняется текущий уровень неопределенности, непропорциональная потеря инвестиций в долгосрочные активы так и будет стоять на пути к полному восстановлению¹⁵.

ОТКАЗ ОТ ИНВЕСТИЦИЙ

Никто не спорит, что бизнес потерял интерес к инвестициям в долгосрочные активы. Ключевой вопрос — почему? Несмотря на то, что подавляющая часть бизнес-сообщества видит причину резкого роста страхов и неопределенности в экономическом крахе¹⁶, многие считают, что сохранение этих настроений после начала восстановления

экономики в 2009 г. в значительной мере является результатом масштабных действий правительства по ускорению оздоровления экономики и по регулированию финансов. Действительность в основном подтверждает такое мнение.

РАЗНОГЛАСИЯ В ОТНОШЕНИИ ПОЛИТИКИ

Неудивительно, что в эти невероятно сложные времена между людьми, определяющими политику, и экономистами возникли разногласия по масштабам вмешательства правительства в экономику. Практически все соглашаются с тем, что активная правительственная политика была необходима сразу после банкротства Lehman Brothers, когда многие рынки овернайт перестали функционировать — событие, наблюдаемое раз в 100 лет. Потребность в специальной политике возникла из-за уникальности рыночного краха 2008 г. — во всех предыдущих кризисах цены падали, но рыночные структуры оставались нетронутыми¹⁷. Возврата рыночных цен к равновесию не происходит, когда рыночная структура не функционирует нормально. Силы, обеспечивающие саморегулирование свободного рынка, перестают действовать. В таких условиях замена частного кредита на суверенный принципиально важна для быстрого восстановления рыночной структуры. Поддержка банков со стороны Министерства финансов США через Программу выкупа проблемных активов (TARP), а также поддержка, например, рынка коммерческих бумаг и взаимных фондов денежного рынка со стороны ФРС была критически важной для прекращения свободного падения. К началу 2009 г., однако, все финансовые рынки уже функционировали.

Именно поэтому продолжение вмешательства правительства, вылившееся в массивную федеральную программу налогового стимулирования 2009 г. стоимостью \$830 млрд¹⁸ (закон о восстановлении экономики и реинвестировании¹⁹) в дополнение к дотациям на жилищное строительство и приобретение транспортных средств и бесчисленным мерам по регулированию, вызывает вопросы. Проявления этого случающегося раз в жизни события таковы, что лица, определяющие

политику, и экономисты могут предлагать разные, внешне обоснованные расклады сил, которые управляют современными экономиками. На деле различия сводятся к двум фундаментальным подходам к экономике — на чем она будет строиться: на принципах свободного рынка или на иных принципах. Если бы единое понимание того, как работают капиталистические рынки, существовало, то, на мой взгляд, разногласия между лицами, определяющими экономическую политику, давным-давно были бы устранены. К сожалению, это не так.

ГЛУБОКОЕ РАЗМЕЖЕВАНИЕ

Труднее всего устранить разногласия специалистов по прогнозированию или, если взять шире, экономистов относительно концептуальной основы моделей, описывающих взаимодействие элементов рыночной экономики и принципы функционирования экономического мира. Многие, если не большинство, ключевые взаимосвязи недоступны для прямого наблюдения, например форма кривых спроса и предложения, определяемая ценами и процентными ставками. Мы никогда не видим внутренний рыночный процесс непосредственно, поскольку он существует исключительно в виде абстрактной математической конструкции, созданной экономистами. Пожалуй, самое серьезное расхождение между «либералами» и «консерваторами» среди тех, кто определяет экономическую политику, это степень, в которой каждый из них уверен в способности «рыночной экономики» быть конкурентоспособной, гибкой и, соответственно, саморегулируемой. Устанавливаемые правительством расходы и налоги (налогово-бюджетная политика) или процентные ставки центрального банка (денежно-кредитная политика) представляют собой неподдающиеся непосредственному наблюдению причинно-следственные связи, через которые эти политики влияют на экономические результаты. Короче говоря, все прогнозы экономического развития в конечном счете основываются на том, как каждый аналитик соотносит реальные данные (*ex post*), полученные на рынке, с всеобъемлющей предполагаемой (*ex ante*) концепцией того, как работает экономика²⁰.

