

НІЛ ФЕРГЮСОН

Еволюція грошей



Фінансова історія світу

НАШ
формат

НІЛ ФЕРГЮСОН

Еволюція грошей



Фінансова історія світу

НАШ
формат

Еволюція грошей

NIALL FERGUSON

THE ASCENT OF MONEY

A FINANCIAL HISTORY
OF THE WORLD

PENGUIN BOOKS · NEW YORK · 2009

НІЛ ФЕРГЮСОН

ЕВОЛЮЦІЯ ГРОШЕЙ

ФІНАНСОВА ІСТОРІЯ
СВІТУ

*Переклала з англійської
Катерина Дуса*

«НАШ ФОРМАТ» · КИЇВ · 2017

УДК 336.74(100)(091)(02.062)
Ф43

Фергюсон Ніл

Ф43 Еволюція грошей. Фінансова історія світу / пер. з англ. Катерина Діса. —
К. : Наш формат. — 384 с.
ISBN 978-617-7388-89-9 (паперове видання)
ISBN 978-617-7388-90-5 (електронне видання)

Шотландський історик Ніл Фергюсон досліджує гроші, розповідаючи про еволюцію фінансів в історії людства. Гроші — це рушійна сила прогресу, але люди про них так мало знають. Фінансове невігластво шкодить не менше за природні катастрофи. У книжці висвітлено основні фінансові поняття та концепції, розглянуто причини останньої потужної світової економічної кризи. Що таке гроші? Що роблять банки? Яка різниця між акціями та облігаціями? Навіщо купувати страхові поліси чи нерухомість? Що саме робить гедж-фонд? Це фінансова історія людства від її витоків у давній Месопотамії часів Хаммурапі до останніх потрясінь на так званій Планеті Фінансів.

УДК 336.74(100)(091)(02.062)

Перекладено за виданням: Ferguson Niall. *The Ascent of Money. A Financial History of The World* (NY, Penguin Books, 2009, ISBN 978-0-14-311617-2).

Головна редакторка Ольга Дубчак. Наукова редакторка Александра Гуменна. Літературна редакторка Світлана Сяляр. Коректорка Алла Кравченко. Верстальниця Олена Білашова. Дизайнер обкладинки *стронговський*. Технічна редакторка Ірина Щербина. Художня редакторка Катерина Аврамчук. Випускова редакторка Вікторія Шелест. Відповідальний за випуск Антон Мартинов.

Дікуємо за допомогу в підготовці видання Олегу Сайбу, Марії Гаджук та Дарії Коламбіць.

Надруковано в Україні видавництвом «Наш формат» у типографії «Фактор-Друк» (61030, Україна, м. Харків, вул. Саратовська, 51). Підписано до друку 25.10.2017. Тираж 4500 прим. Термін придатності необмежений. Замовлення № 9485. ТОВ «НФ», пров. Алли Горської, 5, м. Київ, Україна, 01032, тел. (044) 222-53-49, pub@nashformat.ua. Свідоцтво ДК № 4722 від 19.05.2014. Висновок Держ. сан.-епідем. експертизи № 05.03.02.-04/51017 від 16.11.2015.

Науково-популярне видання
Серія «Світлоглядна література»
ISBN 978-617-7388-89-9 (паперове видання)
ISBN 978-617-7388-90-5 (електронне видання)

Усі права застережено. All rights reserved.
© 2008, Niall Ferguson
© Діса К., пер. з англ., 2017
© ТОВ «НФ», виключна ліцензія на видання,
оригінал-макет, 2017

Пам'яті Джеральда Д. Фельдмана (1937–2007)

Вступ

Капуста, бабло, лаве, фарш, калим, бариш, грошенята, башлі, засоби для існування — називайте їх як завгодно, гроші однаково важливі. Християни вважають, що любов до них — то корінь зла. Для генералів вони — рушійна сила війни, для революціонерів — кайдани робітничого класу. Але чим насправді є гроші? Може, це гори срібла, як вважали іспанські конкістадори? Чи, може, глиняні таблички й клаптики паперу з надрукованими зображеннями? Як сталося, що в нашому світі гроші здебільшого невидимі (це лише цифри на моніторі комп'ютера)? Звідки взялися гроші? Де вони всі поділися?

2007 р. дохід середньостатистичного американця (йдеться про суму до 34 тис. доларів США) зріс майже на 5 %¹. Але вартість життя при цьому зросла на 3,5 %. Тому насправді житися панові Усередненому стало краще лише на 1,5 %. Зважаючи на інфляцію, дохід середньостатистичного домогосподарства США з 1990 р. фактично майже не змінився: за 18 років він зріс на 7 %². А тепер порівняйте становище пана Усередненого та пана Ллойда Бленкфейна, головного виконавчого директора інвестиційного банку «Голдман Сакс» (Goldman Sachs). У 2007 р. його зарплатня, премія та дохід за акціями становили 73,7 млн доларів, якщо порівняти з попереднім роком, його дохід зріс на 25 % і він заробив приблизно у 2 тис. разів більше, ніж Джо Звичайний. Того самого року прибутки мережі банків «Голдман Сакс», які становили 46 млрд доларів, перевищили сукупний валовий внутрішній продукт (ВВП) понад 100 країн, серед яких — Хорватія, Сербія і Словенія; Болівія, Еквадор і Гватемала; Ангола, Сирія і Туніс. Сукупні активи цього банку вперше досягли позначки 1 трлн доларів³. Інші виконавчі директори Волл-стрит також заробили великі гроші, хоча й трохи менше. За даними журналу «Форбс», Річард С. Фалд із банку «Леман бразерз» (Lehman Brothers) заробив 71,9 млн доларів, Джеймс Даймон із «Джей. Пі. Морган Чейз» (J. P. Morgan Chase) — 20,7 млн доларів, а Кеннет Д. Льюїс із «Банку Америки» — 20,1 млн доларів, трохи випередивши Чарльза О. Прінса із «Сітігруп» (Citigroup) (19,9 млн доларів), Джона Мака з «Морган Стенлі» (Morgan Stanley) (17,6 млн доларів) і Джона Тейна з «Меррілл Лінч» (Merrill Lynch) (15,8 млн доларів).

Утім, у світі фінансів Ллойд Бленкфейн заробляє не найбільше. Ветеран управління гедж-фондом Джордж Сорос заробив 2,9 млрд доларів. Кен Гріффін із «Цитадель» (Citadel), як і засновники двох інших провідних гедж-фондів, отримав понад 2 млрд доларів. Найменш оплачуваним з усіх виконавчих директорів у світі американських фінансів у 2007 р. виявився Джеймс Кейн, якому заплатили жалюгідні 690 757 доларів — радикальне зниження проти 290 млн доларів, які він заробив за останні дев'ять років. А тимчасом у світі майже мільярд людей намагається якось вижити на один долар на день⁴.

Як виявилось, 2007 р. почалася найгірша у світі фінансова криза з часів Великої депресії. Трохи більше ніж за рік унаслідок низки подій стало жартом твердження про те, що занадто щедрі винагороди фінансистів виправдані їхніми надзвичайними вміннями, зокрема у сфері управління ризиками. Коли я повернувся до цієї книжки, щоб відредагувати її для нового видання в м'якій обкладинці, «Джей. Пі. Морган Чейз» урятував «Беар Стернс» (Bear Stearns) від банкрутства, «Банк Америки» поглинув «Кантрівайд» (Countrywide), така сама доля спіткала «Меррілл Лінч», а банк «Леман бразерз» збанкрутів. «Сітігруп» втратила у 2008 р. 18,7 млрд доларів, занулювавши все зароблене з 2005 р., а «Меррілл Лінч» втратив 35,8 млрд доларів, перетворивши на нуль усе, що заробив із 1996 р. «Голдман Сакс» і «Морган Стенлі» були змушені з інвестиційних банків перетворитися на банківські холдингові компанії і таким чином сигналізували про смерть бізнес-моделі, закладеної ще в 1930-х рр. Усі банки, що вижили, дістали вливання капіталу від міністерства фінансів США в рамках Програми порятунку проблемних активів. Проте, попри державну допомогу, ціни на їхні акції далі падали, уможливаючи, принаймні для деяких із них, перспективу неминучої націоналізації. Наприклад, акції «Сітігруп» на березень 2009 р. впали до 2,59 долара проти 55 доларів у червні 2007 р.

Ви розлючені, що світ такий несправедливий? Вас дратують товстопузі капіталісти та банкіри з їхніми мільярдними преміями? Спантеличені тією нездоланною прірвою, що пролягла між панами Маємо і Не-маємо, а також Маємо-яхти? Ви такі не самі. Історія європейської цивілізації знає кілька спалахів ненависті до фінансів і фінансистів, заснованої на твердженні, що ті, хто живуть із грошових позик, паразитують на «реальній» економічній діяльності — сільському господарстві й виробництві товарів. За цією ненавистю стоять три причини. Частково це пояснюється тим, що

боржників значно більше, ніж кредиторів, а перші рідко добре ставляться до других. А частково тим, що фінансові кризи й скандали трапляються так часто, що фінанси можуть видаватися причиною радше бідності, а не процвітання, непевності, а не стабільності. Урешті-решт, фінансові послуги по всьому світу століттями надавали здебільшого представники етнічних чи релігійних меншин, виключені з числа тих, кому дозволялося володіти землею чи обіймати офіційні посади, і натомість досягали успіхів у сфері фінансів завдяки власній комунікаційній мережі, базованій на спорідненості й довірі.

Попри наше глибоко вкорінене упередження проти «брудної наживи», гроші, утім, є основою прогресу. Перефразовуючи вислів Джейкоба Бронівскі (чию дивовижну телевізійну програму про історію наукового прогресу я із захопленням дивився в шкільні роки), піднесення грошей уможливило піднесення людини. Сфера фінансових інновацій не має нічого спільного ані з діями кровопивців, яким тільки й треба, що висмоктати життєдайні сили з родин боржників, ані з ризикованими іграми з грошовими нагромадженнями вдів і сиріт, а натомість — це незамінний чинник людського поступу від жалюгідного животіння до запаморочливих висот матеріального процвітання, знайомого сьогодні багатьом людям. Еволюція кредитно-боргових відносин — важлива для розвитку цивілізації від давнього Вавилону і до нинішнього Гонконгу не менше за будь-які інші технологічні інновації. Банки й ринки облігацій забезпечили матеріальну базу для величі італійського Відродження. Корпоративні фінанси стали незамінною основою існування як Голландської, так і Британської імперій, так само, як тріумф США у ХХ ст. нерозривно пов'язаний зі вдосконаленням системи страхування, іпотеки та кредитування приватних осіб. Цілком вірогідно, що саме фінансова криза стане ознакою присмерку світового лідерства США.

За кожним історичним феноменом стоїть якась фінансова таємниця. Найважливіші з них будуть висвітлені в цій книжці. Наприклад, Відродження спричинило піднесення на ринку мистецтва й архітектури тому, що банкіри на кшталт родини Медичі збагатилися, застосувавши принципи східної математики до грошей. Нідерландська республіка обійшла Габсбурзьку імперію, оскільки з фінансової точки зору перша у світі фондова біржа була вигідніша за найбільші у світі срібні копальні. Проблеми французької монархії неможливо було вирішити без революції, після чого засуджений за вбивство шотландець зруйнував французьку

фінансову систему, створивши першу у світі бульбашку на фондовій біржі, що призвела до банкрутства країни. Наполеона під Ватерлоо переміг не лише герцог Веллінгтон, а й Натан Ротшильд. Аргентина, яка в 1880-х рр. була шостою за багатством країною світу, через фінансову недалекоглядність і руйнівні цикли дефолтів і девальвацій на 1980-ті рр. перетворилася на забуту богом країну, де панує інфляція.

Прочитайте цю книжку — і ви зрозумієте, чому, як це не парадоксально, люди, які живуть у найбезпечнішій країні, водночас найбільш застраховані. Ви також дізнаєтеся, коли й чому англомовні нації заразилися манією купувати й продавати нерухомість. Імовірно, найважливіше, що ви осягнете, — це те, як фінансова глобалізація, серед іншого, зруйнувала старі межі між розвинутими й посталими ринками, через що Китай перетворився на банкіра США — на комуністичного кредитора капіталістичного боржника, і це можна вважати зміною епохального значення.

Іноді здавалося, що піднесення грошей ніяк не уникнути. У 2006 р. обчислюваний обсяг світової економіки становив близько 48,6 трлн доларів. Загальна капіталізація світових фондових ринків дорівнювала 50,6 трлн доларів, тобто на 4 % більше. Загальний обсяг випуску внутрішніх і міжнародних облігацій склав 67,9 трлн доларів і зріс на 40 %. Планета Земля проти планети Фінансів дедалі меншає. Окрім того, здається, що планета Фінансів обертається значно швидше. Щодня на валютних ринках 3,1 трлн доларів переходять з рук до рук. Щомісяця на світових фондових ринках 5,8 трлн доларів змінюють власників. Щохвилини будь-якої години будь-якого дня хтось десь щось продає. І щоразу виникають нові форми фінансового життя. Наприклад, у 2006 р. обсяг викупу контрольних пакетів завдяки кредитному плечу зріс до 753 млрд доларів. Бурхливе зростання «сек'юритизації», яка передбачає, що особисті борги, як-от іпотеки, спершу розділяють на окремі транші, тоді збирають докупити та перерозподіляють, щоб потім перепродати, стимулювало щорічний випуск цінних паперів, забезпечених заставами та активами, а також боргових зобов'язань на понад 3 трлн доларів. Обсяг деривативів — контрактів, пов'язаних із цінними паперами, як-от свопи відсоткових ставок чи кредитні дефолтні свопи (CDS), — зростав іще швидше, і на кінець 2006 р. умовна вартість усіх деривативів, що продаються без посередників (за винятком тих, якими торгують на доступних публіці платформах), була трохи нижчою за 400 трлн доларів. До 1980-х рр. нічого подібного навіть і уявити не могли. А ще

з'явилися нові інституції. Перший гедж-фонд був заснований у 1940-х рр. і ще в 1990-х рр. в управлінні 610 таких фондів перебувало 38,9 млрд доларів. Нині їхня кількість зросла до 9462, а під їхнім управлінням — 1,5 трлн доларів. Зросла також кількість приватних інвестиційних товариств, так само, як і справжня тіньова банківська система «трубопроводів» і «структурованих інвестиційних компаній» (SIV — безперечно, найхитромудріша аббревіатура за всю фінансову історію), створених для того, щоб тримати ризикові активи подалі від банківських балансових звітів. Якщо впродовж останніх 4 тисячоліть ми спостерігали становлення людини-мислителя, то нині, здається, підноситься людина-банкiр.

У 1947 р. загальна вартість, додана фінансовим сектором до валового внутрішнього продукту США, становила 2,3 %, а на 2007 р. його внесок зріс до 8,1 % ВВП. Іншими словами, тепер приблизно 1 долар із кожних 13, які сплачуються працівникам у США, іде в кишені людей, що працюють у фінансовому секторі⁵. Для економіки Британії фінанси навіть важливіші; тут 2006 р. вони склали 9,4 % ВВП. Для обдарованих випускників університетів фінансовий сектор також став найпотужнішим магнітом у світі. Колись, у 1970 р., лише близько 5 % чоловіків — випускників Гарварду, де я викладаю, ішло працювати у фінансову сферу. На 1990 р. їх кількість зросла до 15 %¹. Минулого року ця частка зросла ще. Газета «Гарвард крімсон» (Harvard Crimson) стверджує, що понад 20 % чоловіків і 10 % жінок із випуску 2007 р. очікують, що їхнім першим місцем роботи будуть банки. Чи можна їх за це засуджувати? Останніми роками зарплати у сфері фінансів для випускників університетів Ліги плюща майже втричі перевищують ті, які можна отримати в інших секторах економіки.

На момент випуску 2007 р. здавалося, що можна бути певним: не існує такої сили, яка б завадила нестримному зростанню глобальної фінансової системи. Йому не завадили терористичні атаки в Нью-Йорку та Лондоні. Не завадив і початок війни на Середньому Сході². І вже точно перепорою не стали глобальні зміни клімату. Попри знищення Всесвітнього торгового центру, вторгнення в Афганістан та Ірак, а також низку природних катаклізмів, період із кінця 2001 і до середини 2007 р. відзначився стабільним фінансовим зростанням. Насправді одразу після атак 11 вересня 2001 р. промисловий індекс Доу-Джонса знизився аж на 14 %. Утім, уже за два місяці повернувся до попереднього рівня. Навіть більше, хоча 2002-й був у США поганим роком для власників акцій, та все ж після цього ринок стрімко зростав і 2006 р. переріс свій попередній пік (який припав на

сплеск інтернет-бізнесу — так званих доткомів). На початок жовтня 2007 р. індекс Доу-Джонса зріс майже вдвічі, якщо порівняти з падінням до найнижчої точки п'ять років тому. Те, що відбувалося на ринку акцій США, не було чимось винятковим. Упродовж п'яти років, до 31 липня 2007 р., усі світові ринки акцій, за винятком двох, щорічно забезпечували доходи, що перевищували 10 %. Ринок облігацій також відчутно зростав у країнах із розвитковою економікою, і так само відчутно підвищилася вартість капіталу на ринках нерухомості, особливо в англomовних країнах. Інвестори можуть вкладати гроші в товари, витвори мистецтв, витримані вина чи забезпечені активами цінні папери — вони в будь-якому разі на цьому зароблять.

Чим пояснити ці дива? На думку представників однієї зі шкіл, фінансові інновації останніх років стали причиною суттєвого підвищення ефективності глобального ринку капіталу, що дозволило брати ризики лише тим, хто був до них найкраще підготовлений. Ентузіасти заговорили про смерть волатильності. Задоволені собою банкіри проводили конференції з назвами на кшталт «Еволюція досконалості». У листопаді 2006 р. я також опинився на такій конференції, із тих, які зазвичай проводили в розкішній місцевості Лайффорд-Кей на Багамах. У моїй доповіді йшлося про те, що треба не так уже й багато, щоб спричинити різке зниження ліквідності, яка на той час поширювалась через світову фінансову систему, і що слід бути обережними і не очікувати, що добрі часи триватимуть довго. Слухачі вочевидь не були вражені. Мене обізвали панікером. Один із найдосвідченіших інвесторів навіть запропонував організаторам «наступного року взагалі обійтися без запрошеного промовця, а натомість влаштувати перегляд “Мері Поппінс”»⁶. Утім, згадка про Мері Поппінс пробудила в мене дитячі спогади. Шанувальники Джулі Ендрюс, можливо, пригадають, що сюжет цього вічно молодого мюзиклу розгортається довкола фінансової події, яка на час створення фільму в 1960-х рр. могла видатися дивною: ідеться про банківську паніку, коли вкладники помчали забирати з банків свої гроші, а такого в Лондоні не бачили з 1866 р.

Недаремно прізвище родини, яка наймає Мері Поппінс, — Бенкси. Пан Бенкс насправді є банкіром, старшим працівником у «Відданому довіреному банку Довса, Томса Маузлі, Граббса». За наполяганням батька, нова няня приводить дітей Бенксів до цього банку, де пан Довс-старший пропонує синові пана Бенкса Майклові покласти на депозит кишенькові гроші (два пенси). На жаль, юний Майкл радше воліє витратити гроші на

годівлю голубів біля банку, тож він вимагає в пана Довса: «Віддайте! Поверніть мої гроші!» На превеликий жаль, Майклове прохання почули інші клієнти банку. У результаті вони познімали з рахунків свої гроші. Невдовзі так само вчиняє вже натовп власників рахунків, змушуючи банк призупинити видавання коштів. Пана Бенкса тим часом звільняють із роботи, що супроводжується трагічною тирадою про те, що він «збанкрутів і його знищили в розквіті сил». Усі підстави повторити ці слова мав Адам Епплгарт, колишній виконавчий директор англійського банку «Нозерн рок» (Northern Rock), який у вересні 2007 р. пережив щось подібне, коли клієнти вишикувалися в черги перед відділеннями його банку, щоб зняти кошти з рахунків. Це стало наслідком того, що «Нозерн рок» попросив у Банку Англії «засоби для підтримки ліквідності».

Фінансова криза, що вдарила по західному світу влітку 2007 р., вчасно нагадала про одну небезпечну істину фінансової історії. Рано чи пізно кожна бульбашка лусне. Рано чи пізно продавців-«ведмедів» стає більше за покупців-«биків». Рано чи пізно жадібність обертається страхом. Коли в перші місяці 2008 р. я завершував дослідження для цієї книжки, вірогідність того, що на економіку США чекає рецесія, уже була доволі висока. За рік, коли я переписував цей вступ для видання у м'якій обкладинці, вона вочевидь переживала найсерйознішу рецесію від початку 1980-х, і досі існує велика вірогідність того, що депресія затягнеться. Чи було причиною цього те, що американські компанії почали розробляти гірші товари? Чи, може, несподівано уповільнився темп розвитку технологічних інновацій? Ні. За економічною нестабільністю 2008 р. стояла безпосередньо фінансова причина: якщо точно, судоми на кредитних ринках спричинило стрімке зростання дефолтів через специфічні кредити, відомі під евфемізмом «субстандартні іпотеки». Наша глобальна фінансова система стала настільки хитромудра, що відносно бідні родини в різних штатах від Айдахо до Юти дістали можливість придбати чи перезакласти свої будинки, завдяки складній системі позик, які (без відома цих родин) часто склалися до купи разом з іншими подібними позиками, перерозподілялися під назвою «забезпечені боргові зобов'язання» (CDO), після чого банки в Нью-Йорку та Лондоні продавали їх (серед іншого) німецьким регіональним банкам і норвезькій муніципальній владі, які в такий спосіб ставали відповідальними кредиторами за іпотеками. Ці «забезпечені боргові зобов'язання» розділялися і розподілялися таким чином, що можна було стверджувати: виплати відсотків основних позичальників є настільки ж надійним джерелом надходження доходів, як і

виплата відсотків за десятирічними облігаціями державної скарбниці США, а тому вони варті того, щоб мати жаданий рейтинг AAA. Це піднесло алхімію фінансів на новий рівень хитромудрості, який би вірогідно дозволив перетворювати свинець на золото.

Утім, після року-двох «пробного» періоду, коли виплати за іпотеками перейшли на більш високі відсотки, позичальники відмовлялися сплачувати кредити. Так само це сигналізувало про те, що бульбашка на ринку нерухомості США ось-ось лусне, що призведе до найбільшого з 1930-х рр. падіння цін на нерухомість. Те, що трапилося далі, нагадує повільну, але в кінцевому підсумку руйнівну ланцюгову реакцію. Усі різновиди забезпечених активами цінних паперів, у тому числі багато інструментів, які насправді не прив'язані до «субстандартних іпотек», упали в ціні. Система «трубопроводів» і «структурованих інвестиційних компаній», створених банками, щоб тримати інформацію про такі цінні папери подалі від банківських балансових звітів, зіткнулася із серйозними ускладненнями. Тільки-но банки перебрали на себе згадані цінні папери, співвідношення їхнього капіталу до активів упало до встановленого мінімуму. Центральні банки США та Європи намагалися зменшити тиск на банки, знизивши відсоткові ставки і запропонували їм доступ до фондів за посередництва «аукціонів на особливих умовах». Проте ставки, за якими банки можуть позичати гроші шляхом випуску комерційних векселів, продажу облігацій чи надання позик одне одному, значно перевищували офіційну цільову ставку федеральних фондів, яка є найнижчою ставкою кредитування в економіці США. Позики, які початково призначалися для приватних акціонерів, щоб ті могли придбати частки в корпораціях, також можна було продати лише зі значними знижками. Зазнавши неймовірних збитків, багато відомих американських і європейських банків були змушені не лише звертатися по короткострокову допомогу для відновлення своїх резервів до західних центральних банків, а й просити суверенні фонди Азії та Середнього Сходу про вливання, щоб відновити свою капітальну базу. Але на початок 2008 р. іноземні інвестори вже втрачали інтерес до численних банків, ціна яких постійно знижувалась.

Озираючись назад, можна зрозуміти, що перехід від кризи «субстандартних іпотек» до повноцінної світової фінансової кризи відбувався на диво повільно. Хоча ціни на нерухомість у США почали падати ще в січні 2007 р., фондові ринки зростали ще до жовтня того року. Навіть у травні 2008 р. індекс S&P 500 знизився лише на 10 % проти піку попереднього року. Хоча

Національне бюро економічних досліджень оголосило, що рецесія почалася в грудні 2007 р., американські споживачі настільки вперто відмовлялися в це вірити, що не скорочували своїх витрат аж до третього кварталу 2008 р. А «Велике стримування» рецесії завершилося не раніше за доленосний вересень 2008 р., коли американська криза мутувала в повноцінну світову кризу, що призвело до драматичного скорочення експорту з країн Азії та Європи, а також здуття бульбашки цін на сировину (у якийсь момент ціна на нафту сягнула аж 133 доларів за барель).

Як це взагалі могло статися? Як люди, які заробляли десятки мільйонів, дожилися до того, що почали втрачати десятки мільярдів? Як республіканський уряд міг дійти до націоналізації Федеральної національної іпотечної асоціації, Федеральної корпорації житлових іпотечних позик, а також страхового гіганта «Американської міжнародної групи» (АМГ)? І головне: як могла криза американського іпотечного ринку прискорити не лише американську рецесію, а й, цілком можливо, світову депресію? Щоб відповісти на ці запитання, вам необхідно зрозуміти принаймні шість окремих, хоч і взаємопов'язаних, фінансових явищ:

1. Як така кількість американських і європейських банків змогла тримати у своїх балансових звітах такі величезні кредитні важелі, іншими словами: як вони змогли володіти й позичати суми грошей, які значно перевищували їхню основну капітальну базу?
2. Як трапилося, що велика кількість різноманітних боргів, у тому числі борги за іпотеками, а також за кредитними картками, виявилась «сек'юритизованою», тобто ці борги були зібрані до купи, а тоді поділені на різні види цінних паперів, на зразок облігацій?
3. Як монетарна політика центральних банків дійшла до того, що почала визначати інфляцію настільки вузько, що не побачила потенційної небезпеки від бульбашок цін на акції, а пізніше — цін на нерухомість?
4. Як страхова індустрія, на чолі з американським гігантом «АМГ», відійшла від традиційного покриття ризику й опинилась на ринку деривативів, фактично продаючи захист від надзвичайно непередбачуваних фінансових ризиків?
5. Чому політики по обидва боки Атлантики намагалися збільшити відсоток

домогосподарств, які володіли власним житлом, використовуючи різноманітні стимули, щоб розширити іпотечний ринок?

І нарешті:

6. Що переконало азійські уряди, зокрема уряд Китайської Народної Республіки, у тому, що вони мають допомогти профінансувати дефіцит торгового балансу США, нагромаджуючи у своїх резервах трильйони доларів?

Декому з читачів це видається заскладною загадкою. Утім, хоч співвідношення капіталу банку до його активів і здається надто технічною темою, усе ж воно є предметом не лише академічного інтересу. Зрештою «велике скорочення» у банківській системі США впевнено звинувачували в спричиненні й затягуванні Великої депресії 1929–1933 рр., найжахливішої економічної катастрофи в сучасній історії⁷. Таким чином, серед завдань цієї книжки є запропонувати невтаємниченим вступ до фінансів, зокрема до фінансової історії. Зрештою добре відомо, що значний відсоток широкого загалу англомовного світу — фінансові невігласи. Згідно з опитуванням 2007 р., 4 із 10 американців, які мають кредитні картки, не сплачують до кінця поточного місяця свої борги по тій картці, яку використовують найчастіше, попри високі штрафні відсотки, які нараховуються компаніями-власниками кредитних карток. Майже третина (29 %) стверджувала, що уявлення не мала, яка відсоткова ставка встановлена на їхню картку. Ще 30 % стверджували, що вона менша за 10 %, тоді як насправді більшість компаній знімає значно більше від 10 %. Понад половину респондентів відповіли, що в школі «небагато» чи «нічого» не вивчали про фінанси⁸. Опитування 2008 р. виявило, що дві третини американців не розуміють принципу дії «складних відсотків»⁹. Під час одного з опитувань, яке проводили дослідники Школи менеджменту університету Буффало, група старшокласників набрала лише 52 %, відповідаючи на запитання про особисті фінанси та економіку¹⁰. Лише 14 % із них розуміли, що акції за 18 років дають більший прибуток, ніж державні облігації США. Менше від 23 % знали, що податок на прибуток нараховується на відсотки з ощадних рахунків, якщо прибуток власника рахунку є достатньо високим. Цілих 59 % не бачили різниці між пенсіями, забезпеченими компаніями, соціальним страхуванням і пенсійним планом 401(k)³. Фінансове невігластво — це не винятково американське явище. 2006 р. британське Управління фінансовими послугами здійснило

опитування про фінансову грамотність громадськості, яке виявило, що 1 із 5 британців уявлення не має про те, як вплине на купівельну спроможність його нагромаджень ситуація, за якої рівень інфляції становитиме 5 %, а відсоткова ставка — 3 %. 1 із 10 не розумів, яка знижка на телевізор за ціною 250 фунтів стерлінгів більш вигідна: 30 фунтів чи 10 %. Як видно із цього прикладу, запитання в опитуванні були елементарні. Тож цілком можна припустити, що лише незначна кількість опитаних могла, для прикладу, пояснити різницю між кол-опціонами і пут-опціонами, а різницю між CDO (забезпеченими борговими зобов'язаннями) і CDS (кредитним дефолтним свопом) поготів.