В процессе развития финансового кризиса 2008 г. мы получили редкую возможность получить определенное представление о том, как работают финансовые рынки в условиях экстремального стресса. Полвека назад экономисты полагали, что кривая распределения рисков рыночных исходов имеет колоколообразную форму (т. е. представляет собой нормальное распределение), а исходы определяются исключительно случайным образом, как в ситуации с подбрасыванием монеты. Позднее, в послевоенные годы, стало очевидно, что хвостовых событий (т. е. экстремальных исходов, ранее считавшихся маловероятными) значительно больше, чем предполагает нормальное распределение. Утром 19 октября 1987 г., например, перед открытием Нью-Йоркской фондовой биржи, вероятность 20%-ного обрушения акций в этот день, принимая во внимание все предшествующие однодневные падения, была 1:10 000, а скорее всего, 1:1 000 000. Но оно случилось. И в период, предшествовавший началу кризиса 2008 г., происходило немало событий, которые, даже постаравшись, было трудно объяснить с общепринятой точки зрения.

Экономисты, отрезвленные большим количеством такого рода маловероятных исходов, начали склоняться к распределениям с более толстыми хвостами. Но когда в 2007–2009 гг. мы увидели результаты кризиса, стало ясно, что «экстремальные» хвосты с учетом таких исходов, как кризис 2008 г., были еще толще — «очень маловероятные» катастрофические рыночные крахи стали происходить слишком часто. Анализ данных изменил взгляды на то, как действует финансовый риск — мои взгляды, в частности (см. приложение А).

Ужасно, когда реальный мир идет против дорогой сердцу парадигмы или, говоря словами Томаса Хаксли, знаменитого биолога XIX в., «уничтожает прекрасную гипотезу всего лишь одним скверненьким фактиком»²¹. Ученые-физики сталкиваются с тем же, что и экономисты, а также все прочие специалисты по общественным наукам, но мир, с которым они имеют дело, намного более стабилен и предсказуем, чем экономическая реальность²². Причуды человеческой природы не влияют на физический мир. Законы физики, например, однажды определенные, редко пересматриваются. Тем не менее и между физиками есть разногласия. Альберт Эйнштейн так и не смог смириться с вероятностной

природой квантовой механики. Как гласит его известное изречение, «Бог не играет в кости с мирозданием». Он искал в мире не вероятность, а определенность.

ПОДКЛЮЧАЕТСЯ ПОЛИТИКА

Как я отмечал, центральным моментом в политическом противостоянии в посткризисные годы была дискуссия о том, являются ли свободные рынки полностью саморегулируемыми, или, как считают многие, если не большинство экономистов и лиц, принимающих политические решения, рынки, ведомые порочной человеческой природой, требуют регулирования, налогового стимулирования, включая поддержку тех, кто потерпел неудачу на саморегулируемых рынках.

Во время кризиса 2008 г. падение цен на акции практически ничем не сдерживалось*. Конечно, более чем удвоившийся осенью 2008 г. баланс ФРС способствовал снижению реальных долгосрочных процентных ставок, а это, при прочих равных условиях, ведет к понижению доходности и подъему цены обыкновенных акций. Однако, принимая во внимание беспрецедентную неуверенность после дефолта Lehman, дополнительные объяснения этого классического пика продаж и последующего отскока цен не требуются. Тем не менее глядя на то, как падение процентных ставок повлияло на последующий глобальный взлет цен на активы в 2000–2005 гг. (см. главу 3), в этом нельзя не сомневаться.

Продолжавшаяся месяц активная продажа акций, которая закончилась лишь 9 марта 2009 г., сгладила перекосы рынка и сформировала ценовое дно²³. Не обремененный долговыми обязательствами уровень цен почти утроился и компенсировал все потери, понесенные после исторического максимума октября 2007 г. Пределы, в которых рынки, если их отпустить, саморегулируются, являются ключевым элементом в политических дебатах. Дисбалансы свободного рынка устраняются

* В конце 2008 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам выпустила перечень акций, короткая продажа которых запрещалась. Эффект этой меры был минимален.

либо путем саморегулирования этих рынков через пик продаж, либо путем вмешательства правительства, которое замедляет урегулирование, и, с моей точки зрения, делает достижение окончательного равновесия еще проблематичнее. По моему опыту, зарегулированность рынков и проявления кланового капитализма выхолащивают, или как минимум существенно ослабляют механизмы автоматической стабилизации рыночных процессов.

ПРЕДЕЛЫ КУЛЬМИНАЦИИ ПРОДАЖ

Политика правительства, направленная на предотвращение закрытия рынков, основана на неявном предположении, что рыночные спады, если не вмешиваться, теоретически не имеют пределов. Это было бы правдой, если бы страхи росли бесконечно, усиливаясь в результате положительной обратной связи. Но это не так (см. главу 4). Рынки не могут падать бесконечно, как показали кульминация продаж в марте 2009 г. и опыт Resolution Trust Corporation двумя десятилетиями ранее. На пике продаж, спровоцированных страхами, цены на активы неизменно доходят до предела, против которого восстает наша душа. Как я отмечаю в главе 4, в какой-то момент страх неизбежно ослабевает, и цены акций идут вверх. Если бы было наоборот, рынки не смогли бы подниматься так быстро с медвежьих уровней «перепроданности».

Сегодня политическое давление на представителей правительства с требованием принимать меры в ответ на каждое кажущееся снижение экономических результатов чрезмерно. Я наблюдал это в течение всего моего длившегося более двух десятилетий пребывания на государственной службе. Даже если политики признают, что для возврата рынков к балансу им нужно дать возможность упасть до предела, всегда остаются опасения, что падение будет слишком долгим или слишком глубоким*. Именно поэтому в последние годы политика была больше

* Подобные опасения явно просматривались во время схлопывания рыночного пузыря в 1929 г. Тогда бесчисленные группы крупных инвесторов и финансовых институтов пытались остановить падение, но у них ничего не получилось.

ориентирована на краткосрочный активизм, когда лучше всего было бы позволить рынкам найти баланс и восстановиться.

К сожалению, мой опыт говорит о том, что политическая реакция на действия официальных лиц ориентирует их на получение краткосрочных выгод без учета долгосрочных издержек. Как отмечалось в главе 6, те, кто вмешиваются в попытке поддержать уровень цен, но ничего не добиваются, получают одобрение. В то же время те, кто позволяет рынкам самим решать проблемы, а ценам — падать, получают менее теплый прием, даже когда им удается оправдать свои действия, как, например, Полу Волкеру, моему предшественнику на посту председателя совета управляющих ФРС в 1981 г. А президент Джеральд Форд, что также отмечено в главе 6, который выступил против более чем символической инициативы вмешательства для противодействия глубокой рецессии 1975 г., был обвинен Джорджем Мини, главой АФТ-КПП, в проведении безрассудной политики, хотя американская экономика уже начала стабилизироваться. То же самое произошло с Resolution Trust Corporation, когда она позволила продать недвижимость обанкротившихся ссудно-сберегательных ассоциаций на аукционе в 1989 г. по «сходной» цене, гораздо более низкой, чем при выдаче ипотечных кредитов. То, что это решение позволило сберечь десятки миллиардов долларов американских налогоплательщиков, было очень быстро забыто²⁴.