Політики, відомі банкіри та бізнесмени регулярно нарікають на масштаби невігластва громадян у питаннях грошей і мають на це підстави. Суспільство, яке очікує від більшості людей відповідальності в управлінні власними видатками і прибутками після вирахування податків, яке очікує, що більшість дорослого населення володіє власною нерухомістю, і яке лишає за людьми вибір того, скільки відкладати на пенсію і чи варто взагалі купувати медичний страховий поліс, безперечно, створює собі на майбутнє проблеми, коли дозволяє своїм громадянам бути настільки некваліфікованими щодо виважених фінансових рішень. Я вважаю, що нинішню кризу до певної міри можна пояснити невіглаством (і не лише пересічних людей) у питанні фінансової історії. Навіть «володарі Всесвіту» замало уваги приділяли урокам минулого, покладаючи надії на хитромудрі математичні моделі, котрі виявилися неправдивими богами.

Щоб розібратися у складності сучасних фінансових інституцій і термінології, спершу необхідно встановити їхнє походження. Варто лише зрозуміти походження інституції чи інструменту, і вам стане значно легше зрозуміти їхню роль у сучасному світі. Таким чином, ключові складові сучасної фінансової системи представляються послідовно. У розділі 1 цього видання відстежується виникнення грошей і кредитних відносин; у розділі 2 — історія ринку облігацій; у розділі 3 — фондового ринку. Розділ 4 розповість історію страхування; розділ 5 — ринку нерухомості, а розділ 6 — про злет, падіння і новий злет міжнародної фінансової системи. Кожен розділ звертається до ключових історичних питань. Коли гроші з металевих перетворилися на паперові, перш ніж узагалі зникнути? Чи правда, що ринок облігацій, установлюючи довгострокові відсоткові ставки, володарює над світом? Яку роль відіграють центральні банки у створенні бульбашок на фондових ринках і в обвалі цих ринків? Чому страхування може бути не

найкращим способом захисту від ризиків? Чи люди перебільшують переваги інвестицій у нерухомість? І чи економічна взаємозалежність Китаю і США є основою глобальної фінансової стабільності, чи це лише ілюзія?

Намагаючись охопити історію фінансів від давньої Месопотамії до сучасних мікрофінансів, я, безумовно, поставив перед собою нездійсненне завдання. Заради стислості й простоти, багато тем доведеться оминати. Утім, ця спроба здається вартою зусиль, якщо допоможе пересічному читачеві виразніше уявити сучасну фінансову систему.

Я й сам багато про що дізнався, коли писав цю книжку, але особливо хочу наголосити на трьох моментах. Перше: бідність не є результатом експлуатації бідних хижачами-фінансистами. Вона значно більше пов'язана з відсутністю фінансових інституцій, із нестачею банків, а не з їхньою наявністю. Лише тоді, коли позичальники мають доступ до ефективних кредитних мереж, вони можуть уникнути пащі акул-лихварів, і лише тоді, коли вкладники можуть покласти свої гроші в надійні банки, ці гроші підуть від ледачих багатіїв до працелюбних бідних. Це стосується не лише бідних країн світу. Те саме можна сказати про найбідніші регіони нібито розвинених країн («внутрішніх Африк»), як-от, про житлові масиви мого рідного Глазго, у яких дехто виживав на 6 фунтів на день, куди входило все — від зубної щітки до транспорту, але водночас відсоткові ставки, установлені місцевими лихварями, у цих районах сягали мільйона відсотків на рік.

Моє друге відкриття стосується питання рівності та її відсутності. Якщо у фінансовій системі й закладено якусь ваду, то вона лише віддзеркалює і збільшує сутність людської природи. Як ми дізнаємося з великої кількості досліджень у сфері поведінкових фінансів, гроші збільшують нашу схильність надто бурхливо реагувати, коливатися від енергійного збудження, коли в нас усе добре — до глибокої депресії — коли починаються проблеми. Сплески й падіння за своєю сутністю є продуктами нашої емоційної нестабільності. Але фінанси також підкреслюють різницю між нами: збагачуючи удачливих і розумних та збіднюючи не надто розумних невдах. Фінансова глобалізація означає, що після понад 300 років розбіжностей світ уже не є чітко розділеним на багаті розвинені країни та бідні, менш розвинені. Що більш інтегрованими ставали світові фінансові ринки, то більше можливостей з'являлося у фінансово освічених людей,

незалежно від місця їх проживання, і то більшим був ризик втрати позицій для фінансових невігласів. Світ, безперечно, не є пласким з огляду на загальний розподіл прибутку, хоча б тому, що дохід на капітал зріс, якщо порівнювати з доходом від некваліфікованої чи середньої кваліфікації праці. Винагорода за «підкованість» у фінансових питаннях ще ніколи не була настільки неймовірно високою. А покарання за фінансове невігластво ще ніколи не було таким жорстким.

Нарешті я зрозумів, що існує мало речей, які передбачити точно буде важче, ніж час і масштаб фінансової кризи, оскільки фінансова система початково є неймовірно складною, а зв'язки всередині неї не прямі, а радше хаотичні. Піднесення грошей ніколи не відбувалося спокійно, на кожен новий виклик була відповідь із боку банкірів. Подібно до горизонту в Андах, історія фінансів ніколи не була рівною лінією, спрямованою лише вгору, а натомість — чергуванням зубчастих, нерівних гірських вершин і долин. Або, якщо вжити іншу метафору, фінансова історія нагадує класичний приклад еволюції в дії, хоча розгорталася вона у значно коротший час, ніж еволюція у світі природи. «Так само як деякі види в природі вимирають, — зазначив помічник міністра фінансів США Ентоні Раян у промові перед Конгресом у вересні 2007 р., — деякі методи фінансування можуть виявитися менш успішними за інші». Поки я писав цей текст, така дарвіністська мова видавалася мені дедалі доречнішою.

Чи стоїмо ми на межі «великого вимирання» у фінансовому світі — одного з тих масових вимирань живих видів, що періодично трапляються, як-от вимирання доби пізнього кембрійського періоду, під час якого загинуло 90 % живих істот Землі, чи катастрофа крейдового періоду, що винищила динозаврів? Це саме той сценарій, боятися якого біологи мають усі підстави, адже спричинені людською діяльністю кліматичні зміни сіють хаос і загрожують природному середовищу на всій планеті. Але ми також маємо непокоїтися через сценарій, за яким передбачено велике вимирання фінансових інституцій — ще одне накликає самими людьми лихо, що вже повільно просувається світовою фінансовою системою, спричиняючи багато проблем. От уже декілька досвідчених спостерігачів (не лише колишній голова Федеральної резервної системи Алан Ґрінспен, а й Генрі Полсон, колишній міністр фінансів США) назвали нинішню фінансову кризу «подією, що трапляється раз на сто років». Авжеж, ще жодного разу від 1930-х рр. стільком фінансовим інституціям не загрожувало зникнення. Але це не може бути виправданням для тих, хто не спромігся передбачити

кризу. Історія розповідає нам, що справді великі кризи іноді трапляються, і, бува, навіть частіше, ніж раз на 100 років.

Тому, зважаючи на названі причини — незалежно від того, чи ви ледь зводите кінці з кінцями, а чи прагнете стати можновладцями, — ще ніколи не було так важливо розібратися в піднесенні грошей, як тепер. Якщо ця книжка допоможе зруйнувати небезпечну перешкоду, яка постала між фінансовими та іншими сферами знання, тоді моя праця не марна.

1 З'ясувалося, що кількість жінок-випускниць збільшилася з 2,3 до 3,4 %. «Володарі Всесвіту» досі переважають над «володарками».

2 Умовне найменування регіону, що складається з території Західної Азії, розташованої між Європою й Пакистаном, а також більшої частини Північної Африки. Іноді, особливо в англomовній літературі, замінює собою термін Близький Схід, але частіше розуміється як позначення сукупності країн Близького Сходу разом з Іраном та Афганістаном, тому в більшості випадків застосовується не окремо, а у складі об'єднаного терміна «Близький та Середній Схід». — Прим. ред.

3 Плани 401(k) були запропоновані в 1980 р. як пенсійний план зі встановленими внесками. Працівники можуть сплачувати чи «відкладати» частину своєї зарплатні на рахунок 401(k). Тоді їм пропонують на вибір, як вони можуть інвестувати свої гроші. За небагатьма винятками, ці гроші не оподатковуються, аж до моменту, коли їх знімають з рахунку.

1. За межами уяви

Уявіть собі світ, у якому немає грошей. Понад сотню років комуністи й анархісти (вже не кажучи про деяких крайніх реакціонерів, релігійних фундаменталістів і хіпі) тільки про це й мріяли. За Фрідріхом Енгельсом і Карлом Марксом, гроші — це лише інструмент капіталістичної експлуатації, що замінив усі взаємини між людьми, навіть усередині родини, на бездушні «грошові відносини». Як Маркс пізніше намагався продемонструвати у своєму «Капіталі», гроші перетворюють працю на товар, вони є надлишком, створеним чесною важкою працею, привласненим, а тоді перетвореним на матеріальні блага, щоб задовольнити невситиму жагу капіталістичного класу до нагромадження. Такі твердження доволі тривалі. Не так давно, у 1970-х рр., деякі європейські комуністи ще тужили за світом без грошей, як видно із цього утопічного потоку думок у британському журналі «Соціаліст стандарт» (Socialist Standard):

Гроші зникнуть... Золото, відповідно до бажання Леніна, зберігатиметься лише для того, щоб будувати з нього громадські вбиральні... У комуністичних суспільствах товари будуть у вільному доступі й безкоштовні. Організація суспільства не спиратиметься на гроші... Несамовите і невротичне бажання споживати і запасати просто зникне. Стане абсурдним бажання нагромаджувати речі: не буде ані грошей, щоб їх привласнювати, ані робітників, щоб їх винаймати... Нові люди нагадуватимуть своїх пращурів мисливців і збирачів, які поклалися на природу, котра вільно і часто щедро забезпечувала їх усім необхідним для життя, а тому вони могли не турбуватися про своє майбутнє...¹¹

Утім, у жодній комуністичній державі (навіть у Північній Кореї) так і не винайшли, як на практиці обійтися без грошей¹². Навіть поверхневе знайомство з реальними суспільствами мисливців-збирачів виявляє, що життя без грошей має значні вади.

П'ять років тому з тропічних лісів Амазонії біля колумбійського міста Сан-Хосе-дель-Ґуав'яре вийшло плем'я нукак-маку. Народ нукак був загубленим у часі племенем, відрізаним від решти людства аж до моменту

своєї несподіваної появи. Покладаючись винятково на впольованих мавп і зібрані фрукти, вони не мали уявлення про гроші. Як виявилось, вони також не мали уявлення про майбутнє. Нині вони живуть на галявині поблизу міста, а всім необхідним їх забезпечує держава. Коли їх запитують, чи вони сумують за джунглями, вони сміються у відповідь. Провівши життя в нескінченних пошуках їжі, вони вражені тим, що добрі незнайомці тепер дають їм усе необхідне і нічого не вимагають натомість¹³.

Життя мисливців-збирачів насправді, як казав Томас Гоббс про життя у природному стані, — «самотнє, жалюгідне, підступне, brutальне і коротке». Щоправда, до певної міри, блукання джунглями в пошуках мавп має деякі переваги, якщо порівнювати з виснажливою працею суспільств, що живуть із натурального сільського господарства. Антропологи довели, що багато племен мисливців-збирачів, що дожили до нашого часу, були менш безтурботні за нукак. Наприклад, серед народу хіваро з Екватору близько 60 % чоловіків помирили насильницькою смертю. Для бразильського племені яномамо ця частка становить приблизно 40 %. Коли дві групи цих племінних народів несподівано натрапляють одна на одну, вони, здається, більш схильні битися за обмежені ресурси (їжу і плідних жінок), ніж вдаватися до комерційного обміну. Мисливці-збирачі не торгують. Вони радше здійснюють напади. Вони також не відкладають на майбутнє, а споживають їжу одразу ж, як знаходять. Тому їм і не потрібні гроші.

Гора грошей

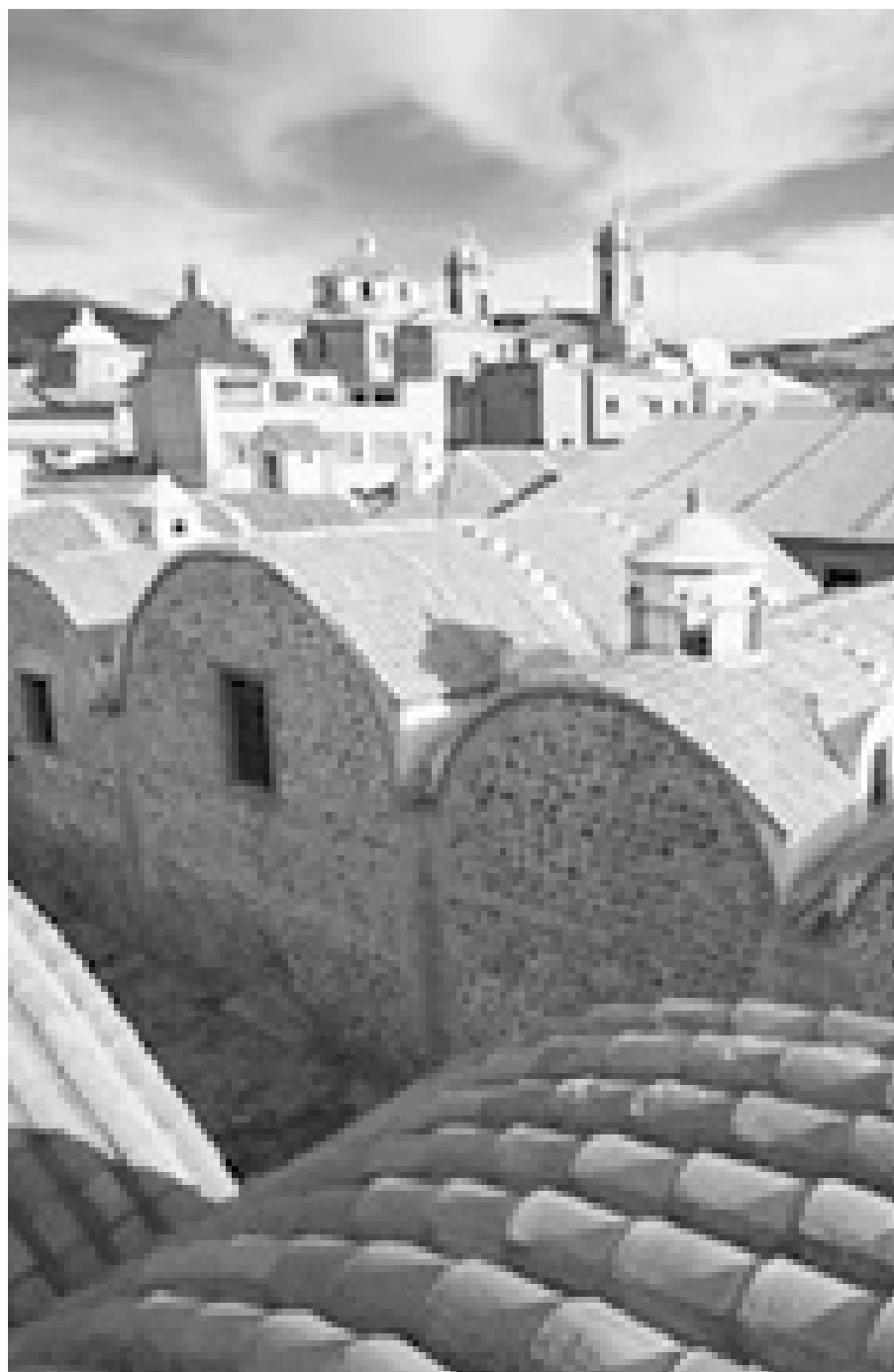
Насправді без грошей обходилися і більш розвинені за плем'я нукак суспільства. 500 років тому одне з найрозвиненіших суспільств Південної Америки — імперія інків — не мало грошей. Інки цінували естетичні якості дорогоцінних металів. Золото вони називали «потом сонця», а срібло — «сльозами місяця». Одиницею цінності в імперії інків була праця, саме так, як у пізніші часи це мало бути в комуністичних суспільствах. І так само, як і за комунізму, їхня економіка залежала від жорсткого централізованого планування та примусової праці. Проте в 1532 р. імперія інків була підкорена чоловіком, котрий, як і Христофор Колумб, прибув до Нового світу на пошуки дорогоцінних металів, які з часом планував монетизувати⁴.

Приблизно в 1502 р. Франсіско Пісарро, незаконнонароджений син іспанського полковника, у пошуках кращої долі перетнув Атлантичний океан¹⁴. Він був одним із перших європейців, що перетнули Панамський перешийок, щоб дістатися до Тихого океану, а в 1524 р. очолив першу з трьох експедицій до Перу. Пересуватися гірською місцевістю було важко, їжі не вистачало, а місцеві мешканці, котрих вони зустрічали, виявляли ворожість. Утім, теплий прийом, який улаштували другій експедиції в регіоні Тумбес, мешканці якої вітали прибульців як «дітей сонця», переконав Пісарро і його супутників у необхідності йти далі. Пісарро повернувся до Іспанії по королівський дозвіл на реалізацію свого плану вже як «губернатор Перу», щоб «розширити Кастильську імперію»⁵, після чого він спорядив три кораблі, зібрав 27 коней і 180 людей, оснащених найсучаснішою в тогочасній Європі зброєю: гарматами і механічними арбалетами¹⁵. Ця, третя, експедиція вирушила кораблями з Панами 27 грудня 1530 р. Майбутнім завойовникам знадобилося менше від двох років, щоб досягти своєї мети: вступити в протистояння з Атауальпою, одним із двох синів нещодавно померлого імператора інків Уайни Капака, які ніяк не могли дійти згоди. Атауальпа, який надто поспішно відкинув пропозицію монаха Вінсенте Вальверде підкоритися владі християн, кинувши на землю Біблію, відтоді міг лише спостерігати за тим, як іспанці,

покладаючись в основному на той жах, який викликали в інків їхні коні (ці тварини були їм невідомі), знищили його армію. Це був приголомшливий державний переворот, якщо взяти до уваги, наскільки інки чисельно переважали іспанців¹⁶. Невдовзі Атауальпа зрозумів, чого саме прагнув Пісарро, і спробував викупити свою свободу, запропонувавши йому наповнити кімнату, у якій його утримували, золотом і дві такі кімнати — сріблом. Загалом, за наступні кілька місяців інки зібрали для іспанців понад 6 т 22-каратного золота і близько 12 т чистого срібла¹⁷. Попри це Пісарро наказав стратити полоненого, якого в серпні 1533 р. привселюдно задушили гаротою¹⁸. Після падіння міста Куско через іспанське плюндрування від імперії інків нічого не залишилося. Навіть після повстання 1536 р., очоленого нібито керованим іспанцями новим богом-імператором Манко Капаком, іспанське правління міцно закріпилося, символом чого стало заснування нової столиці, Ліми. Формально імперія інків припинила своє існування в 1572 р.

Смерть Пісарро була так само жорстокою, як і його життя: у 1541 р. він загинув від ножового поранення, яке дістав у сутичці з конкістадорами. Але в кінцевому підсумку, його спадок іспанській короні значно перевищив навіть його власні мрії. Конкістадорів надихала легенда про Ельдорадо — індіанського короля, який під час святкувань нібито вкривав усе своє тіло золотим пилом. У регіоні, який люди Пісарро називали Верхнє Перу, на голих землях гір і туманів, де незвиклим до висоти людям було важко дихати, конкістадори знайшли дещо не менш цінне. Зловісно симетрична гора Сьєрра-Рико (буквально — «багата гора»), висота якої сягає 4824 м над рівнем моря, стала уособленням найвпливовішого образу багатства — це була суцільна гора срібної руди. 1545 р. індіанець на ім'я Дієго Гуальпа відкрив тут перші п'ять покладів срібла і таким чином змінив хід економічної історії світу¹⁹.

Інки не розуміли тої невиситимої жаги до золота й срібла, яка, здавалось, повністю заволоділа європейцями. «Навіть якщо весь сніг з Анд перетвориться на золото, вони все одно не задовольняться», — нарікав Манко Капак²⁰. Інки не могли досягнути того, що для Пісарро та його людей срібло було чимось більшим за блискучий декоративний метал; тому, що з нього можна було зробити гроші — одиницю розрахунку, засіб нагромадження цінності, владу, яка завжди при тобі.



Гора Сьєрра-Рико біля
міста Потосі – гора
грошей Іспанської імперії

Спершу на розробки копалень іспанці залучали мешканців навколишніх сіл, роботу яких оплачували. Але умови праці були такі важкі, що з кінця XVI ст. іспанці мушили запровадити систему примусової праці (*la mita*), суть якої полягала в тому, що чоловіки 18–50 років із 16 високогірних провінцій щороку мушили відпрацювати в копальнях 17 тижнів²¹. Рівень смертності серед гірників жахав, переважно люди гинули через постійний вплив випарів ртуті, утворюваних у результаті амальгамації, під час якої подрібнену срібну руду змочували ртуттю, щоб відокремити метал від породи, а потім при нагріванні утвореної амальгами метал відокремлювався від ртуті²². Повітря в копальнях було (і залишається) отруйним, гірники мали спускатися у вузькі шахти завглибшки 700 футів (213 м) абияк видовбаними сходинками, а потім, після багатьох годин важкої праці в копальнях, іти вгору з повними мішками срібної руди на плечах. Під обвалами гинули та зазнавали каліцтв сотні гірників. Новий центр срібної лихоманки, місто Потосі, за висловом Домінго де Санто-Томаса, було «розверзлою пащею пекла, до якої щороку входить величезна кількість людей, яких жадібні іспанці приносять у жертву своєму “богові”». Родріго де Лоайса називав ці копальні «пекельними ямами», зазначаючи: «якщо в понеділок до них увійде двадцять здорових індіанців, у неділю половина з них може вийти покаліченими»²³. Августинський монах Антоніо де ла Каланча в 1638 р. писав: «Кожне песо, видобуте у Потосі, коштувало життя десяти індіанцям, які загинули вглибині копалень». Коли запаси місцевої робочої сили вичерпалися, на їхнє місце почали завозити тисячі рабів з Африки, які мали стати «людьми-мулами». Навіть сьогодні в задушливих копальнях і тунелях Сьєрра-Рико відчувається якийсь пекельний дух.

Місто Потосі, де загинуло так багато людей, змушених тут працювати, також стало тим місцем, яке зробило Іспанію заможною. У 1556–1783 рр. «багата гора» дала 45 тис. тонн чистого срібла, яке в Каса де Мондеа (монетному дворі) переплавляли у зливки, з нього чеканили монети, а тоді все це кораблями відправляли до Севільї. Попри важке повітря і суворий клімат, Потосі швидко перетворилося на одне з головних міст Іспанської імперії, кількість населення якого в період його розквіту коливалася між 160 і 200 тис. мешканців, що значно перевищувало кількість населення більшості тогочасних європейських міст. Іспанці й досі вживають вираз *valer un potosi* (коштувати потосі), що означає «коштувати шалених

грошей». Схоже на те, що завоювання Пісарро зробили іспанську корону багатшою, ніж можна було уявити в найсміливіших мріях.

Зазвичай стверджують, що гроші — це засіб обміну, який має переваги над бартером; одиниця обліку, яка забезпечує оцінку і розрахунок; а також засіб нагромадження цінності, котрий дозволяє здійснювати економічні операції впродовж тривалого часу і на великих відстанях. Щоб найкраще виконувати всі ці функції, гроші мають бути доступними, зручними у використанні, придатними для тривалого вжитку, замінними і надійними. Більшості цих критеріїв відповідають такі метали, як золото, срібло і бронза, а тому їх тисячоліттями вважали ідеальною сировиною для виготовлення монет. Найдавніші відомі нам монети датуються приблизно 600 р. до н. е. Археологи знайшли їх у храмі Артеміди в Ефесі (біля Ізміра, що в сучасній Туреччині). На цих овальних лідійських монетах, виготовлених зі сплаву золота і срібла, відомого як електрум, було зображено левову голову. Це предтеча афінської тетрадрахми — поширеної срібної монети із зображенням голови богині Афіни на аверсі і сови (яку асоціювали з мудрістю) — на реверсі. У Давньому Римі монети виготовляли з трьох різних металів: із золота — ауреуси, зі срібла — денарії та з бронзи — сестерції. Номінал збільшувався саме в такому порядку, залежно від того, наскільки рідкісним був метал, але на всіх цих монетах з одного боку було зображено голову імператора, який перебував при владі, а з другого — фігури легендарних Ромула і Рема. Монети знали не лише у давніх середземноморських державах, але вперше з'явилися вони, безперечно, саме тут. Стандартні бронзові монети використовували в Китаї не раніше за 221 р. до н. е., за «першого імператора» Цінь Ши Хуанді. Вони були круглясті, із квадратним отвором посередині і зазвичай мали простий напис, що позначав їхню вагу (наприклад, «банлян» — приблизно 14 г).

Римська система карбування монет пережила Римську імперію. У часи Карла Великого, короля франків (768–814 рр.), ціни ще визначалися у срібних денаріях. Проблемою було те, що на час Карлової коронації під іменем «імператора Августа» у 800 р. в Західній Європі вже відчувалась хронічна нестача срібла. Грошей також потребували більш розвинені комерційні центри ісламської імперії, що панувала на півдні Середземномор'я і на Близькому Сході, тож дедалі більше дорогоцінного металу перетікало з відсталого Європи саме туди. Денаріїв за Карла Великого було настільки мало, що корова в каролінгські часи коштувала

лише 24 денарії. У деяких частинах Європи перець і білячі хутра замінили валюту; а в інших — словом ресупіа (гроші) позначали земельні наділи. Цю проблему європейці намагалися вирішити в декілька способів. Вони могли відправляти на експорт робочу силу й товари, обмінюючи рабів і ліс на срібло в Багдаді чи на африканське золото в Кордові та Каїрі. Або грабунком здобувати дорогоцінні метали під час війн із мусульманами. Завданням Хрестових походів, як і пізніших завоювань конкістадорів, було не лише навернення язичників у християнство, а й вирішення проблеми нестачі монет у Європі²⁴.

Хрестові походи — справа недешева, чистий дохід від них був доволі незначний. Представники середньовічних і ранньомодерних урядів так і не спромоглися вирішити свої проблеми з монетами — те, що економісти пізніше назвали великою проблемою дрібних грошей: їм було складно встановити стійке співвідношення між монетами з різних металів, результатом чого було те, що дрібніших монет періодично ставало замало і водночас (як не парадоксально) вони постійно знецінювались і фальшувались²⁵. Таким чином, іспанські конкістадори в Потосі та інших місцях Нового світу, де було знайдено багаті поклади срібла (особливо в Сакатекасі в Мексиці), здається, зруйнували багатовікові обмеження, від яких потерпала Європа. Першочергову вигоду, звісно, дістала Кастильська монархія, яка організувала ці завоювання. Великі групи кораблів (іноді навіть по сто за раз), що перевозили через Атлантику по 170 т срібла щороку, причалювали і розвантажувались у Севільї. П'ята частина всього, що привозилося, передавалася короні. На піку розквіту, наприкінці XVI ст., із цього прибутку сплачувалося 44 % королівських витрат²⁶. Але спосіб, у який ці гроші витрачались, уможливив те, що знайдені Іспанією багатства стали стимулом для розвитку монетарної системи всього континенту. Іспанська монета реал — real de a ocho («восьма частка»), яка мала за основу німецький талер (від назви якого пізніше пішла назва «долар»), стала першою у світі глобальною валютою, яка не лише йшла на оплату тривалих війн Іспанії у Європі, але й підтримувала все жвавішу європейську торгівлю з Азією.

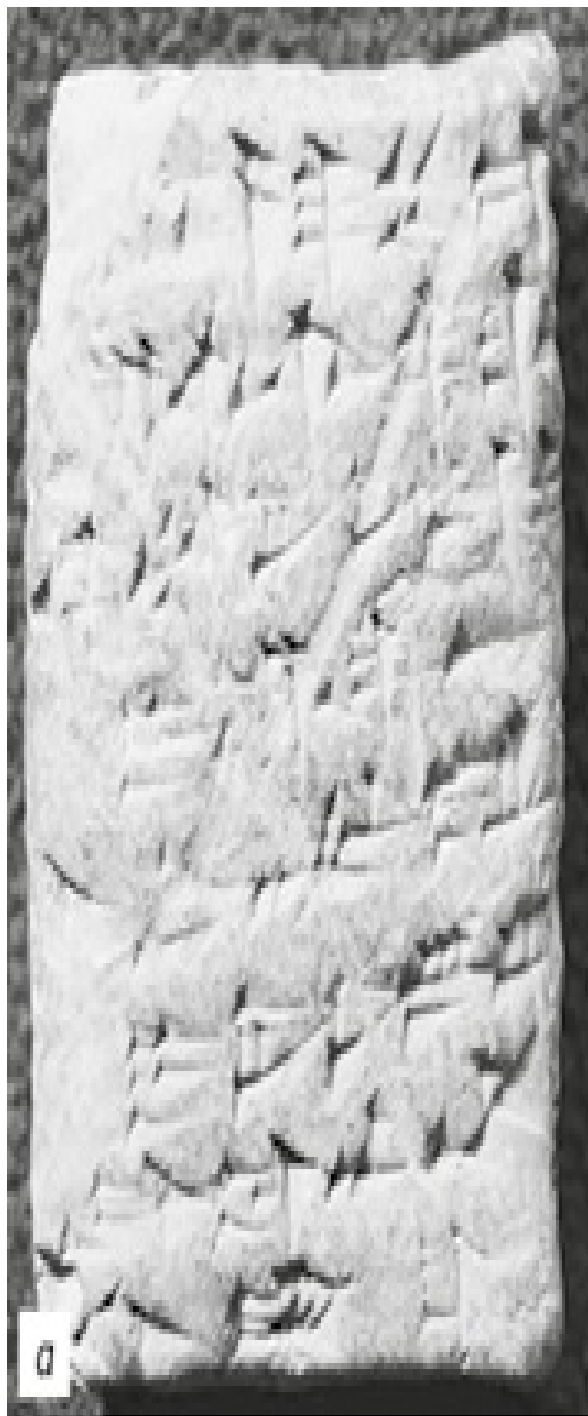
Утім, усе срібло Нового світу не допомогло приборкати бунтівну Республіку Семи Об'єднаних Провінцій Нідерландів, не спромоглося підкорити Англію інтересам іспанської корони, не допомогло врятувати Іспанію від неминучого занепаду економіки та й, у кінцевому підсумку, занепаду самої імперії. Подібно до царя Мідаса, іспанські монархи XVI ст.

Карл V і Філіп II зрозуміли, що надмірна кількість дорогоцінних металів може бути не лише благословенням, а й прокляттям. Чому так? Вони видобували так багато срібла на фінансування своїх загарбницьких війн, що ціна цього металу різко впала — себто впала його купівельна спроможність щодо інших товарів. Упродовж так званої революції цін, яка вплинула на всю Європу, у період між 1540-ми і 1640-ми рр. ціни на продукти (які майже не змінювалися за останні 300 років) помітно зросли. В Англії (із цієї країни маємо найкращі дані для аналізу цін) за цей період вартість життя зросла всемеро — не надто високий показник інфляції, як для нашого часу (він становить приблизно 2 % щороку), але за середньовічними стандартами зростання ціни на хліб здавалося революційним. У самій Іспанії надмір срібла став таким самим «ресурсним прокляттям», як і надлишкові запаси нафти в сучасних Саудівській Аравії, Нігерії, Персії, Росії та Венесуелі, котрі знищили всі стимули для більш продуктивної економічної діяльності, водночас підсилюючи орієнтованих на здобуття зиску диктаторів і послаблюючи представницькі органи (як-от кортеси у випадку Іспанії)²⁷.

Іспанці так і не зрозуміли, що ціна дорогоцінних металів не є сталою. Гроші варті лише того, що хтось інший готовий за них віддати. Збільшення запасів грошей не зробить суспільство багатшим, хоча це може збагатити уряд, котрий монополізує виробництво грошей. За інших незмінних обставин, збільшення обсягу грошей призводить лише до зростання цін.

Те, що в західній свідомості гроші так довго асоціювалися з металом, було, по суті, результатом історичного збігу обставин. У давній Месопотамії приблизно 5 тис. років тому люди користувалися глиняними табличками, щоб записувати на них операції із сільськогосподарською продукцією, як-от зерно чи вовна, чи з металами, наприклад, сріблом. За гроші, звісно, слугували кільця, зливки чи пластини зі срібла (так само, як і зерно), але глиняні таблички були не менш, а може й більш, важливі. Збереглося дуже багато табличок, які демонструють, що, коли люди навчилися фіксувати на письмі свідчення про свою діяльність, перші записи були не про історію, поезію чи філософію, а про бізнес²⁸. Неможливо без благоговіння тримати в руках ці давні фінансові інструменти. Хоча вони й зроблені зі звичайної землистої породи, та все ж проіснували значно довше за срібні долари з монетного двору Потосі. На одній із надзвичайно добре збережених табличок із містечка поблизу міста-держави Сіппара (нині Тель-Абу-Хаббах в Іраку) часів правління царя Аммі-дітана (1683–1647 рр. до н. е.)

сказано, що її власник має отримати певну кількість зерна в період врожаю. Інша табличка, створена в часи наступного царя Аммі-цадука, наказує передати її власнику певну кількість срібла наприкінці його подорожі²⁹.



Глиняна табличка II тисячоліття до н. е., Месопотамія, лице (а) і зворот (б). Написано, що Аміль-Мірра заплатить 330 мір ячменю власнику таблички в період урожаю

Якщо нам зрозуміла ідея, що стоїть за цим, то саме завдяки тому, що сучасні банкноти виконують подібну функцію. Просто погляньте на чарівні слова, написані на всіх банкнотах банку Англії: «Обіцяю виплатити власнику за вимогою таку суму...». Банкноти (які виникли в Китаї VII ст.) — це шматки паперу, які самі по собі нічого не варті. Вони є лише обіцянкою заплатити (звідси початкова англійська назва: promissory notes — «записані обіцянки»), так само як і чотиритисячолітні глиняні таблички давнього Вавилону. «Ми віримо в Бога», — стверджується на звороті десятидоларової купюри, але особа, котрій ви насправді вірите, коли берете одну з таких купюр як оплату, є спадкоємцем людини, зображеної на лиці (Александра Гамільтона, першого міністра фінансів США), на час написання цієї книжки ним був попередник Ллойда Бланкфейна на посаді генерального директора «Голдман Сакс», Генрі М. Полсон-молодший. Коли якийсь американець обмінює свої товари чи працю на жменю доларів, він вірить у те, що «Генк» Полсон (а разом із ним і голова Федеральної резервної системи Бен Бернейнк) не повторить помилку Іспанії й не випускатиме забагато цих штуківин, щоб вони не знецінилися настільки, що не будуть варті й паперу, на якому надруковані.

Нині, хоч купівельна спроможність долара за останні 50 років відчутно знизилася, ми цілком задоволені паперовими грошима — уже не кажучи про монети, які буквально зроблені з брухту. Вони аж ніяк не є засобом нагромадження цінності. Що ще дивніше: ми цілком задоволені грошима, яких навіть не бачимо. Нинішні електронні гроші можуть переправлятися нам від нашого роботодавця на наш банківський рахунок до наших улюблених магазинів, фізично навіть не матеріалізуючись. Саме ці «віртуальні» гроші становлять більшість того, що економісти називають «грошовою масою». Готівка, яку мають на руках пересічні американці складає лише 11 % обсягу грошей, відомого під назвою «агрегат М2». Нематеріальність переважної кількості нинішніх грошей, імовірно, найкраще розкриває їхню істинну сутність. Те, чого так і не зрозуміли конкістадори: гроші є об'єктом віри, майже релігійної, — віри в людину, яка платить нам, віри в людину, яка випускає гроші, чи в інституції, які неодмінно розрахуються за чеком чи переказом. Гроші — це не метал. Це фіксація довіри. І здається, що не так уже й важливо, на чому саме її фіксувати: на сріблі, глині, папері чи рідкокристалічному дисплеї. Грошима може слугувати будь-що: від мушель каури на Мальдівах і до величезних

кам'яних дисків на тихоокеанських островах Яп30. І схоже, тепер, в електронну добу, взагалі необов'язково, щоб хоч щось було матеріальним носієм грошей.

Ключові відносини, які викристалізували гроші, склалися між позикодавцем і позичальником. Погляньте ще раз на ті месопотамські глиняні таблички. У кожному з прикладів на них були зафіксовані транзакції з відшкодування тих товарів, які були позичені; на табличках, очевидно, містилися записи, зроблені позикодавцем, у якого вони й зберігалися (найчастіше в запечатаному глиняному ящику), щоб зазначити обсяг позиченого і термін повернення. Система позик у давньому Вавилоні, безперечно, була доволі хитромудра. Борги можна було передати комусь іншому, звідси й формулювання «заплатити власнику», а не конкретно названому кредитору. Глиняні розписки видавали тим, хто залишав зерно чи інші товари в царських палацах чи в храмах. Від позичальників очікували виплати відсотків (сама концепція, ймовірно, походить від природного приросту поголів'я худоби), які іноді сягали до 20 %. Із математичних вправ часів правління Хаммурапі (1792–1750 рр. до н. е.) можна припустити, що під час довготермінових позик могли стягувати щось на зразок складних відсотків. Але все це базувалося на довірі до боржника, який обіцяв заплатити. (Невипадково в основі слова «кредит» лежить латинське *credo* — «я вірю»). Періодично боржників звільняли від необхідності сплачувати борги (за законами Хаммурапі, пробачали борги що три роки), але це не відлякувало приватних і державних позикодавців від їхньої справи, вони далі розсудливо очікували, що їм повернуть гроші³¹. Навіть навпаки: у тривалій перспективі сфера приватних фінансових позик у давній Месопотамії розширилась. На VI ст. до н. е. у Вавилоні виникли родини могутніх землевласників і позикодавців, як-от Егібі, комерційні інтереси яких охоплювали широкі території від Уруку, розташованого за сотні кілометрів на південь, і до Персії — на сході. Тисячі глиняних табличок, що збереглися з того періоду, підтверджують, що в той чи інший час чимало людей були боржниками родини Егібі. Той факт, що родина процвітала п'ять поколінь, свідчить про те, що зазвичай їм вдавалося збирати борги.

Буде не дуже правильним сказати, що кредитні позики винайшли у давній Месопотамії. У Вавилоні переважно йшлося про позики від царських чи релігійних комор. Вони не винайшли кредитні відносини в сучасному значенні, про які йтиметься далі в цьому розділі. Утім, це був важливий

початок. Без основних уявлень про позики й кредити економічна історія нашого світу навряд чи змогла б кудись просунутися. А без мережі відносин між кредиторами і боржниками, що й далі розширюється, сьогоднішня глобальна економіка зійшла б на нуль. Усупереч тому, про що співають у відомій пісні з мюзиклу «Кабаре», гроші не змушують світ крутитися в буквальному сенсі. Але вони змушують крутитися неймовірну кількість людей, товарів і послуг по всьому світу.

Вражає те, наскільки пізно і, зрештою, швидко ідея кредиту закріпилася в тій частині світу, де її спіткав найбільший розквіт.

Акули-лихварі

На початку XIII ст. Північна Італія являла собою низку земель, поділених між багатьма містами-державами, що змагалися за вплив. Серед численних залишків зруйнованої Римської імперії збереглася числова система (i, ii, iii, iv...), абсолютно не пристосована до складних математичних підрахунків, уже не кажучи про комерційні потреби. Ця проблема ніде, мабуть, не стояла так гостро, як у Пізі, де купці якось мали давати собі раду з підрахунками семи різновидів монет. Для порівняння, економічне життя на Сході (в Абассидському халіфаті чи в Китаї часів династії Сун) було більш розвиненим ще з часів Карла Великого. Щоб відкрити для себе сучасні фінансові відносини, Європа спершу мала імпортувати їх. Вирішальну роль у цьому відіграв молодий математик, якого звали Леонардо Пізанський, або Фібоначчі.

Молодий Фібоначчі, син пізанського митника, осівши в алжирському місті, яке нині називається Беджая, занурився в те, що він сам називав «індійським методом» математики, який насправді поєднував індійські й арабські ідеї. Він увів ці ідеї в обіг у Європі, що спричинило революцію у способі підрахунку. Нині його краще пам'ятають за послідовність Фібоначчі (0, 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21...), у якій кожне наступне число є сумою двох попередніх, а співвідношення між певним числом і тим, що йде перед ним, наближується до «золотого перетину» (близько 1,618). Ця послідовність віддзеркалює деякі повторювані властивості, які можна спостерігати у світі природи (наприклад, фрактальну геометрію папороті й морських мушель)⁶. Але послідовність Фібоначчі була лише однією з багатьох східних математичних ідей, представлених європейцям у революційній праці Леонардо Пізанського *Liber Abaci*, або «Книга абака», яку він оприлюднив у 1202 р. Читач міг знайти тут пояснення дробів, а також концепції поточної вартості (сьогоднішня ціна зі знижкою на майбутній потік доходів)³². Найважливішим нововведенням були запроваджені Фібоначчі індо-арабські цифри. Він не лише дав Європі десяткову систему, із якою провадити всі підрахунки стало значно простіше, ніж із римськими цифрами, він також продемонстрував, як її

можна використати в бухгалтерському обліку, для конвертації валют, і нарешті найважливіше — для підрахунку відсотків. Характерно, що багато прикладів у «Книзі абака» максимально наближені до реалій життя, оскільки в них ідеться про такі товари, як шкіра, перець, сир, олія та спеції. Це мало стати початком практичного застосування математики для заробітку грошей, зокрема, за допомогою позик. Один із типових прикладів починається так:

Чоловік розмістив 100 фунтів в одному з [купецьких] домів за умови повернення 4 денаріїв за 1 фунт щомісяця як відсотків і щорічної виплати у 30 фунтів. Необхідно підрахувати щорічне скорочення капіталу на 30 фунтів і прибуток із зазначених 30 фунтів. Потрібно визначити, скільки років, місяців, днів і годин він триматиме гроші в цьому домі...

Італійські комерційні центри, як-от рідна для Фібоначчі Піза чи сусідня Флоренція, виявилися родючим ґрунтом для цих фінансових посівів. Але головною кредитною лабораторією Європи стала Венеція, вона більше за інші міста була відкрита для східних впливів. Недарма найвідоміший лихвар західної літератури жив саме у Венеції. Оповідь про нього блискуче представляє ті обмеження, які століттями стримували ефективне застосування теорій Фібоначчі на практиці в успішних фінансових операціях. Обмеження були не економічного і не політичного характеру. Це були культурні обмеження.

П'єса Шекспіра «Венеційський купець» спирається на сюжет з італійської книжки XIV ст. під назвою Il Pecorone («Дурень»), яка складалася з оповідань і анекдотів, написаних Джованні Фйорентіно в 1378 р. В одному оповіданні йдеться про жінку, яка вийшла заміж за шляхетного юнака. Її чоловікові потрібні були гроші, тож його друг, прагнучи допомогти, іде до лихваря, щоб позичити гроші від імені свого товариша. Лихвар, як і єврей Шейлок, вимагає компенсації — фунт плоті, який мають відрізати і передати йому, якщо гроші не повернуть. Коли Шекспір переробив сюжет, у нього єврей-лихвар Шейлок погодився позичити 3 тис. дукатів безнадійно закоханому Бассаніо, але гарантії мав надати його друг, купець Антоніо. За словами Шейлока, Антоніо «гідна» людина — йдеться не про його надзвичайну добродішність, а про те, що його кредитоспроможність є «задовільною». Утім, Шейлок також зазначає, що позичати гроші купцеві (чи його друзям) — справа ризикована. Кораблі Антоніо розкидані по всьому світу: один іде до Північної Африки, другий — до Індії, третій — до

Мексика, а четвертий — до Англії:

Проте весь капітал його — в надіях. Один із його кораблів пливе до Триполі, другий — до Індії; а ще довідався я на Ріальто, що третій корабель його простує до Мексики, четвертий — до Англії, і решту суден теж розкидано по всіх світах. Та кораблі — це ж усього-на-всього дошки, а матроси — тільки люди; але ж є ще суходільні пацюки і водяні пацюки, водяні злодії і земні злодії, — я маю на думці піратів; крім того, загрожують ще й хвилі, вітри та скелі⁷.

Саме тому ті, хто позичали гроші купцям, навіть якщо йшлося лише про період заокеанської подорожі, мали подбати про якусь компенсацію. Ми зазвичай називаємо цю компенсацію відсотками: сума, яка виплачується позикодавцеві поза і понад позичену суму, або «тіло» кредиту. Заокеанська торгівля, від якої залежала Венеція, не була б можливою, якби вкладники не отримували якоїсь винагороди за те, що ризикують грошима, покладаючись лише на голі дошки й людей.

Але чому ж Шейлок представлений таким лиходієм, котрий буквально вимагає фунт плоті (внаслідок чого Антоніо може померти) у разі, якщо зобов'язання не будуть виконані? Відповідь, звісно, полягає в тому, що Шейлок є одним із багатьох позикодавців в історії, які належали до етнічної меншості. У часи Шекспіра євреї вже століття надавали комерційні позики у Венеції. Відбувалося це перед будівлею, що колись звалася Банко Россо, за столами (tavule) на лавках (banche). Але жити євреї мали в закритих гетто, розташованих на певній відстані від центру міста.

Була причина на те, чому венеційські купці були змушені приходити у єврейське гетто, якщо хотіли позичити гроші. У християнстві позичити гроші під відсотки вважалося гріхом. У 1179 р. на Латеранському соборі лихварів — тих, хто позичав гроші під відсотки, відлучили від церкви. Віденський собор 1311–1312 рр. проголосив єрессю навіть спроби довести, що лихварство не є гріхом. Християни-лихварі мали заплатити церкві відшкодування, якщо хотіли бути похованими на освяченій землі. Їх особливо ненавиділи францисканці й домініканці, засновані, відповідно, у 1206 і 1216 рр. (саме після оприлюднення «Книги абака» Фібоначчі). Не варто недооцінювати сили цього табу, хоча в часи Шекспіра воно явно було не таким суворим³³.

У флорентійському Дуомо є фреска Доменіко ді Мікеліно, на якій зображено видатного флорентійського поета Данте Аліґ'єрі з книгою «Божественна комедія» в руках. Данте у Пісні 17 свого шедедру відвів сьоме коло пекла лихварям:

У них в очах світився біль різкий,

Чи тут, чи там, віддавшись небезпеці,

То племінь відсували, то піски.

Так само роблять пси в нестерпній спеці

Ротами й лапами, коли кусать

Почнуть їх блохи, мухи а чи гедзі.

Я в лиця намірявся заглядать,

Та лютий племінь падав без упину,

І я не міг нікого упізнать.

І кожен з них на шиї мав торбину

На колір певну й певний знак на ній,

Які були за втіху всім єдину.

Євреям також не годилося позичати гроші під відсотки. Але у старозаповітній книзі Второзаконня згадувалась одна лазівка: «Від чужоземця можеш вимагати відсотків, але від одноплеменця — ні» (23:20). Іншими словами, єврей міг законно позичати гроші християнинові, але не іншому єврею. Ціною цього стала соціальна ізоляція.

У 1492 р. євреїв вигнали з Іспанії. Разом із багатьма португальськими *conversos* — євреями, яких закон 1497 р. змушував навернутись у християнство, вони шукали прихистку в Османській імперії. Із Константинополя та інших османських портів вони налагодили торговельні відносини з Венецією. Присутність євреїв у Венеції фіксується з 1509 р.,

коли євреї з Местре шукали там порятунку під час війни Камбрейської ліги. Спершу міська влада не прагнула приймати вигнанців, але невдовзі стало очевидним, що євреї можуть стати важливим джерелом надходження грошей і надання фінансових послуг, оскільки їх можна було обкладати податками, а також позичати в них гроші³⁴. У 1516 р. влада Венеції визначила в місті спеціальну ділянку для поселення євреїв на місці колишньої залізоливарні, яка з часом стала відома як *ghetto nuovo* — нове гетто (*ghetto* буквально означає «литво»). Там їх зачиняли щоночі, а також під час християнських свят. Ті, хто залишався у Венеції понад два тижні, мушили носити жовту літеру «О» на спині чи жовтий (пізніше яскраво-червоний) капелюх або тюрбан³⁵. Перебування було обмежене лише визначеним періодом, записаним у *condotte* (грамотах), які оновлювались щоп'ять років³⁶. У 1541 р. місто уклало подібну угоду з євреями Румунії, яким надали право жити в іншому анклаві — *ghetto vecchio* (старому гетто). На 1590 р. у Венеції мешкало близько 2500 євреїв. Будинки в гетто мали до семи поверхів, щоб умістити всіх новоприбулих.

Упродовж XVI ст. становище євреїв у Венеції залишалося хитким і уразливим. У 1538 р., коли між Венецією і Османською імперією вибухнула війна, сенат Венеційської республіки наказав конфіскувати власність «турків, євреїв та інших турецьких підданих». Інша війна, що тривала з 1570 до 1573 р., призвела до арешту всіх євреїв і захоплення їхньої власності, хоча після укладення миру їх усіх звільнили і майно їм повернули³⁷. Щоб уникнути цього досвіду на майбутнє, євреї звернулися до венеційського уряду, щоб той дозволив їм залишатися на волі під час усіх наступних війн. Їм пощастило, що їхні інтереси представляв єврейський купець іспанського походження Даніель Родріґа, який досить успішно провів переговори. Грамота, яку йому вдалося отримати в 1589 р., надавала всім євреям статус венеційських підданих, за нею їм дозволялося долучатися до левантійської торгівлі (це було надзвичайно цінним привілеєм), а також вільно сповідувати свою релігію. Утім, лишилися і деякі суттєві обмеження. Вони не могли вступати до цехів чи вести роздрібну торгівлю, таким чином їхня діяльність обмежувалась наданням фінансових послуг, а всі надані привілеї могли бути відкликані, хоча їх мали про це попередити за 18 місяців. Здобувши статус громадян, євреї тепер мали кращі шанси у венеційських судах, ніж Шейлок. Наприклад, у 1623 р. Леон Вольтера притягнув до суду Антоніо далла Донна, котрий виступив гарантом одного рицаря, який дещо позичив у Вольтери, а тоді зник. Проте, коли у 1636–1637 рр. вибухнув скандал із підкупом суддів, до

якого були причетні євреї, здавалося, що їм знову загрожує вигнання³⁸.

Хоча історія Шейлока й була вигадана, та все ж вона не далеко відійшла від венеційської реальності. Шекспір насправді доволі точно проілюстрував три важливих моменти про ранньомодерні грошові позики: кредитори могли вимагати неймовірні відсотки на добу, коли кредитні ринки перебували в зародковому стані; суди відігравали важливу роль, коли йшлося про розв'язання суперечок в обхід насильства; але головне — вразливість меншості, до якої належали кредитори, перед заходами, до яких вдавалися ворожо налаштовані боржники, що належали до етнічної більшості. Адже, в кінцевому підсумку, Шейлоку не дали досягнути його мети. Хоча суд визнав його право наполягати на виконанні зобов'язань — вимагати фунта плоті, закон заборонив йому проливати кров Антоніо. А оскільки він був інородцем, закон вимагав відібрати в нього майно і життя за замах на життя християнина. Йому вдалось уникнути цього лише навернувшись у християнство. У підсумку: усі жили довго і щасливо — за винятком Шейлока.

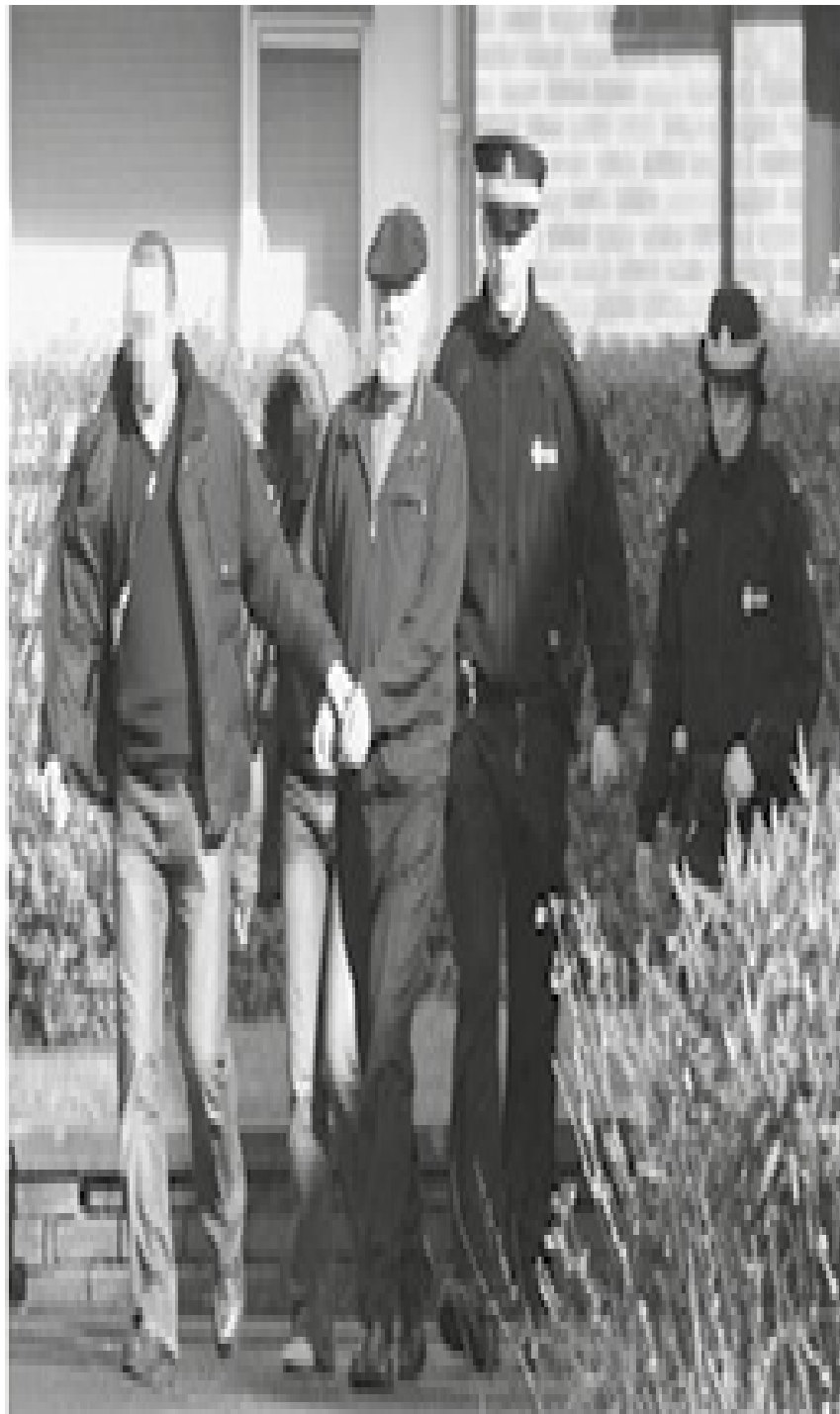
«Венеційський купець» порушує складні питання не лише про економіку, а й про антисемітизм. Чому боржники не завжди відмовлялися сплачувати борги, особливо якщо кредиторами були представники непопулярних етнічних меншин? Чому шейлоки не завжди зазнавали збитків?