ПОСЛЕДСТВИЯ

Предотвращение краха перекупленных рынков (пузырей) создает навес рыночного предложения запасов и на товарном, и на финансовом рынках и нарушает нормальный процесс выхода из рецессии или ухудшает ситуацию еще больше. Так, до тех пор, пока в 2006 г. избыток незанятых односемейных домов, выставленных на продажу, не стал сокращаться, цены на дома в США восстанавливались крайне медленно. Сложно представить себе восстановление рынка жилья, при котором повышение цен на дома не играет ключевой роли или роли вообще. Я подозреваю, если бы правительство подождало и позволило бы процессу

обращения взыскания на заложенное имущество идти без посредничества, кризис в секторе жилья был бы глубже, но значительно короче.

Я всегда полагал, что предоставление денежной помощи или гарантий домовладельцам, оказавшимся в сложной финансовой ситуации, является более эффективной мерой, чем искажение процесса обращения взыскания. Показательно, что более чем по 60% ипотечных кредитов, модифицированных в третьем квартале 2008 г., в течение года был вновь объявлен дефолт. Несмотря на рост цен, уровень повторных дефолтов после снижения так и не опустился ниже 20% (пример 7.8).

Но если спасение финансовых институтов и даже вмешательство на ипотечном рынке можно, пусть даже с натяжкой, назвать беспрецедентными, то финансовая помощь General Motors и Chrysler была абсолютно новым явлением²⁵. Больше не осталось отраслей экономики, не входящих в сферу ответственности федерального правительства. Если бы General Motors и Chrysler оказались в суде по делам о банкротстве, коллективные договоры наверняка подверглись бы пересмотру, компании провели бы финансовую реструктуризацию и, конечно, уменьшились бы в размерах. Количество дилеров сократилось бы, и, я не сомневаюсь, неамериканские автомобильные бренды увеличили бы свои доли рынка. Это означало бы, что большее количество иностранных автомобилей собиралось бы на американских предприятиях, не входящих в профсоюзы. Но общий объем покупок автомобилей американскими потребителями изменился бы незначительно, если бы изменился вообще, а национальные автопроизводители избавили бы свои балансы от токсичного долга.

Существует, к сожалению, вполне объяснимая и существенная сложность — мы не можем позволить свалиться на обочину знаковым брендам, исторически символизировавшим глобальную экономическую гегемонию Америки. Мы не можем легко и хладнокровно отречься от столь символических американских легенд, точно так же, как не можем заменить отжившее свой век великолепное здание на Капитолийском холме на нечто более современное. Но американские Woolen и Kodak, в свое время такие же легенды, уменьшились в масштабах без экономических потрясений. Из компаний, первоначально входивших в индекс DJIA более столетия назад, осталась только General Electric.

Как показано в главе 5, объявление компаний «системообразующими» подразумевает предоставление правительственных гарантий по их обязательствам. Инвесторы начинают воспринимать такие фирмы как почти безрисковые и предоставлять им процентные льготы. Это дает им конкурентные преимущества, достигнутые отнюдь не за счет роста производительности. Сбережения идут к политически могущественным, а не экономически эффективным компаниям. Будущее повышение производительности и уровня жизни оказываются под риском.

ИСТОРИЯ

Между Гражданской и Первой мировой войнами Америку преследовали финансовые кризисы, которые в то время казались бесконечными. До сих пор не стихают споры о том, в какой мере волны кризиса были связаны с неэластичностью валюты, возникшей в результате принятия закона о национальных банках в 1863 г. Но во всех случаях мы ликвидировали токсичные активы и возвращались к полной занятости, зачастую достаточно быстро²⁶. Эти кризисы были, к сожалению, результатом нашей естественной склонности к шараханьям от эйфории к страху. За исключением жестко коллективизированной (и стагнирующей) экономики, люди никогда не могли удержаться от иррационального метания между этими крайностями.