Акули-лихварі, як і бідні, котрі стають їхніми жертвами, і далі існують серед нас. Вони процвітають, наприклад, у Східній Африці. Але не потрібно подорожувати до нерозвинених країн, щоб зрозуміти, як працює примітивна система позичання грошей. Згідно зі звітом британського міністерства торгівлі і промисловості 2007 р., близько 165 тис. родин у Великій Британії звертаються до нелегальних позичальників грошей, щороку беручи в них у борг до 40 млн фунтів, а повертають утричі більші суми. Щоб зрозуміти, що до одинаків-лихварів майже завжди виявляють неприязнь, незалежно від їхнього етнічного походження, вам варто навідатися до мого рідного міста Глазго. Бідні житлові масиви місцевого Іст-енду віддавна були легкою поживою для акул-лихварів. У таких кварталах, як Шеттлстоун, де жили мої дідусь із бабусею, на вікнах занедбаних квартир встановлені металеві ґрати, а стіни автобусних зупинок розписані графіті. Колись економічне життя Шеттлстоуну трималося на заробітках працівників Бойдівського чавуноливарного заводу. Нині воно тримається на соціальних виплатах безробітним, котрі переказують на їхні

поштові рахунки. Тривалість життя чоловіків Шеттлстоуну становить приблизно 64 роки, на 13 років менше, ніж загалом по Великій Британії, та стільки ж, скільки в Пакистані. Це означає, що новонароджений хлопчик, швидше за все, не доживе до пенсійного віку.

Ці знедолені райони Глазго є чудової місциною для полювання акул-лихварів. У районі Гіллінгтон головною акулою-лихварем упродовж 20 років залишався Джеральд Ло. Під офіс він використовував паб «Торговельний корабель» на західній Пейзлі-роуд, де проводив більшу частину робочого дня, попри те, що сам був непитущий. Ло використовував просту систему: боржники віддавали йому свої книжечки на отримання матеріальної допомоги чи спеціальні поштові пластикові картки для виплат взамін на позику, умови якої він записував у позиковому записнику. Коли наставав час повернення боргу, Ло віддавав боржникові його картку й очікував на відсотки. Записи про позики самі по собі були доволі прості: якийсь безсистемний набір операцій, де фігурують одні й ті самі 20–30 імен і прізвищ, поряд із якими записані різні суми грошей: «Бородань Ел — 15», «Норовливий — 100», «Бернадетт — 150», «Крихітка Кеффі — 1210». Зазвичай Ло брав зі своїх клієнтів приголомшливі 25 % за тиждень. Як правило, клієнти на кшталт Бороданя Ела позичали 10 фунтів і за тиждень повертали 12 фунтів 50 пенсів (тіло кредиту плюс відсоток). Утім, нерідко клієнти Ло не могли вчасно повернути позичений борг, що не дивно в умовах, коли люди з тих місць мали якось виживати на 5 фунтів 90 пенсів на день. Тож вони ще трохи позичали. Невдовзі деякі клієнти були винні йому сотні, навіть тисячі фунтів. Навряд чи можна дивуватися тій швидкості, із якою вони потрапляли до його тенет через борги. 25 % щотижня — на рік становитиме понад 1 млн відсотків.

Доволі давно відсоткові ставки у Європі почали знижуватися. Тож чому сьогодні деякі британці платять семизначні відсотки за банальні позики? Звісно, лише божевільні погодяться сплачувати такі борги. Дехто з клієнтів Ло справді мав розумові відхилення. Утім, у його психічно здорових клієнтів, очевидно, були причини не відмовлятися від своїх зобов'язань перед ним, хоч би якими грабіжницькими вони були. Як писали в газеті «Скотсмен», «його жертви не ризикували пропускати відплату через його репутацію», хоча не зовсім зрозуміло, чи Ло колись вдавався до насильства³⁹. Кожній акулі-лихварю, як демонструє і приклад Шейлока, загрожує небезпека.



Арешт акули-лихваря: Джеральда Ло ведуть поліцейські з відділу незаконних кредитувань Глазго

Легко засуджувати лихварів як аморальних і насправді кримінальних елементів. Джеральда Ло за його поведінку засудили до десяти місяців ув'язнення. Утім, нам потрібно зрозуміти економічну причину його вчинків. По-перше, він скористався перевагами ситуації, коли жодна фінансова інституція не погоджувалася надавати кредит шеттлстоунським безробітним. По-друге, Ло мав поводитись по-хижацьки жорстоко саме через те, що члени невеликої групи його клієнтів були схильні до того, щоб не повертати позики. Основною проблемою в житті акули-лихваря є те, що масштаб їхнього бізнесу замалий, а сама справа надто ризикована, щоб дозволити собі встановлювати низькі відсоткові ставки. Але високі ставки значно збільшують вірогідність несплати боргу, і таким чином лише залякування змушують людей платити. Тож у який спосіб позикодавці зуміли подолати головну дилему: якщо вони будуть надто щедрі, то не зможуть заробляти, а якщо будуть надто жорсткі, як Джеральд Ло, люди врешті-решт звернуться до поліції?

Відповідь проста: вони розширювалися і ставали могутнішими.

Народження банківської системи

Шейлок був не єдиним позикодавцем, який продемонстрував притаманну кредиторам, особливо чужинцям, слабкість. На початку XIV ст. у фінансовому житті Флоренції панувало три родини: Барді, Перуцці й Аччаюолі. На 1340-ві рр. всі три банкірські будинки зникли, бо двоє їхніх головних клієнтів, король Англії Едуард III і король Неаполя Роберт, не повернули свої борги. Але якщо це є прикладом потенційної слабкості позикодавців, сходження на арену родини Медічі демонструє протилежне — їхню потенційну силу.

Мабуть, жодна інша родина не відіграла такої важливої ролі в певний історичний період, як Медічі за доби Відродження. Двоє представників родини Медічі стали папами (Лев X і Клемент VII); дві представниці — королевами Франції (Катерина і Марія); троє стали герцогами (Флоренції, Немура і Тоскани). Історію цієї родини належним чином описав Нікколо Макіавеллі — видатний теоретик політичної влади. Вони були покровителями мистецтва і науки, а серед тих, кому вони допомагали, було чимало геніїв — від Мікеланджело до Галілео. Наймовірний архітектурний спадок, який вони залишили по собі у Флоренції, дотепер вражає відвідувачів цього міста. Гляньте лише на віллу Кафаджіоло, монастир Сан-Марко, базиліку Сан-Лоренцо і дивовижні палаци, які в середині XVI ст. належали герцогу Козімо де Медічі: колишній палац Пітті, реконструйований Палаццо Веккіо та будівля адміністративних і судових закладів — Уффіці (Uffizi), подвір'я якої простяглося аж до берега річки Арно⁴⁰. Але яке походження цієї пишноти? Звідки взялися гроші на оплату таких шедеврів, як-от променисте «Народження Венери» Сандро Боттічеллі? Найпростіше буде відповісти, що Медічі здійснювали обмін валют — були членами гільдії міняйл (Arte de Cambio). Їх також називали банкірами (banchieri), оскільки вони, як і венеційські євреї, вирішували ділові справи, сидячи на лавах за столами просто на вулиці. Перший банк (краще було б назвати це прилавком) Медічі розташовувався неподалік від палацу Кавальканті, на розі нинішньої віа-діа-Порта-Росса і віа-дель-Арте-делла-Лана, за кілька кроків від центрального флорентійського воняного

ринку.



**Банкір на своїй лаві.
Квентін Массейс «Міняйло
з жінкою» (1514)**

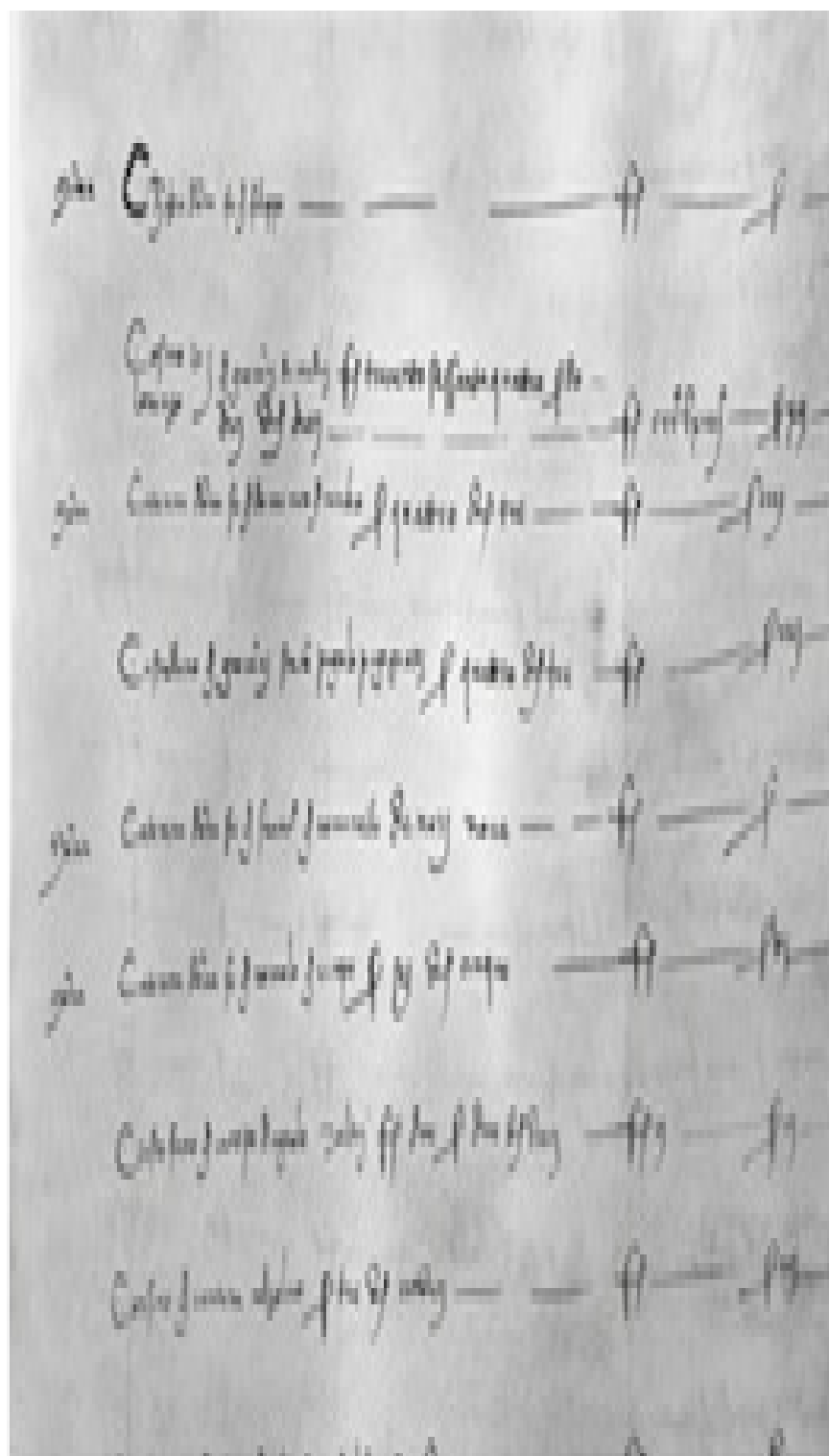
Можна з великою імовірністю припустити, що до 1390-х рр. Медічі були радше бандитами, аніж банкірами: другорядним кланом, більш відомим через насильство, а не через фінансові справи. У проміжок часу з 1343 до 1360 р. не менше від п'яти Медічі були засуджені до страти за серйозні злочини⁴¹. А тоді з'явився Джованні ді Біччі де Медічі. Він мав мету: зробити діяльність Медічі законною. Йому це вдалося — завдяки важкій праці, тверезому способу життя і ретельному розрахунку.

У 1385 р. Джованні став управителем римського відділення банку, що належав його родичу Вієрі ді Камбро де Медічі, флорентійському позикодавцеві. У Римі Джованні уславився як продавець валют. Папство з багатьох причин було ідеальним клієнтом, зважаючи на те, як багато різних валют вливалось до ватиканських скринь і виливалось з них. Як ми вже мали змогу побачити, це була доба, коли співіснували різні системи чеканки монет — із золота, срібла, а також недорогоцінних металів, тож усяка торгівля на великих відстанях і сплата податків ускладнювалися через необхідність переведення грошей з однієї валюти в іншу. Але Джованні, вочевидь, розгледів у рідній Флоренції ще кращі можливості, тож повернувся туди в 1397 р. На час, коли він передав свою справу старшому синові Козімо в 1420 р., він заснував відділення свого банку у Венеції, а також у Римі, пізніше відділення також з'явилися у Женеві, Пізі, Лондоні й Авін'йоні. А ще Джованні придбав частку в двох флорентійських вовняних мануфактурах.

Особливо важливими у справах Медічі були векселі (*cambium per literas*), які впродовж Середніх віків стали важливим засобом фінансування торгівлі⁴². Якщо один купець був винен іншому якусь суму, котру не міг виплатити готівкою до завершення своєї торговельної операції за кілька місяців, кредитор міг виписати вексель на боржника і використати його для оплати, коли йому було зручно, або обміняти його на готівку на вигідних умовах у банкіра, який погоджувався бути посередником. Оскільки вимагати відсотки було заборонено, адже це засуджувалося церквою як лихварство, ніщо не заважало хитрим банкірам заробляти на таких операціях. Це стало основою бізнесу Медічі. Чеків не існувало, настанови давалися усно, а тоді записувалися в банківські книги. Відсоткових ставок не було: вкладники отримували так звані *discrezione* (платежі, пропорційні щорічному прибутку фірми), щоб компенсувати їм те, що вони ризикують

своїми грошима⁴³.

Світло на піднесення родини Медічі проливає libro segreto (дослівно «таємна книга»⁹) Джованні ді Біччі де Медічі⁴⁴. Піднесення відбулося почасти завдяки ретельному веденню бухгалтерських записів.



Сторінка із «таємної книги» Медічі

Звісно, за сучасними стандартами, вони містили чимало недоліків. Медічі не завжди використовували метод подвійної бухгалтерії, хоча він був відомий у Генуї ще з 1340-х рр⁴⁵. Та все ж таки сучасні дослідники були вражені акуратністю і порядком у рахунках Медічі. В архіві також зберігається багато балансових звітів Медічі, у яких з одного боку, як і має бути, розташовані резерви і внески (як зобов'язання, або *vostro*), а з другого боку містяться записи про позики клієнтам чи векселі (як активи, або *postro*). Не Медічі винайшли цю систему, але вони використовували її значно ширше, ніж було заведено у Флоренції. Проте справжній ключ до успіху Медічі полягав не так у масштабності, як у диверсифікації їхньої діяльності. У той час, коли перші італійські банки являли собою монолітні структури, які було легко зруйнувати, якщо хтось із позичальників не повертав борг, банк Медічі фактично був утворенням пов'язаних між собою численних партнерів; стосунки між ними були закріплені особливими угодами, умови яких регулярно переглядалися. Керівники представництв були не найманими працівниками, а молодшими партнерами, які мали свою частку з прибутку. Саме завдяки цій децентралізованій моделі банк Медічі був настільки вигідний. У 1402 р. капітал банку становив 20 тис. флоринів, у ньому працювало щонайбільше 17 людей. У період із 1397 до 1420 р. прибуток банку склав 151 820 флоринів — це близько 6326 флоринів щороку, або 32 % прибутку. У самому лише римському представництві щорічний прибуток становив 30 %⁴⁶. Докази того, що ця модель добре працювала, можна побачити й у флорентійських записах про податки, які сторінка за сторінкою перераховують активи Джованні ді Біччі, які загалом налічують близько 91 тис. фло-ринів⁴⁷.

Коли в 1429 р. Джованні помер, його останніми словами до спадкоємців був заклик дотримуватися стандартів його фінансової проникливості. Його похорон відвідало 27 чоловіків із родини Медічі, кожен із яких засвідчив свою повагу її голові (*capo della casa*), який усього досягнув власною працею. Коли в 1458 р. Пій II став Папою, Козімо Медічі фактично став уособленням флорентійської держави. Як про це писав сам Папа: «Політичні питання вирішуються у нього вдома. Обрані ним люди отримують посади... Він є тим, хто вирішує питання миру і війни, контролює закони... Він король в усьому, окрім назви». Іноземним правителям радили звертатися до нього особисто й не витратити час на пошуки когось іншого у Флоренції. Флорентійський історик Франческо

Гвіччардіні зазначав: «Він має таку репутацію, якої не було, мабуть, у жодної іншої приватної особи від часів падіння Риму і до наших днів». Один із найвідоміших портретів роботи Боттічеллі — портрет неймовірно привабливого юнака — насправді готувався як присвята померлому банкірові. Юнак тримає в руках медаль, на якій зображено обличчя Козімо де Медічі, а також міститься напис *pater patriae* — «батько вітчизни». У 1469 р. справи перейшли до Лоренцо Пишного, тоді колишній клан Сопрано вже перетворився на родину Корлеоне — та навіть більше. І все це завдяки банківській справі.

Досягнуте родиною Медічі фінансове перетворення найкраще передав Боттічеллі на картині «Поклоніння волхвів». Уважно придивившись, можна зрозуміти, що всі троє волхвів є представниками родини Медічі: старший чоловік, котрий миє ніжки немовляті Ісусу, — це Козімо Старий, нижче і трохи правіше від нього — двоє його синів: П'єро (у червоному) і Джованні (у білому). На картині також є Лоренцо (у блідо-блакитному одязі) і Джуліано (він стискає меча). Це полотно замовив голова Гільдії банкірів, присвятивши його славетній родині. Її цілком можна було б назвати «Поклоніння родини Медічі». Банкіри, котрих колись проклинали, тепер максимально наблизилися до божественного.

Те, що Флорентійську республіку підкорила своїй владі надзвичайно заможна родина банкірів, неодмінно мало супротив. Від жовтня 1433 і до вересня 1434 р. Козімо з багатьма своїми прибічниками був змушений утекти з Флоренції до Венеції. У 1478 р. під час жорстокого замаху з метою покінчити з правлінням Медічі, організованого родиною Пацці, було вбито брата Лоренцо Джуліано. Банківські справи значно постраждали через те, що Лоренцо занедбав їх, присвятивши себе політиці. Управителі представництв, як-от Франческо Сассетті в Авіньйоні чи Томмазо Портінарі у Брюгге, дістали більше повноважень і незалежності. Банк дедалі більше залежав від залучення внесків, а прибутки від торгівлі й обміну валют стали непостійними. Банкіри припускалися серйозних помилок, які дорого їм коштували: наприклад, представництво у Брюгге надало позику бургундському герцогу Карлу Сміливому, а лондонське — Едуарду IV, і ці позики так ніколи повністю й не були повернуті. Щоб врятувати свою справу, Лоренцо довелося запустити руку до муніципального Монте делле Доте (щось на зразок фонду взаємодопомоги з виплати посагів на весілля дочок)⁴⁸. Урешті-решт, під час хаосу, спричиненого французькою навалою в 1494 р., родину вигнали з міста, а

все її майно конфіскували й розділили. Домініканський проповідник Джироламо Савонарола, звинувачуючи родину Медічі в усіх негараздах міста, закликав влаштувати «багаття марнославства». На його заклик відгукнувся натовп, який вдерся до палацу Медічі та спалив більшу частину архівів банку. (На тих паперах, які вціліли, і досі можна побачити темні випалені сліди). Як Лоренцо сказав у пісні, яку особисто склав у 1470-х рр., «якщо можеш бути щасливим, будь щасливим. / Неможливо бути впевненим у майбутньому».

Утім, коли заможні еліти Флоренції вдосталь надивилися на підбурювача Савонаролу чи на плебейський натовп як можливу альтернативу правлінню Медічі, вони невдовзі затужили за пишною родиною. У 1537 р. Козімо Медічі, якому тоді було 17 років, запросили назад до Флоренції, а в 1569 р. було створено титул Великого герцога Тосканського. Рід герцогів протримався понад 200 років, до 1743 р. Схожі на монети *palle* (пігулки) на гербі Медічі тривалий час нагадували про походження родини.

Хоча до Медічі були й інші, ця родина стала першими банкірами, яким удалося перетворити фінансовий успіх на спадковий статус і владу. Вони зуміли досягнути цього, засвоївши один урок: у світі фінансів мале рідко буває прекрасне. Розбудовуючи свій банк і диверсифікуючи діяльність наполегливіше, ніж це робили попередні фінансові інституції, їм удалося розподілити ризики. А працюючи не лише з позиками, а й торгуючи валютою, вони спромоглися зменшити свою вразливість через неповернення позик.

Італійська банківська система стала зразком для тих північноєвропейських країн, які досягнуть величезного комерційного успіху в наступні століття, зокрема, для Голландії та Англії, але також Швеції. Наступна визначальна хвиля фінансових інновацій відбудеться в Амстердамі, Лондоні та Стокгольмі, коли вперше з'явилися провісники сучасних центральних банків. У XVII ст. було засновано три найважливіші інституції, які в різний спосіб мали обслуговувати публічну та приватну фінансову сферу. У 1609 р. виник Амстердамський обмінний банк, або «Віссельбанк» (*Wisselbank*). Його завданням було вирішення проблем, які створювали купцям різні валюти, що були у вжитку в Об'єднаних Провінціях, де діяло щонайменше 14 різних монетних дворів і використовувалась величезна кількість іноземних монет. Дозволивши купцям відкривати рахунки в єдиній стандартизованій валюті, Амстердамський банк уперше запровадив

систему чекових рахунків і прямих дебетувань чи переведень, які нині ми вважаємо цілком звичайними. Це дало можливість здійснювати більше комерційних операцій, не вдаючись до переведення задіяних сум у матеріальні гроші. Один купець міг заплатити іншому, просто домовившись у банку перекласти кошти зі свого власного рахунку на рахунок партнера⁴⁹. Єдиним обмеженням цієї системи було те, що співвідношення між депозитами і резервами Амстердамського банку в дорогоцінних металах і монетах дорівнювало 100 %. Навіть у 1760 р., коли депозити банку становили менше від 19 млн флоринів, його резерви в дорогоцінних металах перевищували 16 млн. Таким чином, знищити банк, кинувшись забирати всі вклади, було практично неможливо, оскільки він мав достатньо готівки на руках, щоб задовольнити всіх своїх вкладників, якщо б вони раптом захотіли одночасно забрати свої депозити. Це, безперечно, робило банк надійним, але перешкоджало йому виконувати ключову на сьогодні функцію банку — надання кредитів.

Цей бар'єр удалося подолати у Швеції майже через півстоліття, коли в 1656 р. було засновано Шведський центральний банк — «Ріксбанк» (Riksbank). Хоча він виконував ті самі функції, що й голландський «Віссельбанк», Шведський банк було створено для того, щоб він також став «Лейнбанк» (Länbank), тобто надавав позики поряд із комерційними розрахунками. Надаючи позики, які перевищували резерви дорогоцінних металів банку, так би мовити, запроваджувалася практика, пізніше відома як часткове резервування депозитів, тобто банкіри відштовхувалися від того, що гроші, залишені на депозитних рахунках, можна з користю позичати. Оскільки ймовірність того, що вкладники масово почнуть вимагати свої гроші, була надто малою, можна було тримати в резерві центрального банку лише частину грошей. Тож зобов'язання банку склалися з депозитів (за якими вони виплачували відсоткові ставки), а також із його резервів (отримати відсоток із яких було неможливо), а в активах банку були позики (за які банк міг отримати відсоткову ставку).

Третє важливе нововведення з'явилося в Лондоні, коли в 1694 р. заснували Англійський банк. Створений перш за все для допомоги уряду з фінансування війни (банк брав на себе частину боргу уряду), банк мав визначні привілеї. Із 1709 р. це був єдиний банк, якому дозволялося діяти на акціонерних засадах (більше про це в розділі 3), а з 1742 р. він отримав часткову монополію на випуск банкнот, що являли собою особливий різновид безвідсоткових векселів, які мали допомогти здійснювати

розрахунки між партнерами, у яких не було поточних рахунків.

Щоб зрозуміти важливість цих трьох нововведень, студентам програми MBA першого року навчання Гарвардської бізнес-школи пропонують зіграти в просту гру з грошима. Вона починається тим, що уявний центральний банк сплачує професорові 100 доларів від імені уряду за надання не надто дорогих консультаційних послуг. Професор несе гроші в банк, яким нібито керує один зі студентів, і кладе їх на депозит, отримавши розписку. Задля зручності уявімо, що банк працює з резервною ставкою 10 % (тобто прагне підтримувати співвідношення резервів до своїх зобов'язань у 10 %), 10 доларів передають до центрального банку, а решту, 90 доларів, позичають одному з клієнтів. Поки клієнт вирішує, що робити з позикою, він кладе ці гроші на депозит в іншому банку. Той банк також дотримується правила про 10 % резервної ставки, тож передає 9 доларів до центрального банку і позичає решту 81 долар іншому клієнту. Після ще декількох кіл професор просить студентів підрахувати суму, на яку збільшився запас грошей. Це допомагає йому пояснити суть двох ключових визначень сучасної грошової теорії: агрегат M0 (відомий як «грошова база» чи «високопотужні гроші»), що дорівнює сукупним зобов'язанням центрального банку, тобто готівка плюс резерви приватних банків, покладені на депозит до центрального банку, а також агрегат M1 (відомий як «вузькі гроші»), що дорівнює готівці в обігу плюс запит чи депозити «до запиту». На той момент, коли гроші поклали на депозити в трьох різних студентських банках, M0 дорівнює 100 доларів, а от M1 становить 271 долар (100+90+81), що прекрасно, хоч і зі значним спрощенням демонструє, як сучасна система часткового резервування дозволяє створювати кредити, а отже, і нові гроші. Тоді професор несподівано вимагає в першого студента свої 100 доларів назад. Студент має звернутися до своїх резервів і відкликає позичку, надану другому студенту, таким чином запускає в дію ефект доміно, через що M1 скорочується так само швидко, як і розширювався до цього моменту. Це демонструє небезпеку банківської паніки, коли вкладники масово вимагають повернути свої гроші. Оскільки в першого банку був лише один вкладник, через спробу цього вкладника зняти кошти виник запит, який удесятеро перевищував банківські резерви. Вживання першого банкіра залежало від спроможності відкликати позичку, надану іншому клієнту, який так само мусив зняти кошти з депозиту другого банку, — і далі в тому самому дусі. Коли банкіри надають позики, вони спершу мають уважно обміркувати питання, наскільки легко отримати назад гроші, — важливі питання про ліквідність позики і

кредитоспроможність позичальника.

Треба визнати, що визначення грошових запасів має дещо свавільну природу. Дехто пропонує включати до М1 усі наявні подорожні чеки. До М2 додають накопичувальні рахунки, депозитні рахунки грошового ринку, а також депозитні сертифікати. М3 визначають ще ширше, включаючи до нього євродоларові депозити, що зберігаються на офшорних ринках, і угоди між банками та іншими посередниками на фінансовому ринку про викуп. Але ми не будемо затримуватися на технічних деталях. Важливо зрозуміти, що істинна природа грошей розкрилася лише тоді, коли в західному світі поширилися: а) безготівкові внутрішньо- і міжбанківські операції; б) система часткового резервування; в) монополія центрального банку на випуск банкнот. Гроші вже не є, як уявляли їх іспанці XVI ст., дорогоцінним металом, який необхідно видобути, розплавити і карбувати з нього монети. Нині гроші являють собою сукупну суму різноманітних зобов'язань (депозитів і резервів), узятих на себе банками. За звичайних обставин, кредит являє собою більшу суму: усі банківські активи (позики). Деякі із цих грошей насправді можуть бути зроблені з дорогоцінних металів, хоча що далі, то більше саме таких грошей перетікає на збереження у сховах центрального банку. Але переважна частина грошей складається з банкнот і дрібних монет, визнаних законним засобом оплати, разом із невидимими грошима, які уявно існують у звітах про стан депозитних рахунків. Фінансові нововведення взяли інертне срібло Потосі і перетворили його на основу сучасної грошової системи, ґрунтованої на відносинах між боржниками і кредиторами, посередниками в яких виступали дедалі численніші інституції, що зветься банками. Ключовою функцією цих інституцій тепер є збір інформації та керування ризиками. Джерело їхнього прибутку лежить у максимізації різниці між ціною їхніх зобов'язань і заробітку на їхніх активах, не зменшуючи при цьому резерви настільки, щоб банк став вразливим до паніки — кризи довіри до можливості банку задовольнити вкладників, що призводить до масового зняття вкладів і в кінцевому підсумку — до банкрутства, буквально — до знищення банку.

Важливо, що навіть тоді, коли італійські банківські методи були вдосконалені у фінансових центрах Північної Європи, одна країна несподівано сильно відстала. Могутня Іспанія, для якої надмірна кількість дорогоцінних металів стала прокляттям, не спромоглася створити сучасну банківську систему, а покладалася на короткострокові позики

антверпенських купців в очікуванні майбутнього надходження срібла з Нового світу. Мадридський уряд так і не збагнув, що гроші — це кредит, а не метал. І справді, іспанська корона не спромоглася виплатити всі або частину своїх боргів менше ніж за 14 разів у період із 1557 до 1696 р. Із такою кредитною історією навіть усе срібло Потосі не могло зробити Іспанію надійним позичальником. У сучасному світі влада лине до банкірів, а не до банкрутів.

Еволюція банківської справи

Між істориками фінансів немає згоди щодо того, наскільки розвиток банківської справи після XVII ст. пов'язаний із прискоренням економічного зростання, що почалося в Британії XVIII ст., а тоді поширилося на Західну Європу і європейські великі поселення у Північній Америці та Австралазії⁵⁰. Безперечно, не викликає сумнівів, що фінансова революція передувала індустріальній. Це правда, що вирішальні прориви в текстильному виробництві та металургії, які поклали початок індустріальній революції, не надто залежали від банків у фінансуванні⁵¹. Але в континентальній індустріалізації банки відіграли значно важливішу роль, ніж в англійській. Насправді це марна справа — шукати прості причиново-наслідкові зв'язки (складніші фінансові інституції спричинили промислове зростання чи зростання прискорило фінансовий розвиток). Видається цілком імовірним, що ці два процеси залежали одне від одного і підсилювали одне одного. Обидва процеси також продемонстрували виразно еволюційний характер: періодичні мутації (технічні інновації), творення нових видів (створення нових різновидів підприємств) і переривчаста рівновага (кризи, що визначали, які підприємства виживуть, а які — зникнуть).

За словами Адама Сміта, «продумана діяльність банківської системи, коли... папір все більше заміщає... золото і срібло... створює... щось подібне до утореного шляху в повітрі». Через століття після публікації «Багатства народів» (1776) відбувся сплеск фінансових інновацій, унаслідок чого в Європі та Північній Америці почали успішну діяльність найрізноманітніші різновиди банків. Найдовше проіснували ті, що спеціалізувалися на дисконтній торгівлі векселями. Ці банки підтримували внутрішню та зовнішню торгівлю, приймаючи векселі, надані одними купцями іншим. Уже в часи Сміта в Лондоні з'явилося декілька неймовірно успішних фірм, як-от родини Берингів, що спеціалізувалися на банківських операціях, дотичних до трансатлантичної торгівлі. Із державних міркувань майже всі англійські банки цього періоду були приватні підприємства, деякі з них спеціалізувалися на бізнесі, зосередженому в Сіті — Квадратній милі

Лондона, яка століттями була центром комерційного фінансування, а інші спеціалізувалися на справах великих землевласників. Ці останні також називалися «сільські банки», а їхній розквіт і занепад були тісно пов'язані з розквітом і занепадом британського сільського господарства.

Головною відмінністю між природною і фінансовою еволюцією була роль, яку відіграв, так би мовити, «розумний задум» — навіть попри те, що регулятором тут завжди поставала людина, а не божество. Поступово, подолавши тривалий шлях спроб і помилок, Банк Англії почав виконувати державні функції, унаслідок підтвердження в 1826 р. його монополії на випуск банкнот. Він заснував свої відділення у провінціях і поступово повністю перебрав на себе бізнес із випуску банкнот для «сільських банків»¹⁰. Із часом Банк Англії відігравав ключову роль і в міжбанківських операціях. Дедалі частіше суми, які одні банки були винні іншим проходили через контори Банку Англії на Треднідл-стріт. Коли в 1833 р. остаточно були скасовані закони про лихварство, які обмежували облікову ставку (на комерційні векселі), Банк зміг сповна скористатися масштабами своєї переваги як найбільшого банку в Сіті. Згодом облікова ставка цього банку вважалася мінімальною короткостроковою відсотковою ставкою на так званому грошовому ринку (для короткострокового кредитування шляхом надання знижки на комерційні векселі).

Питання, яке залишалося невизначеним наступні 40 років, стосувалося співвідношення резервів Банку Англії та випущених ним у вжиток банкнот. У 1840-х рр. керівник Банку Англії Джей Горслі Палмер вважав, що резерви мають значною мірою регулюватися обсягом дисконтної діяльності, за умови, що вони на третину складатимуться із золотих монет чи зливків. Прем'єр-міністр сер Роберт Піль із підозрою поставився до цього плану, вважаючи, що є ризик створення надмірної кількості банкнот, що спричинить інфляцію. Згідно з Банківським актом після 1844 р., Банк Англії розділявся на два департаменти: банківський, який мав вести комерційний бізнес, та емісійний, якому передавали цінні папери на 14 млн фунтів і невизначену кількість монет і зливків, яка могла коливатися, залежно від торговельного балансу між Британією і рештою світу. Так звана фідучіарна емісія не мала перевищувати суми цінних паперів і золота. Утім, низка криз (1847, 1857 і 1866 рр.) продемонструвала, що ці обмеження виявилися чимсь на зразок надто вузької гамівної сорочки, тож довелося тимчасово скасувати Банківський акт, щоб запобігти цілковитому краху ліквідності¹¹. Лише після останньої із цих криз, під час якої почалась

значна банківська паніка, що зруйнувала банк «Оверенд Ґерні», редактор газети «Економіст» Вальтер Бейджгот дав нове визначення ролі Банку Англії під час кризи як «позикодавець останньої інстанції», який вільно, хоч і за завищеною ставкою, надає позики, щоб подолати кризу ліквідності⁵².

Варто наголосити, що Бейджготу не вдалося повністю вирішити грошову проблему вікторіанської доби. Йому, як і іншим видатним економічним теоретикам ХІХ ст., так і не вдалося кинути виклик священному принципу, закладеному ще за часів, коли сер Ісаак Ньютон очолював Королівський монетний двір: фунт стерлінгів має конвертуватися у сталу і незмінну кількість золота у співвідношенні 3 фунти 17 шилінгів 10,5 пенса за унцію золота. Читаючи тогочасні дискусії про золотий стандарт, можна зрозуміти, що вікторіанці почували до дорогоцінних металів майже таке саме захоплення, як і конкістадори три століття тому. «Лише дорогоцінні метали є грошима», — заявляв один із можновладців Сіті, барон Оверстоун. «Паперові гроші вважаються грошима лише тому, що вони представляють металеві гроші. Якщо це не так, то вони є фальшивками і самозванцями. Один вкладник може отримати металеві гроші, але не всі, тому банківські депозити не є справжніми грошима»⁵³.

Якщо б цього принципу дотримувалися і якщо б грошові запаси британської економіки справді залежали від кількості золотих монет і злиwkів у резервах Банку Англії, зростання британської економіки зупинилося б, навіть якщо взяти до уваги відкриття нових покладів золота в ХІХ ст., що стимулювало розвиток економіки. Обмеження Банку Англії на випуск банкнот були настільки суворі, що насправді із середини 1890-х рр. до початку Першої світової війни золоті резерви за ціною перевищували ціну банкнот у вжитку. Грошова експансія стала можливою завдяки поширенню нових різновидів банків, зокрема тих, що приймали депозитні вклади. Після 1858 р. було зняте обмеження на акціонерні банки, що уможливило появу кількох великих комерційних банків: Лондонського і Вестмінстерського банку (заснованого в 1833 р.), Національного провінційного (1834), Бірмінгемського і Мідлендського (1836), «Ллойдс» (Lloyds) (1884) і «Барклейс» (Barclays) (1896). Промислово-інвестиційним банкам Британії, за зразком тих, що виникли в Бельгії («Сосьєте женераль» (Société Générale)), Франції («Креді мобільє» (Crédit Mobilier)) і Німеччині («Дармштедтер банк» (Darmstädter Bank)), велося дещо гірше після падіння банку «Оверенд Ґерні». Проблемою було не те, що банки мали викупити

велику частину акцій промислових компаній, а те, що інституції мали залучати вкладників, які б передавали банкам свої депозитні вклади, таким чином створюючи дедалі ширшу базу для нових банківських позик, які б фіксувалися по інший бік балансових звітів.

Надзвичайно важливу роль у цьому процесі відіграли нові ощадні банки, що поширилися на зламі XIX–XX ст. На 1913 р. депозитні вклади у британських ощадних банках становили 256 млн фунтів, майже чверть усіх депозитних вкладів Великої Британії. Активи німецьких ощадних банків були майже у 2,5 раза більші за активи більш відомих «великих банків», як-от «Дармштедтер», «Дойче» (Deutsche), «Дрезднер» (Dresdner) і «Дісконто-Гезельшафт» (Disconto-Gesellschaft). У цілому, на початок Першої світової війни вклади населення у британських банках становили майже 1,2 млрд фунтів, до порівняння — банкнот в обігу тоді було лише 45,5 млн фунтів. Нині гроші перебували здебільшого всередині банків, сховані подалі від очей, хоча й завжди в думках.

Хоча в цієї схеми могли бути варіації, більшість просунутих економік світу, по суті, наслідували прикладу Великої Британії, коли йшлося про регулятивні функції монополістичного центрального банку і про концентрацію депозитних вкладів у відносно обмеженій кількості великих інституцій. Банк Франції було засновано у 1800 р., Німецький Райхсбанк — у 1875 р., Банк Японії — у 1882 р., а Швейцарський національний банк — у 1907 р. У Великій Британії, як і на континенті, були яскраво виражені тенденції до такої концентрації. Ілюстрацією цього може бути скорочення кількості «сільських банків» із 755 на піку їхнього існування в 1809 р. лише до 17 у 1913 р. У США еволюція фінансів відбувалася геть іншим шляхом. Там опір законодавців ідеї про надміру могутню фінансову інституцію обернувся тим, що пропозицію про створення центрального банку двічі придушували ще в зародку (йдеться про перший і другий Банки США), тож необхідний для створення Федеральної резервної системи закон не ухвалювали аж до 1913 р. Аж до цього моменту США, по суті, експериментували з повністю вільною банківською системою. Національний банківський акт 1864 р. значно знизив бар'єри для започаткування приватних банків, а вимоги щодо капіталу були доволі низькі, за європейськими стандартами. Водночас існували перешкоди для заснування певного банку в декількох штатах. У результаті наприкінці XIX — на початку XX ст. значно зросла кількість банків: із менше ніж 12 тис. у 1899 р. до понад 30 тис. у 1922 р. Велика кількість недокапіталізованих

банків стала причиною того, що фінансова нестабільність і паніка були звичайною рисою американського економічного життя — досягнувши неймовірних масштабів під час Великої депресії, коли нещодавно (трохи більше за 15 років тому) створена інституція для контролю за грошима радше поглибила, а не полегшила катастрофічну банківську кризу. Запровадження страхування депозитних вкладів у 1933 р. допомогло зменшити вразливість американських банків перед банківською панікою. Утім, банківський сектор залишався дуже фрагментованим аж до 1976 р., коли Мен став першим штатом, який узаконив банки, що працюють у кількох штатах. Лише в 1993 р., після кризи ощадно-кредитних товариств (детальніше див. розділ 5), кількість банків уперше за майже 100 років становила менше ніж 3600.

У 1924 р. Джон Мейнард Кейнс затаврував золотий стандарт як «варварський пережиток». Але звільнення творених банками грошей від прив'язки до дорогоцінних металів відбувалося дуже повільно. У золотого стандарту, безсумнівно, були свої переваги. Стабільність обмінного курсу дозволяла встановлювати передбачувані ціни в торгівлі та знижену ціну на торговельні операції, водночас, стабільні в довготривалій перспективі ціни виконували роль прив'язки для інфляційних очікувань. Орієнтація на золото також допомагала знизити ціни на позики, зобов'язуючи уряди вести обачну фіскальну і грошову політику. Проблемою прив'язки курсів до базового стандарту єдиного товару чи до інших валют є те, що ті, хто визначають політику, мають обирати між вільним рухом капіталу і незалежною національною грошовою політикою. Неможливо мати й одне, і друге. Підтримка курсу може означати надзвичайну нестабільність короткострокових відсоткових ставок, оскільки центральний банк намагається втримати незмінну ціну на внутрішню валюту, прив'язуючи її до певного стандарту. А це може призводити до дефляції, якщо постачання того, що є прив'язкою для курсу, раптово обмежується (як це трапилося в 1870-х і 1880-х рр. із постачанням золота). А ще це може стати причиною поширення фінансових криз (як було в 1929 р., після відновлення золотого стандарту). На противагу цьому, грошова система, що в основному спирається на банківські депозити і змінний курс, вільна від таких обмежень. Золотий стандарт тривалий час втрачав свою могутність, коли останні його рештки було ліквідовано 15 серпня 1971 р., у день, коли Річард Ніксон зачинив так зване золоте вікно, крізь яке, за певних обмежених обставин, можна було обміняти долари на золото. Від цього дня і надалі багатовікову прив'язку грошей до дорогоцінних металів було

зруйновано.

Країна банкрутів

Мемфіс у штаті Теннессі знаменитий своїм блюзом, барбекю і банкрутствами. Якщо ви хочете зрозуміти, як сучасні банкіри (наступники Медічі) дають собі раду з проблемою ризикованих кредитів, яку створюють ненадійні позичальники, Мемфіс, безперечно, є тим місцем, яке варто відвідати.

У середньому щороку в США відбувається від 1,5 до 2 млн банкрутств, майже всі вони пов'язані з особами, які вирішили, що краще оголосити себе банкрутами, ніж виконувати нереальні зобов'язання. Вражаюче велика пропорція цих випадків має місце у штаті Теннессі. Цікаво, що цей процес здається відносно безболісним, як порівняти з тим, як це відбувалося у Венеції XVI ст. чи, скажімо, у деяких районах сучасного Глазго. Більшість позичальників Мемфіса, які зіткнулися з проблемами, можуть загалом позбутися своїх боргів, або принаймні частково зменшити їх без шкоди для репутації та здоров'я. Однією з найбільших загадок є те, що найуспішніша капіталістична економіка світу, здається, побудована на фундаменті поширених економічних провалів.

Коли на початку літа 2007 р. я вперше відвідав Мемфіс, мене вразила доступність і поширеність кредитів і банкрутств. Варто було лише пройти типовою вулицею неподалік від центру міста. Спершу мені траплялися торговельні центри та заклади швидкого харчування — місця, де теннессійці витрачають найбільше. Одразу за ними розмістився «податковий радник», готовий допомагати незаможним вимагати податкові пільги для малозабезпечених. Ще я бачив установу, яка пропонувала позики під заставу машин, а поруч із нею — компанію, що надає вторинні іпотеки, а ще далі — контору, яка видає готівку за чеками на виплату майбутніх зарплат (зі ставкою 200 %), вже не кажучи про ломбард, розміром з універмаг. А ті, хто уже заклали все своє майно, легко зможуть знайти центр прокату, який пропонує орендувати дешеві меблі й телевізори. Що в сусідньому будинку? «Плазма-центр», що пропонує 55 доларів донорам крові. У сучасному Мемфісі вислів «до останньої краплі крові» набуває геть нового значення. Можливо, здати півлітра крові не так

важко, як фунт плоті, але загальна ідея видається страшенно подібною.

Утім, наслідки несплати боргу в Мемфісі менш серйозні, ніж небезпека накласти головою, що загрожувала Антоніо у Венеції. Моєю наступною зупинкою за «Плазма-центром» була контора Джорджа Стівенсона, одного з тих адвокатів, що заробляють, консультуючи банкрутів у суді Західного округу Теннессі у справах банкрутства. На час моєї поїздки до Теннессі в самому лише Мемфісі й околицях нараховувалося близько 30 тис. не поновлених у правах банкрутів, тож я не здивувався, побачивши натовп у суді у справах банкрутства. Здається, система працювала дуже добре. Раз за разом окремі неплатоспроможні особи поодиноці й парами підсідали до адвоката, який мав від їхнього імені домовитися з кредиторами. Існує навіть швидка черга для прискорених банкрутств, хоча в середньому лише троє з п'яти банкрутів досягають порозуміння зі своїми кредиторами.

Можливість позбутися боргів, які неможливо сплатити, і почати все з нуля — це одна із відмітних рис американського капіталізму. На початку 1800-х років у Сполучених Штатах не було в'язниць для боржників, тоді як англійські боржники могли потрапити за ґрати на довгі роки. Із 1898 р. кожен американець дістав право подавати заяву про банкрутство, згідно з розділом сьомим (ліквідація) чи тринадцятим (добровільна особиста реорганізація). Як багаті, так і бідні громадяни США, здається, вважають банкрутство майже таким самим «невіддільним правом», як і конституційні «життя, свобода і пошук щастя». Існує теорія, згідно з якою американські закони мають стимулювати підприємництво — підтримувати створення нових фірм. А це означає, що людям, у яких щось не вийшло, треба давати перепочинок, навіть якщо не вийшло вдруге, таким чином дозволяючи привченим до ризику людям навчатися шляхом проб і помилок, допоки вони таки не зрозуміють, як заробити той мільйон. Зрештою, нинішній банкрут завтра зможе стати успішним підприємцем.

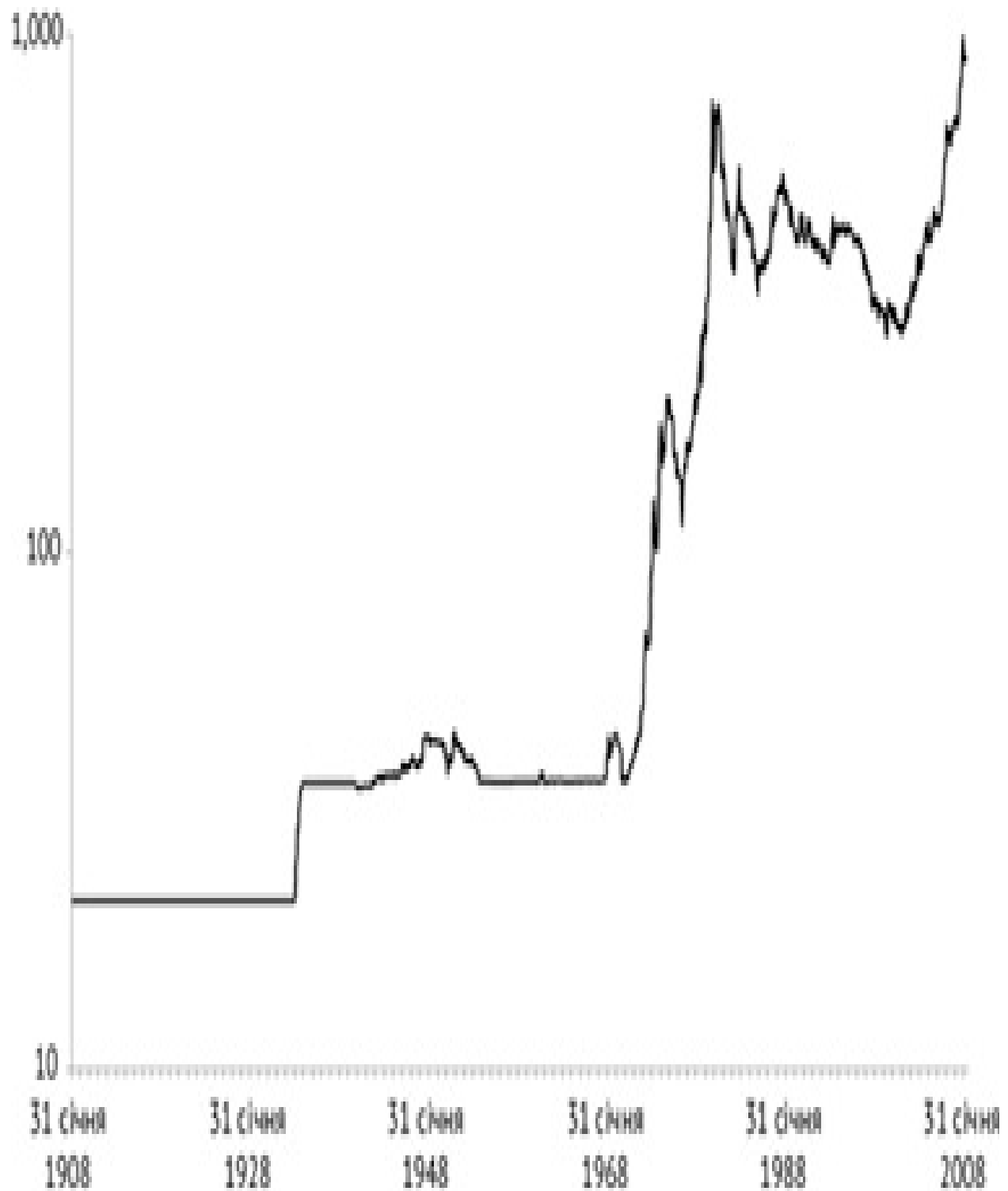
На перший погляд, здається, що ця теорія точно себе виправдовує. Багато хто з найуспішніших бізнесменів США зазнавав провалу на перших етапах своєї діяльності, в тому числі, король кетчупів Джон Генрі Гайнц, засновник відомого цирку Фінеас Барнум і автомобільний магнат Генрі Форд. Урешті-решт усі ці особи стали казково багатими, не в останню чергу завдяки тому, що їм дали шанс пробувати, зазнавати невдач і починати спочатку. Утім, якщо придивитися уважніше, те, що відбувається в Теннессі, — це зовсім інша історія. Люди в мемфіському суді у справах

банкрутства — це не бізнесмени, що збанкрутували. Це пересічні люди, які не можуть сплачувати свої рахунки: часто йдеться про завеликі медичні рахунки, які несподівано отримують старші американці, індивідуальні медичні страхові поліси яких не можуть їх покрити. Можливо, банкрутство вигадали для того, щоб допомогти підприємцям та їхнім фірмам, але на сьогодні 98 % заявок на банкрутство не пов'язані з бізнесом. Головною рушійною силою, що стоїть за банкрутствами, виявляється, є не підприємництво, а заборгованість. У 2007 р. заборгованість за споживчими кредитами в США сягнула рекордних 2,5 трлн доларів. Колись, у 1959 р., ця заборгованість становила 16 % наявного доходу фізичної особи. Тепер вона становить 24 %¹². Одним із викликів для сучасних фінансових істориків є спроба зрозуміти причини цього сплеску заборгованості домогосподарств і прорахувати можливі наслідки, якщо (і це цілком імовірно) кількість банкрутств і далі зростатиме в таких штатах, як Теннесі.

Та перш ніж ми зможемо ґрунтовно відповісти на ці запитання, нам варто додати інші важливі компоненти фінансової системи: ринок облігацій, фондовий ринок, ринок страхування, ринок нерухомості та неймовірна глобалізація цих ринків, яка відбулася за останні 20 років. Утім, головну причину проблеми, швидше за все, треба шукати в еволюції грошей і банків, особливо в зобов'язаннях банків. Здається, що неминучою частиною реальності після розриву прив'язку випуску грошей до дорогоцінних металів стало безпрецедентне зростання грошової маси, а разом із тим — ніколи до того не бачений у світі кредитний бум. Якщо брати за основу вимірювання ліквідності співвідношення «широких грошей» до продуктивності¹³ за останні 100 років, стане зрозуміло, що від 1970-х рр. спостерігається тенденція до збільшення цього співвідношення; якщо йдеться про «широкі гроші» в основних розвинених економіках світу, то від часу, коли зачинилося «золоте вікно», і до 2005 р. відбулося зростання з 70 до 100 %⁵⁴. У євросоні зростання відбулося ще різкіше: від 60 % у 1990-х рр. і до 90 % на сьогодні. Водночас забезпеченість банків капіталом у розвиненому світі повільно, але неухильно знижується. У Європі банківські капітали становлять менше за 10 % від суми їхніх активів проти майже 25 % на початку ХХ ст.⁵⁵ Іншими словами, банки не лише приймають більше депозитних вкладів, але й видають значно більше позик, мінімізуючи свою капітальну базу. На сьогодні банківські активи в найбільших економіках світу становлять близько 150 % від сукупного ВВП цих країн⁵⁶. Згідно з даними Банку міжнародних розрахунків, станом на

грудень 2006 р. сукупні активи міжнародної банківської системи становлять близько 29 трлн доларів, приблизно 63 % світового ВВП⁵⁷.

Тож хіба дивно, що гроші втрачають свою цінність, якщо порівняти з добою золотого стандарту? Доларова купюра набула свого сучасного вигляду в 1957 р. Від того часу її купівельна спроможність відносно індексу споживчих цін знизилася аж на 87 %. Середня річна інфляція за той самий період зросла майже на 4 %, удвічі більше за показник інфляції в Європі доби так званої революції цін, спричиненої сріблом Потосі. Людина, яка б обміняла 1000 доларів своїх заощаджень на золото в 1970 р., коли «золоте вікно» ще було прочинене, отримала б трохи більше за 26,6 унцій цього дорогоцінного металу. На час написання цієї книжки, коли золотом торгували майже по 1000 доларів за унцію, та людина продала б своє золото за 26 596 доларів.



Ціна на золото під час закриття Нью-Йоркської біржі
(доларів за унцію, логарифмічна шкала), 1908–2008 рр.

Світ без грошей був би гіршим, значно гіршим, ніж світ, який ми маємо тепер. Було б неправильним вважати (як шекспірівський Антоніо) усіх позикодавців звичайними кровопивцями, що висмоктують життєдайну кров із нещасних боржників. Може, акули-лихварі й поводяться так, але банки еволюціонували від часів Медічі саме для того (як стисло виклав третій лорд Ротшильд), щоб «сприяти переміщенню грошей із точки А, де вони є, до точки Б, де їх потребують»⁵⁸. Якщо коротко, кредит і борг є так само важливими для творення багатства держав цеглинками економічного розвитку, як і видобуток, виробництво чи мобільні телефони. З другого боку, бідність рідко напряду пов'язана з вибриками жадібних фінансистів. Вона часто більше залежить від нестачі фінансових інституцій, відсутності банків, а не від їх наявності. Лише тоді, коли позичальники в таких місцях, як Іст-енд Глазго, мають доступ до розвинених кредитних мереж, у них є змога уникнути пащі акул-лихварів, лише тоді, коли вкладники можуть покласти гроші в надійний банк, ці гроші перетікатимуть від ледачих до роботящих.

Тож еволюція банківської системи стала важливим першим кроком у піднесенні грошей. Фінансова криза, що розпочалася в серпні 2007 р., майже не була пов'язана з традиційною системою банківських позик чи банкрутствами, які (через зміни в законодавстві) значно знизилися в 2007 р. Її головною причиною став злет і падіння «сек'юритизованих позик», які дозволили банкам спершу видати позики, а тоді перерозподілити їх і продати далі. А це стало можливим лише тому, що за піднесенням банків настав час сходження другого великого стовпа сучасної фінансової системи — ринків облігацій.

[4 Конкістадори шукали як золото, так і срібло. Перше поселення Колумба на Іспаньйолі \(нині Домініканська Республіка\), Ла-Ізабелла, було засноване для розробки місцевих покладів золота. Колумб також вважав, що знайшов срібло, але згодом виявилось, що єдині часточки цього металу містилися в тих зразках, які він зі своїми людьми привіз із Іспанії.](#)

[5 Від часу одруження Фердинанда й Ізабелли в 1474 р. і до XVIII ст. країна, яку ми звемо Іспанією, фактично була союзом двох королівств: Арагону та Кастилії.](#)

6 Послідовність Фібоначчі згадується у «Коді да Вінчі», мабуть, саме звідти більшість людей про неї й чула. Проте вперше ця послідовність з'явилася під назвою «матрамеру» («гора ритму») у трактаті давньоіндійського вченого Пінгали.

7 Цит. за перекладом Ірини Стешенко.

8 Цит. за перекладом Євгена Дроб'язка.

9 Цим терміном називали книги, у яких містилися записи про дохід, а також про особливі домовленості чи важливі угоди. Ще одним різновидом книг, які вели Медічі, були libro di entrata e uscita (книга доходів і витрат) і libro dei debitori e creditorі (книга боржників і кредиторів).

10 Технічно монополія обмежувалася радіусом 105 км навколо Лондона, а ще станом на XVIII ст. приватним банкам не було заборонено випускати банкноти.

11 Неліквідність визначається тим, що одна чи більше фірм не можуть продати достатньо своїх активів, щоб забезпечити виплати за зобов'язаннями. Вони мають достатньо активів, але не мають попиту, оскільки потенційних покупців замало. Неплатоспроможність визначається тим, що ціна зобов'язань явно перевищує ціну активів. Відмінність між першим і другим визначити важче, ніж може здаватися. Фірма, що переживає кризу ліквідності, може спромогтися продати свої активи, але за таку малу ціну, що це означатиме її неплатоспроможність.