У меня нет сомнения в том, что в сложившейся после 2008 г. атмосфере жуткой неопределенности спрос на долгосрочные активы — дома — не мог быть не подавленным. Но если бы политический активизм не оказался таким неутрачивающим, я сильно подозреваю, что завеса неопределенности рассеялась бы намного быстрее и дисконтирование долгосрочных вложений было бы не таким сильным, а оно оставалась таким еще долгое время.

Ключевая политическая проблема ликвидации рынков заключается в том, что именно за это средство от рецессий ратовал Эндрю Меллон, министр финансов при президенте Герберте Гувере. Поскольку его имя тесно связано с бумом и крахом 1920-х гг., это средство сразу же отвергается.

ВМЕШАТЕЛЬСТВО В ЭКОНОМИКУ

Политический активизм — это склонность правительства посредством налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, а также регулирования воздействовать на распределение рыночных исходов и изменять то, что складывается в результате свободной конкуренции. Политиков, которые восхваляют конкуренцию, активизм пугает расширением дисперсии ожидаемых исходов при прогнозировании рентабельности перспективных частных инвестиций как со стороны бизнеса, так и домохозяйств. Но, пожалуй, не менее пугает угроза необоснованного вмешательства, постоянно висящая над рынком.

С точки зрения тех политиков, которые относятся к конкурентным рынкам менее доброжелательно, правительство должно быть всегда готово устранить «недостатки рынка». Массированная программа стимулирования, инициированная в начале 2009 г. (закон о восстановлении экономики и реинвестировании), финансовая помощь General Motors и Chrysler, активные и в основном бесполезные усилия не допустить естественного течения процесса обращения взыскания на заложенное жилье, обширное и неоднозначное финансовое регулирование, санкционированное законом Додда–Франка — лишь первые приходящие на ум примеры. Закон Додда–Франка подгоняет финансовую систему под представления законодателей о том, как эта система должна работать. В основном он устанавливает цели для регулирования. Но за четыре года с момента принятия закона в 2010 г., стало очевидно, что предлагаемые им меры по решению безусловно существующей проблемы чрезмерного влияния финансовых институтов опираются на ничем не обоснованный взгляд на роль финансов и их реальное функционирование. Больше всего беспокоит то, что текущая ситуация повторяет споры о политике 1930-х гг.

АКТИВИЗМ В ПЕРИОД НОВОГО КУРСА

Хотя уровень активизма времен Нового курса был намного выше, чем любые инициативы последних пяти лет, между ними просматривается

явное сходство. Закон о восстановлении национальной промышленности, принятый в период Великой депрессии, рассматривал чрезмерную конкуренцию как причину падения цен, и администрация Рузвельта делала все мыслимое в те времена, чтобы не допустить этого: от повышения цен на золото до поддержки уровня цен на сельскохозяйственные культуры (через Товарно-кредитную корпорацию). Как отмечают Гарольд Коул и Ли Оханян²⁷, закон о восстановлении национальной промышленности представлял собой попытку объединить в картель компании, которые обеспечивали $\frac{4}{5}$ занятости в несельскохозяйственных отраслях. Это приводило к огромным экономическим перекосам, до тех пор, пока в мае 1935 г. Верховный суд не признал закон противоречащим Конституции. Но экономика оставалась закостенелой до тех пор, пока военные реалии не поставили практически всю американскую экономику под контроль правительства. С 1932 по 1940 г. среднемесячный уровень безработицы составлял 19% и не опускался ниже 11%. Уровень капиталовложений нефинансовых компаний как процент от денежных потоков снизился до 48,2% в 1934 г., в 1938 г. составил 59,8%, однако демонстрировал рост с 1937 по 1941 г. (в 2013 г., для сравнения, он составлял 81,3%). В 1930-х гг. в экономическом цикле наблюдались и пики, и спады, но в среднем за десятилетие уровень активности был низким — состояние, близкое к сегодняшнему устойчиво-высокому неприятию риска инвестирования в долгосрочные активы. Врагом восстановления, и тогда и сейчас, была неопределенность.