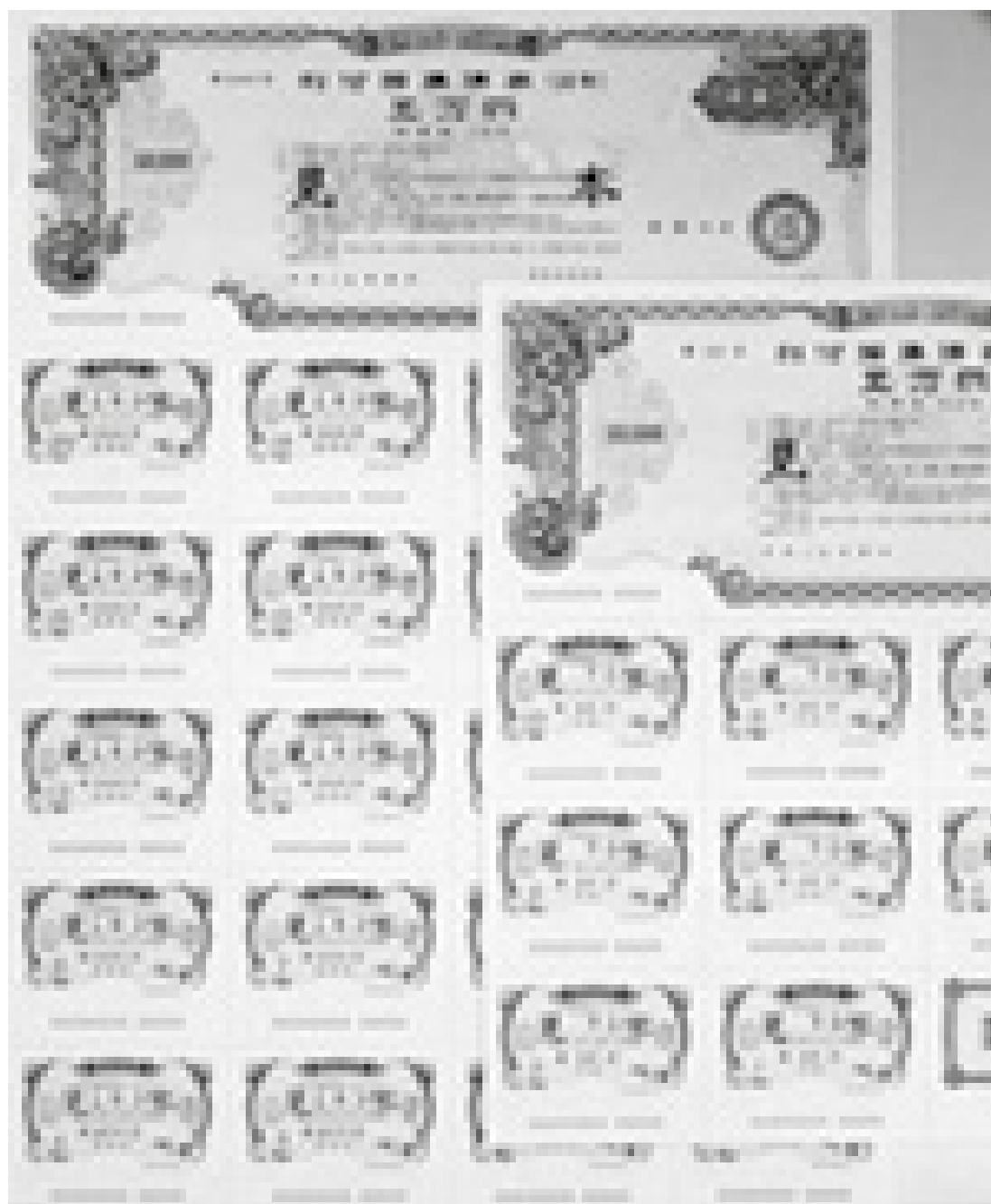
12 За той самий період заборгованість за іпотеками зросла з 54 % від наявного доходу фізичних осіб до 140 %.

13 Економісти називають це співвідношення маршаллівським «k», за іменем економіста Альфреда Маршалла. Точно кажучи, «k» є співвідношенням грошової бази до номінального ВВП.

2. Тягар пристрастей людських

На початку перших ста днів президентства Білла Клінтона керівник його виборчої кампанії Джеймс Карвілл кинув вислів, який надалі став відомим. «Раніше я вважав: якщо існує реінкарнація, то я б хотів повернутися назад президентом чи Папою Римським, а чи успішним бейсболістом, — сказав він в інтерв'ю для “Волл-стрит джорнал”. — Але тепер я б хотів повернутися ринком облігацій. Тільки він може залякати геть усіх». На його велике здивування, ціни облігацій підскочили напередодні листопадових виборів, трапилося це саме перед промовою президента, у якій той обіцяв зменшити дефіцит федерального бюджету. «Люди з інвестиційного ринку — міцні горішки, — зауважив міністр фінансів Ллойд Бентсен. — Чи ці спроби [президента] переконливі? Чи адміністрація справді намагатиметься прощтовхувати їх? Поки що вони саме так і вважають». Якщо ціни на облігації й далі зростатимуть, сказав голова Федеральної резервної системи Алан Грінспен, це стане «найпотужнішим на даний момент [економічним] стимулом, який я собі можу уявити»⁵⁹. Що змусило державних мужів говорити з такою повагою і навіть благоговінням про звичайний ринок із купівлі й продажу державних боргових зобов'язань?

Другою визначною революцією в піднесенні грошей після того, як банки почали створювати кредити, стало народження облігацій. Випуск облігацій урядами (і великими корпораціями) — це спосіб позичати гроші в ширшого кола людей і інституцій, а не лише в банків. Візьмемо за приклад облігації японського уряду з десятирічним терміном погашення номінальною ціною 100 тис. єн і фіксованою відсотковою ставкою 1,5 % за «купон» — це лише мізерна частина величезного (у 838 трлн єн) державного боргу, який Японія назбирала, в основному, з 1980-х рр. У цій облігації втілено обіцянку японського уряду щорічно виплачувати 1,5 % зі 100 тис. єн у наступні 10 років кожному власнику облігацій. Початковий покупець облігації має право продати її, кому забажає, за встановлену на ринку ціну. На час написання цього тексту ця ціна становила десь 102 333 єни. Чому? Тому що так наказує всемогутній ринок облігацій.



**Облігації японського уряду
з десятирічним терміном
погашення**

Від часів скромного початку, закладеного в містах-державих Північної Італії ще вісімсот років тому, ринок облігацій сягнув до величезних розмірів. Сукупна ціна облігацій, якими торгують на міжнародних ринках, на сьогодні становить близько 18 трлн доларів. Обсяг облігацій, якими торгують на внутрішніх ринках (наприклад, японські облігації, що належать японським інвесторам), оцінюється у приголомшливі 50 трлн доларів. Ринок облігацій впливає на всіх нас, подобається це нам чи ні (а багато хто з нас навіть про це і не знає), у два важливих способи. По-перше, виявляється, що більша частина грошей, які ми відкладаємо на старість, урешті-решт, інвестується в ринки облігацій. По-друге, через величезний обсяг і через те, що уряди великих країн вважаються найнадійнішими позичальниками, саме ринки облігацій визначають довгострокові відсоткові ставки для всієї економіки. Коли ціни на облігації падають, відсоткові ставки злітають, із болючими наслідками для всіх позичальників. Ось як це працює. Хтось має 100 тис. єн, які хоче зберегти. Якщо купити облігацію на 100 тис. єн, сума капіталу зберігається, а власник ще й забезпечується регулярними виплатами. Точніше, із облігацій виплачується фіксована ставка чи «купон» у 1,5 % — 1500 єн щорічно, у разі купівлі облігацій на 100 тис. єн. Але ринкова відсоткова ставка чи поточний дохід вираховується шляхом ділення ціни «купона» на ринкову ціну, яка нині становить 102 333 єн: $1500 \div 102\,333 = 1,47\%$ ¹⁴. А тепер уявіть собі сценарій, за яким на ринку облігацій відбулася паніка через великий розмір державного боргу Японії. Припустимо, що інвестори занепокоїлися через те, що Японія буде не в змозі здійснити щорічні виплати за зобов'язаннями. Або, припустимо, їх занепокоїв стан «здоров'я» японської валюти, єни, у якій деноміновані облігації й у якій виплачуються відсотки. За таких обставин ціна облігацій падатиме, тільки-но знервовані інвестори кинуться розпродавати ті, що мають на руках. Покупці знайдуться лише тоді, коли ціна буде достатньо низькою, щоб компенсувати високий ризик імовірності японського дефолту чи знецінення валюти. Уявімо, що ціна облігацій упала до 80 тис. Тоді дохід становитиме $1500 \div 80\,000 = 1,88\%$. Так в один мах довгострокові відсоткові ставки в японській економіці загально підскочать на дві п'яті відсотка: із 1,47 до 1,88 %. Люди, які ще до цих зрушень на ринку інвестували в облігації, щоб забезпечити собі пенсію, втратять 22 %, оскільки їхній капітал зменшиться на стільки само, на скільки впала ціна облігацій. А ті, хто забажає отримати іпотеку після згаданих змін на ринку, щороку платитимуть більше принаймні на 0,41 % (говорячи ринковим

жаргоном, на 41 пункт). Як казав Білл Гросс, керівник найбільшого у світі фонду облігацій «Пасифік інвестмент менеджмент кампані» — ПІМКО (Pacific Investment Management Company — PIMCO), «ринки облігацій такі впливові, оскільки вони є фундаментальною основою всіх ринків. Ціна кредиту, відсоткова ставка [за початковою ціною облігацій], у кінцевому підсумку визначає ціну акцій, нерухомості, усіх класів активів».

Із точки зору політиків, ринок облігацій є впливовим, почасти тому, що за ним можна щоденно визначати надійність фінансової та монетарної політики кожного уряду. Але справжня могутність ринку облігацій полягає в тому, що він може карати уряд завищеними цінами на позики. Навіть підвищення на якихось півпункту відсотка може завдати шкоди уряду, що й без того страждає від дефіциту бюджету, додаючи ще більші боргові зобов'язання до вже й без того високих витрат. Як і в багатьох фінансових відносинах, існує й зворотна залежність. Виплата високих відсотків спричиняє подальше зростання дефіциту. Це призводить до ще більшого незадоволення на ринку облігацій. Інвестори знову позбуваються облігацій. Відсоткові ставки знову злітають угору. І так далі. Рано чи пізно перед урядом постає три неприємні альтернативи. Чи йому відмовитись виконувати частину своїх зобов'язань, таким чином підтвердивши найгірші очікування ринку облігацій? А чи, для заспокоєння ринку облігацій, він має скоротити витрати в інших сферах і цим розчарувати своїх виборців і зрадити своїм власним інтересам? Чи йому спробувати зменшити дефіцит, підвищивши податки? Ринок облігацій спочатку допомагав уряду отримати позики. Утім, під час кризи все може завершитися тим, що він диктуватиме уряду, що робити.

Англійською «облігація» — bond, що суголосно імені шпигуна, вигаданого Яном Флемінгом. То як трапилося, що облігації-бонди стали значно могутнішими за Джеймса Бонда? І чому вони, як і знаменитий шпигун, мають ліцензію на вбивство?

Гори боргів

«Війна, — заявив давньогрецький філософ Геракліт, — породжує всі речі». Вона, безперечно, породила ринок облігацій. На гравюрі Пітера ван дер Гейдена «Битва грошових мішків і скринь» бачимо, як скарбнички, грошові мішки, діжки з монетами та скрині з коштовностями (більшість із них озброєні мечами, кинджалами і списами) нападають одне на одного в безладі. Під зображенням є вірші голландською мовою: «Усе це заради грошей і товарів, усі ці війни і сварки». Але в цьому написі також могли бути згадані й такі слова: «Ця війна можлива лише тоді, коли ви можете знайти гроші, щоб за неї заплатити». Можливість фінансувати війну завдяки ринку державних зобов'язань, як і багато інших речей в історії фінансів, була винаходом доби італійського Відродження.

Більшу частину XIV–XV ст. середньовічні міста-держави Тоскани (Флоренція, Піза і Сієна) воювали одне з одним та з іншими італійськими містами. Гроші відігравали в цих війнах не менш важливу роль, ніж вояки. Замість залучати власних громадян до брудної справи війни, кожне місто винаймало військових підрядників (кондотьєрів), які збирали військо, яке відбирало землі та коштовності в їхніх конкурентів. Серед кондотьєрів 1360–1370-х рр. був один, який на дві голови вивищувався над іншими. Його велику статуру досі можна побачити на стінах флорентійського Дуомо — це зображення свого часу замовили вдячні флорентійці, щоб відзначити його «незрівнянне військове керівництво». Як не дивно, але цей старший найманець був есекським хлопчиком, який народився і зростав у Сібл-Гедінгемі. Сер Джон Гоквуд настільки майстерно вів війну на користь італійців, що вони назвали його Джованні Акуто — Джон Гострий. Замок Кастелло-ді-Монтеккьо під Флоренцією був лише одним із багатьох подарунків у вигляді нерухомості, який він отримав від флорентійців у винагороду за свою службу. Утім, Гоквуд був найманцем, готовим воювати за будь-кого, хто платитиме, у тому числі — за Мілан, Падую, Пізу чи за Папу Римського. На блискучих фресках флорентійського Палаццо Веккіо зображено зіткнення армій Пізи та Флоренції 1364 р., під час тієї війни Гоквуд воював на боці Пізи. Проте за 15 років він перейшов на бік

Флоренції й решту своєї військової кар'єри присвятив цьому місту. Чому?
Тому що багато грошей було саме у Флоренції.



Пітер ван дер Гейден за картиною Пітера Брейгеля-старшого
«Битва за гроші» (пізніше 1570 р.). Голландською мовою написано:
«Усе це заради грошей і товарів, усі ці війни і сварки»

Через високу ціну нескінченної війни італійські міста-держави опинилися в кризі. Витрати навіть у мирні роки вдвічі й більше перевищували прибутки з податків. Щоб платити таким, як Гоквуд, Флоренція тонула в дефіциті. У документах Тосканського державного архіву можна побачити, як борговий тягар міста збільшився у 100 разів із 50 тис. флоринів на початку XIV ст. до 5 млн у 1427 р.⁶⁰. Це було буквально горою боргів — звідси походить і назва *monte commune* — «гора комунального боргу»⁶¹. На початок XV ст. позичені гроші становили майже 70 % міських доходів. «Гора» дорівнювала понад половині щорічного прибутку від флорентійської економічної діяльності.

У кого флорентійці могли позичити таку величезну суму? Відповідь: у себе самих. Замість того щоб платити податок на власність, заможних громадян примусили (небезуспішно) позичити гроші власному міському уряду. Як компенсацію за ці вимушені позики (*prestanze*) вони отримували відсотки. Технічно це не було лихварство (яке, як ми бачили, церква забороняла), оскільки позики були обов'язкові: а тому виплата відсотків цілком узгоджувалася з канонічним правом, адже була компенсацією (*damnum emergens*) за реальні чи уявні видатки на примусові інвестиції. Як написав Гостієнсис (або Енріке) Сузький приблизно в 1270 р.,

Якщо якийсь купець, що зазвичай веде торгівлю чи комерцію на ярмарках, де заробляє, вирішив зі співчуття до мене, адже мені надзвичайно потрібні гроші, позичити мені суму, яку він міг би використати для справи, я буду зобов'язаний йому інтересом (*interesse*) [«Інтерес» у деяких мовах, у тому числі в англійській, означає «відсоток»]...⁶²

Визначальною рисою флорентійської системи було те, що такі позики можна було перепродати іншим громадянам міста, коли інвестор потребував грошей: іншими словами, ці позики були відносно ліквідними активами, навіть попри те, що облігації того часу являли собою лише кілька рядків в обгорнутих шкірою гробушках.

Унаслідок цього, Флоренція перетворила власних громадян на своїх головних інвесторів. На початок XIV ст. дві третини домогосподарств у такий спосіб долучилися до фінансування громадського боргу, хоча основна частина внесків походила від кількох тисяч заможних осіб⁶³.

Записи про Медічі у книзі *Ruolo delle prestanze* (Роль кредитування) засвідчує не лише масштаб їхніх багатств у той час, а й обсяги їхніх внесків до скринь міста-держави. Однією з причин того, що система так добре працювала, було те, що Медічі разом із кількома іншими заможними родинами також контролювали міський уряд, а отже — і міські фінанси. Ця олігархічна структура влади надавала ринку облігацій міцне політичне підґрунтя. На відміну від безвідповідального спадкового монарха, який міг свавільно порушити свою обіцянку заплатити своїм кредиторам, у Флоренції люди, які видавали облігації, здебільшого були тими самими особами, що купували їх. Тож не дивно, що вони були вельми зацікавлені в тому, щоб простежити за виплатою відсотків.

Утім, існувало обмеження на кількість непродуктивних війн, які можна було вести в такий спосіб. Борги італійських міст зростали, вони мали видавати дедалі більше облігацій, а що більше облігацій вони видавали, то зростав ризик, що вони не виконають свої зобов'язання. Насправді Венеція навіть раніше за Флоренцію випрацювала систему громадського боргу — ще у XII ст. *Monte vecchio* (стара гора), як назвали тут спільний борг, відіграв ключову роль у початку війн, які Венеція у XIV ст. вела проти Генуї та інших конкурентів. Нова «гора» боргу — *monte nuovo* виросла після тривалих війн із турками 1463–1479 рр.⁶⁴ Інвестори щороку отримували 5 %, які виплачувалися двічі на рік, беручи гроші з різноманітних акцизних зборів (зі споживацьких товарів, як-от сіль). Як флорентійські *prestanze*, венеційські *prestiti* були примусовими позиками, але з наявним вторинним ринком, який дозволяв інвесторам продавати свої облігації іншим інвесторам за гроші⁶⁵. Утім, наприкінці XV ст. в результаті низки військових поразок Венеції помітно послабився ринок *prestiti*. Якщо ще в 1497 р. ціна облігацій венеційської *monte nuovo* становила 80 пунктів (на 20 % менше номінальної вартості), то вже на 1500 р. її ціна знизилася до 52 пунктів, підвищилась до 75 на кінець 1502 р., а тоді впродовж 1509 р. впала зі 102 до 40 пунктів. Під час криз, у період 1509–1529 рр., облігації *monte vecchio* продавалися лише за 3 пункти, а *monte nuovo* — за 1066.

Так от, якщо ви купуєте державні облігації, коли в розпалі війна, ви, очевидно, дуже ризикуєте — ризикуєте тим, що держава, про яку йдеться, може не заплатити вам належні відсотки. З другого боку, зважаючи на те, що відсоток виплачується від номінальної вартості облігації, якщо ви зможете купити облігацію з виплатою у 5 % лише за 10 % номінальної вартості, ви зможете отримати чудовий прибуток у 50 %. По суті, ви

очікуєте на прибуток, пропорційний ризику, на який ви готові піти. Водночас, як ми побачили, ринок облігацій визначає відсоткові ставки для всієї економіки. Якщо держава має заплатити 50 %, тоді навіть надійні комерційні позичальники будуть змушені виплатити хоч якусь суму на війну. Недаремно, у 1499 р., коли Венеція одночасно воювала на суходолі — у Ломбардії та на морі — проти Османської імперії, відбулася фінансова криза, коли облігації різко впали в ціні, а відсоткові ставки злетіли вгору⁶⁷. Так само й паніка 1509 р. на ринку облігацій стала безпосереднім наслідком поразок венеційських армій під Аньяделло. У кожному із цих випадків, як результат, — ділове життя завмерло.

До сходження ринку облігацій доклалися не лише італійські міста-держави. У Північній Європі міські уряди також боролися з проблемою подолання фінансового дефіциту, ще й так, щоб не посваритися із Церквою. Тут досягли дещо відмінного рішення. Хоч вони й забороняли отримувати відсотки з позик (*mutuum*), ця заборона не поширювалася на середньовічну угоду, відому під назвою *sensus*, яка дозволяла одній стороні викупити в другій потік щорічних виплат. У XIII ст. такі щорічні ренти видавалися в таких північнофранцузьких містах, як Дуе і Кале, й у таких фламандських містах, як Гент. Вони були двох різновидів: перші французькою звалися *rentes heritables*, а фламандською — *erfelijkrenten*, тобто «спадкові ренти» — довічні потоки доходів, які покупець міг заповісти своїм спадкоємцям, а другі *rentes viagères* — французькою чи *lijfrenten* — фламандською, тобто «довічні ренти», — виплати за якими завершувалися після смерті покупця. Продавець (але не покупець) мав право викупити назад ренту, сплативши суму її «тіла». На середину XVI ст. продаж щорічних рент, ануїтетів, складав майже 7 % доходів провінції Голландії⁶⁸.

Як французька, так і іспанська корони однаково прагнули заробити гроші, але вони мали покладатися на міста як на посередників у цій справі. Для Франції кошти на користь монарха збиралися паризьким муніципалітетом (*hôtel de ville*), для Іспанії ж продаж королівських облігацій *jugos* здійснювали генуезький приватний синдикат Каса ді Сан-Джорджо, який викупив право збирати податки в місті, а також антверпенська *beurs*, передтеча сучасної фондової біржі. Утім, інвестори мали бути обережні. Якщо в міст з олігархічною формою правління, у яких борги виплачували самі громадяни, були стимули не відмовлятися від сплати боргів, цього не можна було сказати про абсолютних монархів. Як уже зазначалося в розділі 1, іспанська корона не раз відмовлялася сплачувати борги наприкінці XVI

— у XVII ст., повністю або частково відтермінувавши виплати кредиторам у 1557, 1560, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647, 1652 і 1662 роках⁶⁹.

Пояснити фінансові ускладнення Іспанії почасти можна тим, що їй надзвичайно дорого обходилися невдалі спроби підкорити бунтівні провінції північних Нідерландів, чиє повстання проти іспанського правління стало переломним моментом не лише в політичній, а й у фінансовій історії. Об'єднані Провінції, які мали республіканські інституції, могли поєднати переваги міста-держави з масштабами національної держави. Їм удалося фінансувати свої війни, розвинувши Амстердам як ринок для низки нових цінних паперів: не лише пожиттєвих і довічних рент, а й лотерейних позик (купуючи які інвестори платили за малий шанс великого прибутку). На 1650 р. існувало понад 65 тис. голландських рантьє — осіб, які інвестували свій капітал в один чи декілька боргових інструментів, у такий спосіб допомагаючи фінансувати тривалу боротьбу голландців за збереження своєї незалежності. Коли голландці перейшли від самозахисту до імперської експансії, «гора» їхніх боргів насправді значно зросла: із 50 млн гульденів у 1632 р. до 250 млн у 1752 р. Утім, дохід від голландських облігацій неухильно знижувався, упавши в 1747 р. до найнижчого показника 2,5 %, — це було ознакою не лише того, що Об'єднані Провінції досі мали вдосталь капіталу, а й того, що інвестори не боялися повного банкрутства держави⁷⁰.

Після Славної революції 1688 р., під час якої короля-католика Якова II усунули з англійського трону, а на його місце запросили голландського протестантського правителя Вільгельма Оранського, ці та інші фінансові нововведення перетнули Ла-Манш і перемістилися з Амстердама до Лондона. Фіскальна система Англії на той час уже значно відрізнялася від тієї, що була в монархічних державах континенту. Землі, що належали короні, були розпродані значно раніше, ніж в інших країнах, таким чином парламент дістав змогу контролювати королівські витрати, у той час як представницька влада в Іспанії, Франції та в німецьких землях чимдалі слабшала. Був помітним зсув у розвитку професійної державної служби, на якій службовці могли цілком покладатися на зарплату, а не на казнокрадство. Славна революція ще більше підкреслила ці розбіжності. Відтепер не буде регулярних відмов корони сплачувати борги (лондонські інвестори добре пам'ятали «Зупинку скарбниці» 1672 р., коли через велику заборгованість корони Карл II відмовився сплачувати свої рахунки). Не буде знецінення грошей, особливо після запровадження в 1717 р. золотого

стандарту. Парламент прискіпливо вивчатиме, куди витрачаються королівські гроші. Він також постійно намагатиметься зібрати докупи різноманітні борги, які представники династії Стюартів назбирали за багато років. Кульмінацією цього процесу стане створення сером Генрі Пелгемом у 1749 р. Консолідованого фонду 1571. Це було прямою протилежністю напрямку фінансового розвитку, на який націлилася Франція, де монарх і надалі регулярно відмовлявся сплачувати борги, де посади продавалися заради грошей, замість того, щоб заповнювати їх кваліфікованими кадрами, де право збирати податки було приватизоване чи здавалося в оренду, де рідко укладався бюджет, а якщо й укладався, то його навряд чи можна було вважати прозорим, де Генеральні штати (орган, який можна вважати французьким парламентом) більше не скликалися, де генеральні контролери фінансів один за одним тяжко намагалися заробити гроші, видаючи ренти і tontines (щорічні ренти, що виплачувалися впродовж життя певної групи людей) на все більш щедрих для інвесторів умовах⁷². У Лондоні ж на середину XVIII ст. ринок облігацій процвітав, основними цінними паперами, якими на ньому торгували, були державні облігації — консолі, надзвичайно ліквідні (іншими словами, їх було легко продати) і привабливі для іноземних (особливо голландських) інвесторів⁷³. На противагу цьому, у Парижі нічого подібного не було. Саме ці розбіжності у фінансовій сфері, як виявиться, матимуть серйозні політичні наслідки.

Оскільки вважається, що консоль був найуспішнішою з будь-коли виданих облігацій, варто ближче познайомитися із цими знаменитими британськими державними облігаціями. На кінець XVIII ст. була можливість інвестувати у два різновиди консолів: із купонами у 3 % і 5 %. В усьому іншому вони були ідентичні: і один, і другий були довічними облігаціями, без фіксованої дати терміну погашення, держава могла викупити їх лише в тому випадку, якщо ринкова ціна дорівнювала номінальній вартості або перевищувала її. На наступній ілюстрації можна побачити типовий консоль — це почасти надрукована, почасти заповнена від руки розписка, у якій вказано суму інвестованих коштів, номінальну вартість цього цінного паперу, ім'я інвестора і дату:

Цього 22-го дня січня 1796 р. від пані Анни Гоус отримано суму сто один фунт як компенсацію вартості у сто фунтів. Відсоток або частка капіталу становить 5 % щорічної ренти, консолідованої 6 липня 1785 р... із можливістю обміну в Банку Англії.

FIVE per Cent. Annuities,

Consolidated JULY 6th, 1785.

100 0 101

Received this 17 Day of Jan^y 1796 of

Ann Hussey

the Sum of *100* *0* *101*

being the Consideration for *Five per Cent. Annuities*

Interest or Share in the Capital of *1000000* of FIVE per Cent.

Annuities, consolidated July 6th, 1785. (enacted by Two Acts of Parliament, one of the Twenty-fourth, and the other of the Twenty-

fifth Year of the Reign of His Majesty King George III both intitled, *An Act for granting Annuities to satisfy certain Navy, Victualling, and*

Transport Bills, and Ordnance Debentures) transferable at the

BANK OF ENGLAND, together with the Proportional Annuity

standing the same, by *100* this Day transferred to the said

Ann Hussey

Wm Hussey

Witness

Wm Hussey *J. Hussey*

£ 101

101 0 101

101 0 101

101 0 101

101 0 101

101 0 101

101 0 101

П'ятивідсотковий консоль, куплений Анною Гоус у січні 1796 р.

Зважаючи на те, що вона заплатила 101 фунт за консоль вартістю 100 фунтів, пані Гоус своєю інвестицією забезпечила собі щорічний прибуток у 4,95 %. Час для інвестиції був обраний не надто вдалий. У квітні того року французька армія під командуванням молодого корсиканського командира на ім'я Наполеон Бонапарт здобула першу перемогу під Монтенотте. Він знову переміг у травні в битві під Лоді. У наступні два десятиліття ця людина становитиме загрозу безпеці й фінансовій стабільності Британської імперії, вже не кажучи про мир у Європі, більшу, ніж усі Габсбурги і Бурбони разом узяті. Для того щоб завдати йому поразки, довелося створити нову «гору» боргів. Зі зростанням цієї «гори» зменшувалася ціна окремих консолів, втративши 30 % у найкритичніший момент британської історії.

Стрімкий злет маленького корсиканця до позиції імператора Франції та володаря Європейського континенту був із ряду подій, які в 1796 р. мало хто міг передбачити, а пані Анна Гоус поготів. Утім, саме в цей період відбувся ще більш показовий (і більш тривалий) приклад стрімкої соціальної мобільності. Лише за кілька років після остаточної поразки Наполеона під Ватерлоо чоловік, якому довелося зростати в смутку франкфуртського гетто, став справжнім Бонапартом фінансів: володарем ринку облігацій і, як дехто наважився припустити, також володарем європейської політики. Звали цього чоловіка Натан Ротшильд.

Бонапарт фінансів

Володар незліченних багатств, він вихвалявся, що вирішує долю війни і миру, що від кивка його голови залежить те, отримає якась країна кредит чи ні, він листується з незліченною кількістю людей, його кур'єри випереджають кур'єрів суверенних володарів і абсолютних монархів, державні міністри отримують від нього платню. Уже досягнувши неймовірних впливів на уряди континентальної Європи, він прагне впливів і на наш уряд⁷⁴.

У 1828 р. так сказав радикальний представник британського парламенту Томас Данскомб. Чоловік, про якого він згадує, — Натан Маєр Ротшильд, засновник лондонського представництва банківського дому, який протягом більшої частини ХІХ ст. був найбільшим у світі⁷⁵. Родина Ротшильдів стала заможною завдяки ринкам облігацій — настільки заможною, що змогла побудувати 41 маєток по всій Європі, серед них і Воддестон у Бекінгемширі, що був відбудований у всій своїй колишній красі четвертим лордом Ротшильдом, Натановим пра-пра-пра-праонуком. Лорд Ротшильд стверджував, що його славетний пращур був «низький, товстий, невідчепний, неймовірно розумний, дуже зосереджений... Не думаю, що він був приємною людиною для тих, хто мав із ним справу». Його близький родич Івлин де Ротшильд дотримується подібної думки: «Я вважаю, він був дуже амбіційний, — каже він, споглядаючи портрет Натана Ротшильда в залі засідань лондонського представництва банку «Н. М. Ротшильд» у провулку Сент-Світін, — і дуже рішучий. Не думаю, що він був готовий терпіти дурнів».

Хоча в родині Ротшильдів завзято листувалися, збереглося відносно небагато листів Натана до його братів. Утім, ось сторінка листа, який демонструє, що то була за людина. Цей лист, як і всі їхні листи, написаний юдендойч (Judendeutsch) — німецькою мовою, транслітерованою івритом, що майже не надається до розшифрування; він підсумовує те, що можна назвати його єврейською трудовою етикою, а також демонструє його нетерпимість до своїх менш спритних братів:

Пишу вам, щоб висловити все, що думаю, оскільки це мій чортів обов'язок писати вам... Я прочитую ваші листи по сто разів. Можете собі уявити. Мені зазвичай нема чого робити після вечері. Книжок я не читаю, у карти не граю, по театрах не ходжу, моєю єдиною розрадою є бізнес, тож я читаю листи Амшеля, Соломона, Якова і Карла... Щодо Карлового листа [про купівлю більшого будинку у Франкфурті]... все це дурниці, тому що допоки в нас є гарний бізнес і ми заможні, усі будуть підлещуватися до нас, а ті, хто не отримує від нас жодного зиску, заздритимуть нам через усе це. Наш Соломон надто добрий і лагідний до всіх і кожного, і якщо якийсь паразит нашіптує щось йому на вухо, він думає, що всі люди великодушні[;] насправді ж усе, що їм треба, — це задовольнити власні інтереси⁷⁶.

Не дивно, що брати називали Натана «головнокомандувачем». «Усе, що ти пишеш, — утомлено скаржився Соломон у 1815 р., — заплатіть це, заплатіть се, відправте це, відправте се, та й годі»⁷⁷. Саме ця феноменальна наполегливість, укупі з вродженим фінансовим генієм, піднесла Натана з безвісності франкфуртського Юденгассе (єврейського кварталу) до панування на лондонському ринку облігацій. І знову саме війна надала змогу запровадити фінансові нововведення.

Уранці 18 червня 1815 р. 67 тис. британських, голландських і німецьких військ під командуванням герцога Веллінгтона дивилися через поля Ватерлоо, що неподалік від Брюсселя, на майже таку саму кількість французьких військ під командуванням імператора Франції Наполеона Бонапарта. Битва під Ватерлоо стала кульмінацією низки конфліктів між Британією і Францією, що тривали майже два десятиліття. Але це було більше, ніж битвою між двома арміями. Це було змаганням двох конкурентних фінансових систем: французької, яка за Наполеона ґрунтувалась на грабунку (оподаткуванні завойованих земель) та британської, що базувалась на боргах.

Ще ніколи для фінансування військового конфлікту не видавалося стільки облігацій. Між 1793 і 1815 рр. британський національний борг зріс утричі — до 745 млн фунтів, майже удвічі перевищивши щорічний рівень продуктивності економіки Великої Британії. Але це збільшення випуску облігацій важким тягарем лягло на лондонський ринок. Від лютого 1792 р. ціна типового стофунтового консолья з купонами у 3 % знизилася з 96 до 60 фунтів напередодні битви під Ватерлоо, а в якийсь момент (1797 р.) впала нижче від 50 фунтів. Для таких інвесторів, як пані Анна Гоус це стало

періодом випробувань.

Згідно з добре відомою легендою, першими мільйонами своїх статків родина Ротшильдів завдячує успішним Натановим спекуляціям навколо того, як результат битви під Ватерлоо вплине на ціну британських облігацій. За деякими версіями цієї історії, Натан нібито особисто спостерігав за цією битвою. Ризикуючи життям, він перетнув Ла-Манш у штурм, щоб дістатися Лондона, перш ніж туди прибудуть новини про перемогу Веллінгтона, щоб скупити облігації до того, як їх ціна злетить до небес, і таким чином заробив близько 20–135 млн фунтів. Пізніше нацисти робили все можливе, щоб додати деталей до цієї легенди. У 1940 р. Йозеф Геббельс затвердив вихід на широкі екрани фільму «Ротшильди», у якому зображено, як доволі слизький тип Натан дає хабара французькому генералу, щоб забезпечити перемогу Веллінгтона, а тоді навмисне відправляє неправдиві новини до Лондона, щоб спровокувати паніку на ринку британських облігацій, які після цього масово скуповує за мінімальну ціну. Утім, насправді все було геть інакше⁷⁸. Аж ніяк не заробивши на перемозі Веллінгтона, Ротшильди, навпаки, мало не збанкрутували через неї. Вони збагатіли не завдяки перемозі під Ватерлоо, а всупереч їй.

Після низки невдалих спроб втрутитися у війну британські війська із серпня 1808 р. почали бойові дії проти Наполеона на континенті. Тоді майбутній герцог Веллінгтон, на той час генерал-лейтенант сер Артур Велсі, увів експедиційні війська до Португалії, до якої ще рік тому ввійшли французькі війська. Упродовж наступних шести років необхідно було якось постачати на Іберійський півострів війська та матеріальне забезпечення для них. Продаж облігацій, безперечно, допоміг британському уряду зібрати багато грошей, але банкноти не дуже допомагали вести бойові дії на віддаленій території. Щоб забезпечити війська й заплатити британським союзникам у війні проти Франції, Веллінгтону була потрібна якась загальноновизнана валюта. Тож постало завдання перетворити гроші, зароблені на продажу облігацій, на золоті монети, а потім ще й якось доставити їх туди, де вони були потрібні. Відправляти золоті гінеї з Лондона до Лісабона під час війни було дорого і небезпечно. Але коли португальські купці відмовилися приймати представлені Веллінгтоном векселі, альтернатив, окрім як відправляти кораблями готівку, не залишилося.

Натан Ротшильд, син досить успішного франкфуртського торговця антикваріатом і вексельного брокера, прибув до Англії лише в 1799 р. і більшу частину подальших десяти років провів у щойно індустріалізованій Північній Англії: скуповував там текстиль і відправляв його до Німеччини. До банківської справи в Лондоні долучився не раніше від 1811 р. То чому британський уряд звернувся до нього в час фінансової скрути? Відповідь на це така: бо Натан мав цінний досвід доставляння контрабандного золота на континент в обхід запровадженої Наполеоном торговельної блокади проти Англії. (Правду кажучи, блокада порушувалася з відома французької влади, оскільки її представники мали просте меркантильне переконання, що відтік золота з Англії має послабити британську військову потужність). У січні 1814 р. міністр фінансів Британії наказав головному інтенданту Джону Чарльзу Геррісу «зберігаючи цей факт у суворій таємниці, винайняти того пана [Натана], щоб він упродовж наступних двох місяців від цього часу зібрав у Німеччині, Франції та Голландії якомога більше французьких золотих і срібних монет, сума яких не має перевищувати 600 тис. фунтів». Тоді їх необхідно було доставити на британських суднах до голландського порту Гельєтслуйс і відправити Веллінгтону, який на той час уже перетнув Піренеї та перебував у Франції. Це була масштабна операція, успіх якої залежав від здатності братів Ротшильдів налагодити через Ла-Манш свою кредитну мережу й організувати передавання величезної кількості зливків. Вони так добре впоралися із цим замовленням, що Веллінгтон невдовзі вже висловлював свою вдячність за «щедре... постачання грошей». Як писав Герріс, «місцевий Ротшильд чудово впорався з різноманітними завданнями, дорученими йому, і хоч він і єврей, ми можемо цілком покладатися на нього». На травень 1814 р. Натан передав урядові 1,2 млн фунтів — суму, яка вдвічі перевищувала ту, яку йому доручали здобути.

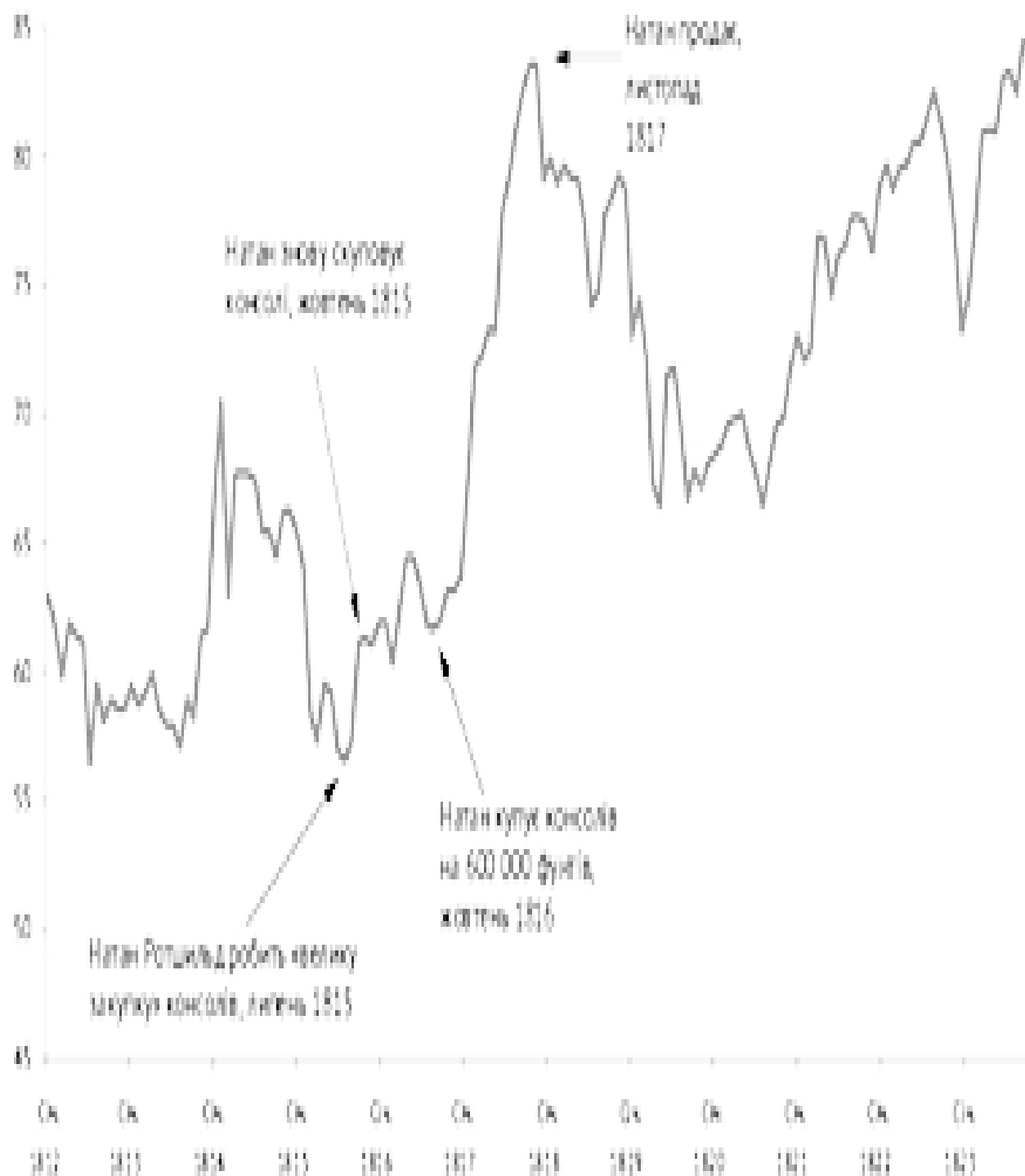
Безперечно, перевозити так багато золота під кінець війни було справою ризикованою. Утім, із точки зору Ротшильдів, величезні комісійні, яких вони вимагали, більш ніж виправдовували ризик. Брати чудово підходили для виконання цього завдання, це була готова банківська мережа в межах однієї родини: Натан перебував у Лондоні, Амшель — у Франкфурті, Яків (наймолодший брат) — у Парижі, Карл — в Амстердамі, а Соломон їхав туди, куди його відправляв Натан. Розпорошені Європою, п'ятеро братів Ротшильдів мали унікальну можливість використовувати різницю в цінах і валютних курсах на ринках різних країн, процес, відомий в економіці як арбітраж. Якщо, скажімо, паризька ціна на золото була вища за лондонську, Яків у Парижі продаватиме золото в обмін на векселі, які потім відправить

до Лондона, де Натан використає їх, щоб купити більше золота. Те, що їхні власні операції, які вони проводили за дорученням Герріса, були настільки масштабні, що впливали на різницю в цінах, лише робило їхню справу ще більш прибутковою. На додаток до цього, Ротшильди організовували виплату деяких із найбільших субсидій британським союзникам. На червень 1814 р. Герріс підрахував, що сума виплат, які вони здійснили із цією метою, дорівнювала 12,6 млн франків. «Пан Ротшильд, — зазначав прем'єр-міністр лорд Ліверпуль, — став надзвичайно корисним другом». Як він сказав міністру закордонних справ лорду Каслрі, «не уявляю, що б ми робили без нього...» На цей час брати вже називали Натана Володарем фондової біржі.

Після того як у квітні 1814 р. Наполеон зрікся престолу, його запроторили на заслання на невеличкий італійський острів Ельба, яким він намагався правити, як мініатюрною імперією. Та острів виявився замалим, щоб втримати його. Коли монархи і міністри 1 березня 1815 р. зібралися у Відні на конгрес, щоб відновити старий порядок у Європі, вони з жахом дізналися, що Бонапарт повернувся до Франції з наміром відновити свою імперію. Ветерани Наполеонової Великої армії збиралися під його штандартами. Натан Ротшильд у відповідь на ці «неприємні новини» одразу заходився знову скуповувати всі золоті зливки і монети, які він і його брати могли відшукати, передаючи їх у розпорядження Геррісу, щоб той переправив це золото Веллінгтону. Всього Ротшильди надали золота на суму, що перевищувала 2 млн фунтів: цим золотом можна було б заповнити 884 скрині та ще 55 невеликих діжок. Водночас Натан запропонував свою допомогу з передаванням нових субсидій британським континентальним союзникам, тож на 1815 р. сума всіх його операцій, укладених за дорученням Герріса, наблизилася майже до 9,8 млн фунтів. Враховуючи, що Ротшильди отримували з усіх цих операцій комісію 2–6 %, повернення Наполеона обіцяло братам казкові багатства. Утім, був один ризик, який Натан недооцінив. Завзято скуповуючи золото у величезних кількостях, він припускав, що ця війна, як і попередні наполеонівські, триватиме доволі довго. Це припущення мало не стало для нього фатальною помилкою.

Веллінгтон сказав про Ватерлоо, що це була битва «з найбільш невизначеним підсумком, який тільки можна собі уявити». Через день жорстоких атак, контратак і героїчної оборони хід битви нарешті визначила прусська армія, що прибула зі значним запізненням. Ця перемога стала славетною для Веллінгтона. Проте цього не можна сказати про Ротшильдів.

Безперечно, Натан Ротшильд був втішений, що першим дізнався новину про поразку Наполеона, дякував швидкості його кур'єрів, які майже на дві доби випередили майора Генрі Персі з офіційною депешею Веллінгтона для кабінету міністрів. Хоч як рано ці новини досягли Натана, на його думку, вони аж ніяк не були добрі. Він не очікував, що війна закінчиться настільки швидко. Тепер він із братами сидів на горі золотих монет, котрі вже нікому не були потрібні, адже призначалися для фінансування війни, яка вже завершилася. Тільки-но настане мир, великі армії, що воювали проти Наполеона, розформують, а коаліція союзників розпадеться. А це означає, що більше не потрібно буде сплачувати зарплатню солдатам і субсидії — британським воєнним союзникам. Ціна золота, яка під час війни підскочила, тепер обов'язково впаде. Перед Натаном постала перспектива не казково великих прибутків, а важких втрат, які чимдалі тільки зростатимуть.



Ціна консолів (британських безстрокових облігацій)
у 1812–1822 рр.

Але із цієї ситуації був один імовірний вихід: Ротшильди могли скористатися своїм золотом задля великої та надзвичайно ризикованої ставки на ринку облігацій. Увечері 20 липня 1815 р. лондонський «Кур'єр» (Courier) повідомив, що Натан «придбав велику кількість акцій», маючи на увазі британські урядові облігації. Ротшильд зробив ставку на те, що завдяки британській перемозі під Ватерлоо та перспективі зменшення урядових позик, ціна британських облігацій різко злетить. Тож Натан купив іще облігацій, а коли ціна консолів, як і очікувалося, пішла вгору, він скуповував їх далі. Попри відчайдушні благання братів почати реалізовувати прибуток, Натан зміг незворушно тримати облігації на руках іще один рік. Нарешті, наприкінці 1817 р., коли ціни на облігації зросли на понад 40 %, він почав продавати їх. У перекладі на сучасні реалії, враховуючи впливи інфляції й економічного зростання на купівельну спроможність фунта стерлінгів, його прибуток на сьогодні становив би близько 600 млн фунтів. Це було однією з найзухваліших торговельних операцій у фінансовій історії, завдяки якій вдалося буквально вихопити фінансову перемогу в момент поразки Наполеона на полі бою. Цю схожість між переможцем і переможеним зауважили сучасники. Ось слова одного з партнерів банку Берингів, головного конкурента Ротшильдів: «Маю відверто зізнатися, що мені не вистачає нервів на такі операції. Зазвичай вони дуже добре сплановані, та й провадяться вони з розумом і винахідливістю. Тож у світі грошей і фондів він — як Бонапарт у війні»⁷⁹. Для німецького автора Людвіга Берне Ротшильди були просто die Finanzbonaparten (Бонапартами фінансів)⁸⁰. Інші у своїх порівняннях пішли ще далі, хоч і не без натяку на іронію. «Гроші — то боги нашого часу, — проголосив у березні 1841 р. Гайнріх Гайне, — і Ротшильди — їхні пророки»⁸¹.

Навіть сьогодні викликає здивування той факт, наскільки впливовими у світі міжнародних фінансів залишалися Ротшильди навіть через півстоліття після Ватерлоо. Це досягнення здавалося сучасникам настільки неймовірним, що вони зятято намагалися знайти йому якесь містичне пояснення. Згідно з одним свідченням 1830-х рр., Ротшильди завдячували своїми статками якомусь загадковому «давньоєврейському талісману», який допоміг Натану Ротшильду, засновнику лондонського відділення банку, стати «левіафаном грошових ринків Європи»⁸². Подібні історії аж у 1890-х рр. поширювалися в «смузі осілості» серед євреїв Російської

імперії⁸³. Як ми вже бачили, нацисти воліли пов'язувати піднесення Ротшильдів із маніпуляціями новинами на фондових ринках та іншими шахрайствами. Подібні міфи актуальні дотепер. Як стверджує Сун Гунбінг у своєму бестселері «Валютні війни», виданому в Китаї у 2007 р., Ротшильди досі контролюють глобальну грошову систему нібито завдяки своїм впливам на Федеральну резервну систему⁸⁴.

Реальність була більш прозаїчна: в останній період Наполеонівських війн Ротшильди змогли закріпити свої успіхи та стати головними гравцями на лондонському ринку облігацій, який активно виходив на міжнародний рівень. У цьому їм допомогло створення капітальної бази та інформаційної мережі, які значно переважали ті, що були у їхніх головних суперників — Берингів. Було підраховано, що між 1815 і 1859 рр. лондонське відділення банку Ротшильдів видало 14 різновидів суверенних облігацій номінальною вартістю майже 43 млн фунтів, що становили понад половину облігацій, виданих усіма банками Лондона⁸⁵. Хоча британські урядові облігації були основними цінними паперами, які пропонувалися інвесторам, вони також торгували французькими, пруськими, російськими, австрійськими, неаполітанськими і бразильськими облігаціями⁸⁶. До того ж після 1830 р. вони просто монополізували випуск облігацій бельгійського уряду. Як правило, Ротшильди купували транш нових облігацій безпосередньо від уряду, призначивши комісійні за розповсюдження мережею брокерів і інвесторів по всій Європі, переказуючи уряду гроші лише тоді, коли покупці вповні сплачували свої внески. Зазвичай різниця між тою ціною, яку Ротшильд платив суверенному позичальнику, і ціною, яку він встановлював для інвесторів, була відчутною (при цьому ще залишалась можливість додатково «накрутити» ціну після первинного публічного розміщення). Звісно, як ми вже бачили, раніше також були масштабні міжнародні позики, які пропонували, зокрема, Генуя, Антверпен і Амстердам⁸⁷. Але відмітною рисою лондонського ринку облігацій після 1815 р. було те, що Ротшильди вимагали від більшості нових позичальників, щоб ті видавали облігації, деноміновані у фунтах стерлінгів, а не у власній валюті, та виплати відсотків здійснювали в Лондоні чи ще десь, де в Ротшильдів були свої представництва. Новий стандарт був започаткований у 1818 р., коли вони запустили перший публічний продаж пруських п'ятивідсоткових облігацій, які (після тривалих і важких переговорів¹⁶) були видані не лише в Лондоні, а й у Франкфурті, Берліні, Гамбурзі й Амстердамі⁸⁸. У своїй книзі «Про рух у державних облігаціях» (1825) німецький знавець правових питань Йоганн Гайнріх Бендер

виокремив це як одне з найважливіших нововведень Ротшильдів: «Будь-який власник урядових облігацій... може без особливих зусиль отримати свої відсотки в будь-якому зі зручних для нього місць»⁸⁹. Насправді випуск облігацій був аж ніяк не єдиним джерелом прибутків Ротшильдів: вони також торгували облігаціями, були задіяні у валютному арбітражі, продавали золоті зливки і мали власний банк, окрім того, інвестували в страхування, видобувну промисловість і залізницю. Утім, ринок облігацій залишався сферою їхньої головної компетентності. На відміну від дрібніших конкурентів, Ротшильди могли похвалитися тим, що мали справу лише із цінними паперами інвестиційного рівня, як це тепер називається. На 1829 р. не було відмови у сплаті за жодною з облігацій, що вони видали в 1820-х рр., попри серйозну боргову кризу в Латинській Америці середини десятиліття (це була лише перша з багатьох наступних криз).

Успіх дав Ротшильдам іще більші багатства. Коли в 1836 р. Натан помер, його особистий статок дорівнював 0,62 % національного доходу Британії. Сукупний дохід усіх п'яти «домів» Ротшильдів (Франкфурт, Лондон, Неаполь, Париж і Відень) між 1818 і 1852 рр. зріс із 1,8 млн до 9,5 млн фунтів. Ще в 1825 р. їхній сукупний капітал був увосьмого більший, ніж у «Братів Берингів» і у «Банк де Франс». На 1899 р., сягнувши 41 млн фунтів, він перевищив капітал п'яти найбільших німецьких акціонерних банків разом узятих. Фірма дедалі більше нагадувала багатонаціонального управителя активами розгалуженої родини, що складалася з управителів активів. Кількість членів родини з кожним поколінням зростала, єдність родини підтримувалася низкою заходів, що передбачали періодичний перегляд угод між п'ятьма домами і велику кількість одружень усередині родини: між кузенами й кузинами чи дядьками й небогами. Із 21 шлюбу, що були укладені між нащадками Натанового батька Меєра Амшеля Ротшильда в період між 1824 і 1877 р., не менше від 15 були між його прямими нащадками. До того ж відданість усіх членів родини юдаїзму в часи, коли інші єврейські родини зраджували своїй вірі чи вступали в шлюби з іновірцями, лише підсилювала їхню спільну ідентичність і місію як «єврейської королівської родини».

Старий Меєр Амшель повсякчас напучував своїх п'ятьох синів: «Якщо не можете змусити інших любити вас, зробіть так, щоб вас боялись». Коли Ротшильди як володарі ринку облігацій осіддали фінансовий світ середини ХІХ ст., їх більше боялися, ніж любили. Праві реакціонери нарікали на піднесення нової форми багатства, більш дохідного і ліквідного, ніж те, що

мають європейські аристократичні еліти-землевласники. Як зазначив Гайнріх Гайне, у фінансовій системі, яку створювали Ротшильди, було щось глибоко революційне:

Система цінних паперів звільняє... людей, тож вони можуть обирати будь-яке місце проживання, можуть мешкати де завгодно і не працювати, отримуючи відсотки з облігацій — свого рухомого майна, тож такі люди збираються разом у наших столицях і в їхніх руках зосереджується справжня влада. І ми вже давно знаємо, що передвіщає ситуація, коли найрізноманітніші потужності існують поруч, коли відбувається таке зосередження інтелектуальної й соціальної влади.

В очах Гайне, Ротшильда можна було поставити в один ряд із Ришельє і Робесп'єром, як «три імені, які навіюють жах через те, що [їх носії] поступово винищили стару аристократію». Ришельє відібрав у неї владу, Робесп'єр відітнув голову її декадентським залишкам, а тепер Ротшильд створював для Європи нову соціальну еліту,

підносячи систему урядових облігацій до висот найбільшої влади... надаючи власникам грошового капіталу привілеї, які колись мали землевласники. Насправді таким чином він створив нову аристократію, але вона спирається на найненадійнішу річ — на гроші... [котрі] є більш текучими, ніж вода, менш постійними, ніж повітря...⁹⁰

Тим часом ліві радикали оплакували появу нової влади в політичній сфері, яка могла накласти вето на державні фінанси, а отже, і на всі політичні рішення. Після успішного випуску облігацій для Австрії, Пруссії та Росії Натана Ротшильда висміювали як страхового брокера «Порожнього союзу», який допомагає захищати Європу від спалахів ліберальної політики⁹¹.

У 1821 р. він навіть отримав смертельну погрозу через «його зв'язки з іноземними державами, особливо через надану Австрії допомогу, адже уряд цієї держави плекає плани з придушення свободи у Європі»⁹². У 1842 р. ліберальний історик Жюль Мішле зазначив у щоденнику: «Пан Ротшильд знає кожного володаря Європи, і кожного маклера європейських фондових бірж. Усі їхні рахунки він тримає у себе в голові: рахунки біржових маклерів і рахунки королів, — і може говорити з ними, навіть не зазираючи до своїх бухгалтерських книг. Комусь із правителів він може сказати:

“Тільки спробуйте призначити цього міністра, і на вашому рахунку з’явиться борг”»⁹³. Як і можна було б припустити, той факт, що Ротшильди були євреї, дав поштовх для проявів глибоко вкорінених антисемітських упереджень. Щойно Ротшильди з’явилися на американській сцені в 1830-х рр., а губернатор Міссісіпі вже звинувачував «барона Ротшильда» в тому, що «в його жилах тече кров Юди і Шейлока, і... він має якості цих обох своїх одноплемінників». Пізніше, у ХІХ ст., «Монета» Гарві, представник популістського руху США, змальовуватиме банк Ротшильда як величезного чорного восьминога, що своїми щупальцями тримає цілий світ⁹⁴.

Утім, найбільше обурення спричинила уявна спроможність Ротшильдів давати добро чи незгоду на початок війни. Ще в 1828 р. князь Пюклер-Мускау згадував про «Ротшильда... без якого, здається, жодна держава Європи сьогодні не може оголосити війну»⁹⁵. На початку ХХ ст. один із коментаторів¹⁷ дошкульно поцікавився:

Чи хтось серйозно вважає, що хоч якась європейська держава може розпочати велику війну чи якась із великих держав зможе отримати кредит, якщо дім Ротшильдів чи хтось із їхньої рідні буде проти цього?⁹⁶

І справді, можна припустити, що Ротшильдам була потрібна війна. Зрештою саме війна уможливила реалізацію найбільшої операції Натана Ротшильда. Без війни в держав ХІХ ст. не було б потреби випускати облігації. Проте, як ми переконалися, війни могли вдарити по ціні наявних облігацій, збільшуючи ризик того, що держава-боржник (як Венеція ХVІ ст.) не зможе виплатити відсотки в разі поразки чи територіальних втрат. На середину ХІХ ст. Ротшильди з торгівців перетворилися на управителів фондів, котрі дбайливо доглядали за власним пухким портфелем урядових облігацій. Тепер, маючи багато грошей, вони більше втрачали від конфліктів, ніж могли на них заробити. Саме тому вони завжди були вороже налаштовані проти спроб національного об’єднання Італії та Німеччини. І саме через це вони із занепокоєнням спостерігали за тим, як у США назріває братовбивча війна. Ротшильди визначили підсумок наполеонівських війн, надавши фінансову підтримку Великій Британії. Далі вони допоможуть визначити підсумок Громадянської війни у США, вирішивши не втручатися.

Діксі втрачають усе

У травні 1863 р., за два роки після початку Громадянської війни у США, генерал-майор Улісс С. Грант захопив Джексон, столицю штату Міссісіпі, і змусив армію Конфедерації під командуванням генерал-лейтенанта Джона К. Пембертона відступити на захід до Віксберга, що на березі річки Міссісіпі. Оточена армія Пембертона, яку з тилів обстрілювали канонерки Союзу, двічі дала відсіч північній армії, але врешті-решт зморені голодом через виснажливу облогу південці вирішили здатися. У День незалежності, 4 липня, Пембертон склав зброю. Від того дня північани міцно тримали Міссісіпі у своїх руках. Південь буквально розпався на дві частини.

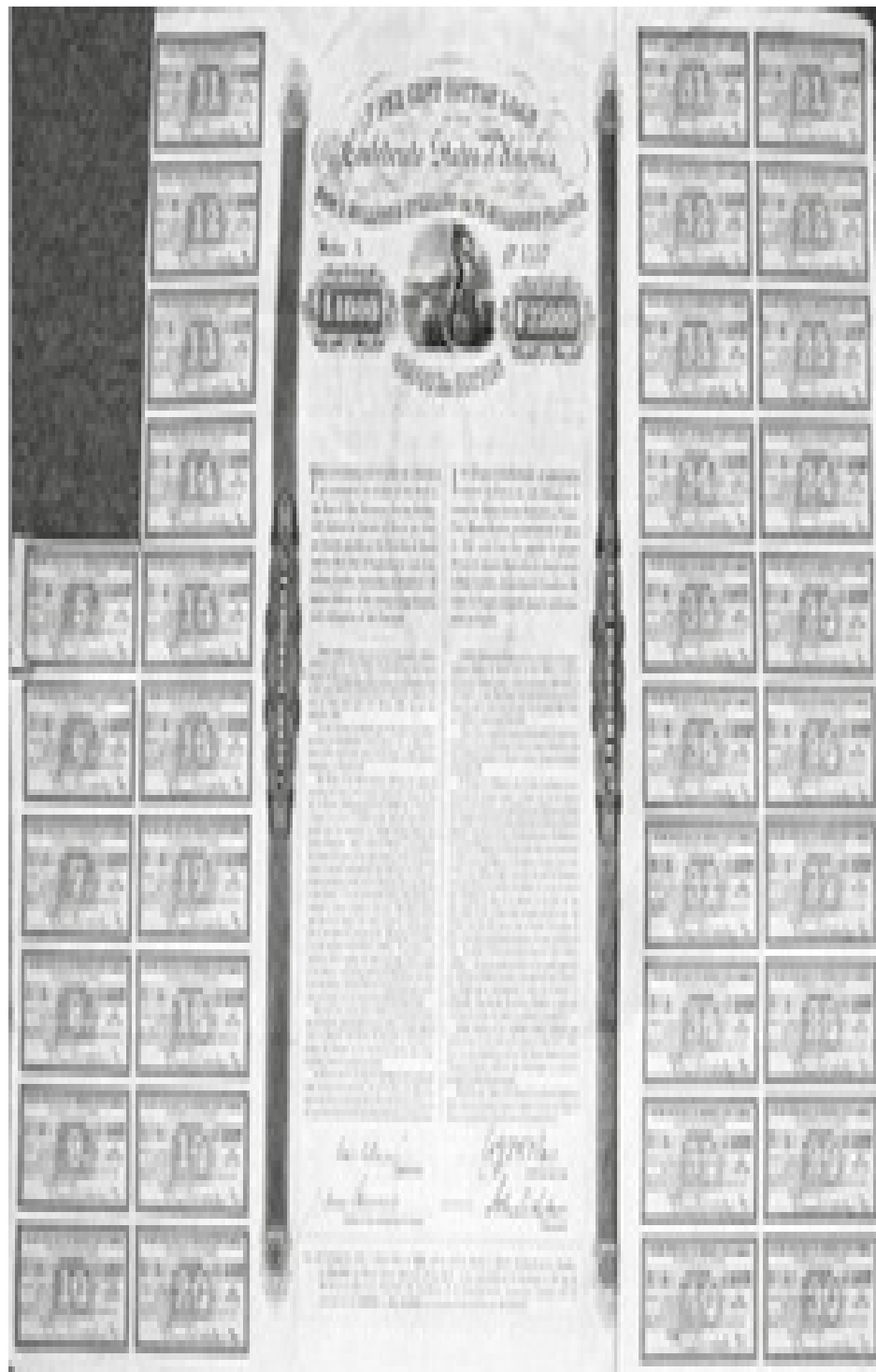
Здачу Віксберга завжди вважали одним із переломних моментів цієї війни. Утім, із фінансової точки зору, це було аж зовсім не так. Ключова подія відбулася за понад рік до того, на 200 миль південніше від Віксберга, у місці, де річка Міссісіпі впадає в Мексиканську затоку. Там 29 квітня 1862 р. адмірал Девід Феррегат повів війська фортів Джонсон і Сент-Філіп на Новий Орлеан. Це зіткнення було менш кровопролитним і тривалим, ніж облога Віксберга, але для справи південців виявилось настільки ж катастрофічним.

Фінанси Конфедерації південних штатів є однією з найулюбленіших тем для спекулятивних припущень в американській історії⁹⁷. Адже врешті-решт небезнадійні у військовому плані зусилля південних штатів звелися нанівець не лише через нестачу промислової потужності та людських ресурсів, а й через відсутність фінансів. На початку війни, за відсутності системи централізованого оподаткування, новостворена державна скарбниця Конфедерації фінансувала свою армію, продаючи облігації власним громадянам, на дві великі позики у 15 млн і 100 млн доларів. Але на Півдні кількість доступного ліквідного капіталу була обмежена, адже штати тут вирізнялися безліччю самодостатніх ферм і відносно невеликих міст. Пізніше стверджували, що конфедерати задля виживання звернулися до Ротшильдів, бо сподівалися, що наймогутніша фінансова династія допоможе їм перемогти Північ, як колись допомогла Веллінгтону перемогти Наполеона під Ватерлоо.

Пропозиція загалом не була надто химерною. Агент Ротшильда в Нью-Йорку Огаст Бельмонт із жахом спостерігав за тим, як США скочуються в Громадянську війну. Як голова національного представництва Демократичної партії він був головним прибічником Стівена А. Дугласа, суперника Абрагама Лінкольна на президентських виборах 1860 р. Бельмонт голосно критикував те, що він називав Лінкольною «фатальною політикою конфіскацій і примусового звільнення»⁹⁸. Соломон де Ротшильд, третій син Якова, також висловлював симпатії до Півдня у своїх листах додому ще до початку війни⁹⁹. Дехто з північних коментаторів зробив із цього очевидні висновки: Ротшильди підтримували Південь. «Бельмонт, Ротшильди і все єврейське плем'я... скуповували облігації конфедератів», — шуміла в 1864 р. газета «Чикаго триб'юн». Один із прибічників Лінкольна звинувачував «євреїв, Джеффа Дейвіса [президента Конфедерації] і диявола» як нечестиву трійцю, що діє проти Союзу¹⁰⁰. Коли Бельмонт у 1863 р. відвідав Лондон, він особисто сказав Лайонелу де Ротшильду, що «невдовзі Північ буде завойована». (Це лише розпалило підозри, що чоловік, якого звинувачували в тому, що він намагається залучити Британію на бік Півдня, державний секретар Конфедерації Джуда Бенджамін, і сам є євреєм).

Утім, насправді Ротшильди вирішили не підтримувати Південь. Чому? Можливо, тому що вони відчували відразу до рабства. Але так само важливим було те, що вкладати в Конфедерацію було занадто ризиковано (зрештою президент Конфедерації Джефферсон Дейвіс відкрито виступав за зречення від державних боргів, ще коли був сенатором США). Здається, багато хто у Європі поділяв цю недовіру до Півдня. Коли Конфедерація спробувала продати звичайні облігації на європейських ринках, інвестори не виявили особливого захвату. Але в рукаві південців був геніальний козир. Цей козир (як і самі рукави) був виготовлений із бавовни, яка становила основу економіки Конфедерації й була найважливішим продуктом експорту Півдня. Було вирішено використовувати врожай бавовни не лише як засіб заробітку на експорті, а і як забезпечення для нових «бавовняних облігацій». Коли якась невідома французька фірма «Еміль Ерланжер і Ко» випустила для Півдня «бавовняні облігації», у Лондоні й Амстердамі відгукнулися на це доволі по-різному. Найпривабливішим у цих облігаціях, до яких докладалися семивідсоткові купони і термін погашення яких становив 20 років, було те, що їх можна було конвертувати в бавовну за передвоєнною ціною шість пенсів за фунт. Попри військові поразки Півдня, упродовж майже всієї війни облігації

зберігали свою ціну з тої простої причини, що ціна на товар, що лежав в основі забезпечення облігацій, — на бавовну — зростала внаслідок зростання попиту у воєнний час. Насправді ціна облігацій навіть подвоїлася з грудня 1863 р. до вересня 1864 р., попри поразки конфедератів під Геттісбергом і Віксбергом, оскільки ціна бавовни зберігалася захмарною¹⁰¹. Ба більше, Південь мав унікальну можливість далі піднімати ціну, запроваджуючи обмеження на постачання бавовни.



«Бавовняні облігації» конфедератів із купонами,
лише перші чотири з яких були зрізані

У 1860 р. ліверпульський порт був головною артерією для ввезення імпоротної бавовни для британської текстильної промисловості, на якій трималася промислова економіка вікторіанської доби. Понад 80 % цього імпорту надходило з Півдня США. Лідери конфедератів вважали, що це давало їм у руки важіль, за допомогою якого вони втягнуть Британію у війну на своєму боці. Щоб збільшити тиск, вони вирішили накласти ембарго на весь експорт бавовни до Ліверпуля. Наслідки цього були катастрофічні. Ціна на бавовну підскочила з 6¼ пенса за фунт до 27¼ пенса. Імпорт із Півдня різко впав із 2,6 млн тюків у 1860 р. до менше ніж 72 тис. тюків у 1862 р. На типовій англійській бавовняній фабриці, одна з яких збереглася у Стаялі, що на південь від Манчестера, працювало близько 400 робітників, але це була лише частина з 300 тис. людей, задіяних королевою Бавовною по всьому Ланкаширу. Без бавовни ці працівники не мали роботи. На кінець 1862 р. половину робочої сили було звільнено, близько чверті всіх мешканців Ланкаширу отримували допомогу з безробіття¹⁰². Вони назвали це «бавовняним голодом». Утім, цей голод влаштували штучно. І, здається, ті, хто його влаштував, наближалися до своєї мети. Ембарго не лише спричинило безробіття, голод і бунти на півночі Англії, через нестачу бавовни підскочила її ціна, а отже, і ціна південних «бавовняних облігацій», через що вони стали неймовірно привабливою інвестицією для ключових осіб британської політичної еліти. Декілька облігацій придбав майбутній прем'єр-міністр Вільям Юарт Гледстоун, а також редактор «Таймс» Джон Делейн¹⁰³.

Утім, спроможність південців маніпулювати ринком облігацій залежала від однієї надзвичайно важливої умови: в інвесторів мав лишатися фізичний доступ до бавовни, яка забезпечувала облігації, якщо Південь не зможе виплатити відсотки. Зрештою, забезпечення добре лише тоді, коли кредитор може дістатися до нього. Саме тому втрата Нового Орлеана у квітні 1862 р. була справжнім поворотним моментом у ході Громадянської війни у США. Коли головний порт південців опинився в руках північного Союзу, інвестори, які хотіли отримати південну бавовну, мали спершу обійти морську блокаду, влаштовану Північчю, — ще й не раз, а двічі: на шляху туди і назад. Зважаючи на те, що флот Півночі на Міссісіпі ставав дедалі сильнішим, ця перспектива видавалася інвесторам не надто спокусливою.

Якщо б південці спромоглися втримати Новий Орлеан хоча б до того часу, коли врожай бавовни відправлять до Європи, вони встигли б продати в Лондоні «бавовняні облігації» на понад 3 млн фунтів. Можливо, навіть обережні Ротшильди могли б придивитися до них. Але виходячи з реальних умов, вони відкинули позику Ерланжера через те, що вона «надто підозріла і швидше за все привабить до себе всіх шалених спекулянтів... ми не чули про жодну поважну людину, яка б мала з нею справу»¹⁰⁴. Конфедерати переоцінили свої можливості. Перекривши доступ бавовни до Ліверпуля, вони втратили можливість повернути все на попередній рівень. На 1863 р. ланкаширські фабрики знайшли нові джерела постачання бавовни з Китаю, Єгипту та Індії. А тепер інвестори швидко втрачали довіру до «бавовняних облігацій» Півдня. Це мало катастрофічні наслідки для економіки Конфедерації.



«Сіра» п'ятидоларова купюра конфедератів штату Луїзіана

Коли внутрішній ринок облігацій вичерпав свої можливості, а за кордоном видали лише дві мізерні позики, уряд Конфедерації був змушений друкувати нічим не забезпечені паперові гроші на загальну суму 1,7 млрд доларів, щоб фінансувати війну та інші витрати. Це правда, що обидві сторони конфлікту в Громадянській війні були змушені друкувати гроші. Але на кінець війни «зелені» долари Союзу коштували приблизно 50 центів у золотому еквіваленті, а «сірі» долари конфедератів оцінювались лише в один цент, незважаючи на спробу валютної реформи в 1864 р.¹⁰⁵ Ситуація ще погіршувалась тим, що окремі штати і міста Півдня мали право друкувати власні гроші, а також тим, що поширювалося фальшування: оскільки банкноти Конфедерації були зроблені доволі грубо, їх виявилось легко підробити. Коли грошей більшало, а товарів меншало, вибухнула інфляція. Ціни на Півдні впродовж Громадянської війни злетіли майже на 4000 %¹⁰⁶. Для порівняння, на Півночі вони зросли лише на 60 %. Руйнування економіки Півдня почалося ще до капітуляції армій конфедератів у квітні 1865 р., а гіперінфляція була лиш провісником неминучої поразки.

Виявилось, що Ротшильди мали рацію. Ті, хто інвестував в облігації конфедератів, у кінцевому підсумку, усе втратили, оскільки переможна Північ поклялася, що не виконуватиме фінансові зобов'язання Півдня. Урешті-решт для фінансування війни південні штати не мали альтернативи, окрім друку грошей. Це був не останній випадок в історії, коли спроби опиратися тенденціям на ринку облігацій призвели до руйнівної інфляції та пониження на полі бою.

Евтаназія рантьє

Доля тих, хто втратив останню сорочку на облігаціях конфедератів, не була аж такою надзвичайною на тлі того, що відбувалося у ХІХ ст. Конфедерація була далеко не єдиною державою в обох Америках, яка врешті-решт розчарувала власників своїх облігацій, вона лише була найпівнічнішою із цих злочинних країн. На південь від Ріо-Гранде боргові дефолти і знецінення валют стали чи не звичною справою. Досвід країн Латинської Америки у ХІХ ст. багато в чому став провісником проблем, які на середину ХХ ст. стануть майже універсальними. Частково причиною цього було те, що місцевий соціальний клас, представники якого були головні інвестори, що могли придбати облігації (а отже, були зацікавлені у швидкій виплаті відсотків у надійній валюті), тут був значно слабшим, ніж в інших країнах. Частково причиною було те, що латиноамериканські республіки чи не перші довідалися, що не виконувати зобов'язання — відносно безболісно, якщо переважна кількість власників облігацій — це іноземці. Невипадково перша велика латиноамериканська боргова криза вибухнула ще у 1826–1829 рр., коли Перу, Колумбія, Чилі, Мексика, Гватемала і Буенос-Айрес разом не сплатили борги за позиками, виданими в Лондоні за кілька років до цього¹⁰⁷.

Тож, як не крути, виходило, що ринок облігацій доволі потужний. На кінець ХІХ ст. перед країнами, які не сплатили свої борги, постала перспектива економічних санкцій, установа іноземного контролю за фінансами і навіть, принаймні у п'яти випадках, небезпека військової інтервенції¹⁰⁸. Важко повірити в те, що прем'єр-міністр Великої Британії Гледстоун наказав би ввести війська до Єгипту в 1882 р., коли б єгипетський уряд не пригрозив зректися своїх зобов'язань перед європейськими власниками облігацій (серед яких був і сам Гледстоун). Найнадійнішим способом усунути загрозу інтересам інвесторів було передати «посталий ринок» під егіду Британської імперії¹⁰⁹. Навіть тим країнам, які не належали до імперії, загрожувала небезпека візиту європейських канонерок, у разі дефолту, як це відчула на собі Венесуела в 1902 р., коли порти цієї країни тимчасово заблокували сили спільної військово-морської експедиції

Британії, Німеччини й Італії. Сполучені Штати особливо енергійно (й ефективно) захищали інтереси своїх власників облігацій у Центральній Америці та на Карибах¹¹⁰.

Але в одному важливому питанні ринок облігацій був потенційно вразливий. Інвестори з лондонського Сіті, який упродовж усього ХІХ ст. залишався найбільшим міжнародним фінансовим ринком світу, були заможні, але нечисленні. На початку ХІХ ст. британських власників облігацій було, мабуть, менше за 250 тис. — ледве 2 % населення. Утім, їхні сукупні багатства майже вдвічі перевищували національний дохід Великої Британії, а їхній прибуток становив 7 % від національного. У 1822 р. на цей прибуток (відсотки з національного боргу) ішла майже половина сукупних національних витрат, однак понад дві третини податкових зборів були непрямі, а тому нараховувалися зі споживацьких витрат. Навіть у 1870 р. ці співвідношення залишалися майже незмінними: відповідно третина і більше половини. Важко вгадати більш регресивну систему податків, коли податки, якими обкладалися потреби багатьох, витрачалися на фінансування відсоткових виплат незначної купки людей. Тож не дивно, що радикали, як-от Вільям Коббет, пашіли гнівом. «Із національного боргу, всіх податків і ризикованих ставок держави, — заявляв Коббет у «Сільських поїздках» (1830), — зазвичай нагромаджуються великі багатства... із яких наживаються лише одиниці»¹¹¹. За відсутності політичної реформи, попереджав він, уся країна опиниться в руках «тих, хто позичив у них гроші, щоб підтримувати цю страхітливую систему... усі ці боргові маклери, біржові маклери... євреї й усе плем'я тих, хто поглинає податки»¹¹².

Ці тиради аж ніяк не послаблювали позиції класу, відомого у Франції під назвою рантьє, — тих, хто отримував відсоток із державних облігацій, як-от французька *rente*. Навпаки, наступні після 1830 р. десятиліття стали золотою добою рантьє у Європі. Дефолти траплялися дедалі рідше. Гроші, завдяки золотому стандарту, ставали все надійнішими¹¹³. Цей тріумф рантьє, який відбувся, незважаючи на розширення загального виборчого права, є чимсь дивовижним. Щоправда, зростання ощадних банків (які часто мали повноваження тримати основні активи в державних облігаціях) сприяло тому, що все нові сегменти суспільства дістали, хоч і опосередковано, доступ до ринку облігацій, а отже, і прибутків із нього. Але здебільшого рантьє залишались соціальними елітами: Ротшильди, Берингі і Гледстоуни, пов'язані між собою соціальними, політичними, а

головне — економічними відносинами. Кінець їхньому домінуванню поклав не поступ демократії чи соціалізму, а фіскальна і грошова катастрофа, відповідальними за яку були самі ж представники європейських еліт. І катастрофою цією була Перша світова війна.

«Інфляція, — дав відоме визначення Мілтон Фрідман, — це завжди і всюди грошовий феномен, у тому сенсі, що вона відбувається лише тоді, коли кількість грошей перевищує обсяги виробництва». Те, що трапилося в усіх державах-учасниках бойових дій під час і після Першої світової війни, дуже добре демонструє це. Були п'ять головних кроків до інфляції:

1. Війна призвела не лише до нестачі товарів, а й до
2. короткотермінових урядових позик у центрального банку,
3. які успішно перетворювали державний борг на готівку, через що запаси грошей зростали,
4. що призводило до зростання очікувань інфляції в суспільстві, унаслідок чого цінність готівки падала,
5. а ціни на товари зростали¹⁸.

Проте чиста грошова теорія не здатна пояснити, чому в одній країні інфляційні процеси відбуваються значно швидше і заходять значно далі, ніж в іншій. Вона також не може пояснити, чому наслідки інфляції в різних країнах настільки відрізняються. Якщо порівняти державні витрати головних держав-учасниць бойових дій за період 1914–1918 рр., то Британія витратила значно більше за Німеччину, а Франція — набагато більше за Росію. У доларах державні борги Британії, Франції та США із квітня 1914 р. до березня 1918 р. зросли значно більше, ніж борг Німеччини¹¹⁴. Щоправда, за період 1913–1918 рр. обсяг банкнот, що були в обігу в Німеччині, зріс більше (на 1040 %), ніж у Британії (708 %) чи у Франції (386 %), але для Болгарії цей показник становив 1116 %, а для Румунії — 961 %¹¹⁵. Як порівняти з 1913 р., оптові ціни в Італії, Франції та Британії у 1918 р. зросли більше, ніж у Німеччині. Індекс вартості життя в 1918 р. для Британії був у 2,3 раза більший, ніж у довоєнний час, показник для Лондона трохи відрізнявся (у 2,1 раза більший)¹¹⁶. То чому ж саме Німеччина після Першої світової війни впала в гіперінфляцію? Чому саме райхсмарка геть знецінилася? Ключем для розуміння цього є роль, яку

відіграв ринок облігацій у фінансовій сфері під час і після війни.

Усі країни-учасниці конфлікту взялися активно продавати облігації під час війни, переконуючи тисячі дрібних вкладників, які ніколи до того не купували державні облігації, що саме тепер придбати їх — це патріотичний обов'язок. Проте, на відміну від Британії, Франції, Італії та Росії, Німеччина під час війни не мала доступу до міжнародного ринку облігацій (німці ще на початку війни відкинули ідею вийти на ринок Нью-Йорка, а з часом їм просто закрили туди доступ). Коли держави Антанти мали можливість продавати облігації в США чи по всій багатій на капітали Британській імперії, Центральні держави (Німеччина, Австро-Угорщина й Туреччина) мусили покладатися на власні ресурси. Берлін і Відень — важливі фінансові центри, але вони не дотягували до висот Лондона, Парижа і Нью-Йорка. Як результат, продавати облігації воєнного часу для німців і їхніх союзників ставало дедалі важче, відколи апетити внутрішніх інвесторів були задоволені. Німецький та австрійський уряди значно швидше за британський звернулися по короткострокове фінансування до своїх центральних банків, до того ж позичали вони у значно більших обсягах. Збільшення обсягів скарбницьких векселів у руках центрального банку було передвісником інфляції, оскільки, на відміну від наслідків продажу облігацій громадянам, обмін цих векселів на банкноти означав збільшення грошової маси. На кінець війни майже третина боргів Райху зависла в повітрі чи нічим не була забезпечена. Виникло значне перенасичення грошима, і лише суворий контроль за утворенням цін під час війни міг запобігти прояву великої інфляції.

Навіть сама поразка мала високу ціну. Усі сторони конфлікту запевняли платників податків і власників облігацій, що ворог заплатить за війну. Тепер для Берліна настав час сплачувати рахунки. Тому одним із пояснень повоєнної гіперінфляції є те, що вона була проявом державного банкрутства. Ті, хто купував воєнні облігації, інвестували в обіцяну перемогу, а тому поразка і революція продемонстрували державну неплатоспроможність, головний удар від яких обов'язково мали відчувати на собі кредитори Райху. Окрім поразки, революційні події листопада 1918 р. — січня 1919 р., які важко було передбачити, ще додали клопотів інвесторам. Так само не додала їм оптимізму й Версальська мирна конференція, яка обтяжила щойно народжену Ваймарську республіку зобов'язанням виплачувати невизначену кількість репарацій. Коли нарешті в 1921 р. загальний обсяг репараційних виплат було визначено, німці

зрозуміли, що на них наклали додатковий тягар величезного нового боргу, номінальна ціна якого становила 132 млрд «золотих марок» (довоєнних марок), що майже втричі перевищувало національний дохід. Хоча в рамках виплати цього нового боргу не потрібно було одразу ж сплачувати відсотки, заплановані репараційні виплати в 1921–1922 рр. склали понад третину всіх витрат Райху. Жоден інвестор, що спостерігав за становищем Німеччини влітку 1921 р., не міг би почуватися оптимістично, а той іноземний капітал, який заходив у країну після війни, являв собою спекулятивні або ж «гарячі» гроші, які виводилися з країни одразу ж за тим, як ситуація погіршувалась.

Утім, буде неправильно вважати гіперінфляцію 1923 р. наслідком Версальської угоди. Звісно, німці саме так і хотіли б вважати. Упродовж усього повоєнного періоду вони стверджували, що тягар репарацій спричинив постійний дефіцит поточного рахунку, що в них не лишилося альтернативи, окрім як друкувати більше паперових марок, щоб якось покрити його, що інфляція стала прямим наслідком знецінення марки, яке йшло за цим. Але вважати так означає ігнорувати внутрішні політичні причини грошової кризи. Система оподаткування у Ваймарській республіці була слабка, не в останню чергу через те, що новий режим не мав підтримки серед вищих фінансових кіл, бо їхні представники відмовилися платити податки, якими їх спробували обкласти. Разом із тим, державні гроші витрачалися необачно, насамперед ішли на виплату щедрих зарплат членам профспілок державного сектору. Поєднання недостатнього оподаткування й надмірних витрат створило в 1919–1920 рр. неймовірно великий дефіцит (що на 10 % перевищував чистий національний продукт), ще до того, як переможці виставили німцям репараційні рахунки. Дефіцит у 1923 р., коли Німеччина тимчасово припинила виплачувати репарації, був більший. Ба більше, ті, хто на початку 1920-х рр. відповідав за економіку Ваймарської республіки, не мали стимулів до стабілізації німецької фіскальної та грошової політики, навіть коли в середині десятиліття в них з'явилася така нагода¹¹⁷. Представники фінансових еліт Німеччини розраховували на те, що стрімке знецінення валюти змусить держави-союзниці переглянути умови репарацій, оскільки результатом цього могло бути здешевлення німецького експорту, як порівняти з американським, британським і французьким. Розрахунок, як з'ясувалося, був правильний, адже стрімке падіння марки сприяло зростанню німецького експорту. Чого німці не врахували, так це того, що інфляція в 1920–1922 рр. стимулювала споживацький бум, у той час, коли економіки США і Великої Британії

перебували в глибокій повоєнній рецесії, а це спричинило значне зростання імпорту, що перекреслило надії на ефективність економічного тиску. В основі німецької гіперінфляції лежав прорахунок. Коли до французів дійшло, що завіряння німецької влади щодо виконання репараційних зобов'язань є нещирим, вони вирішили, що репарації треба збирати силою, тож захопили індустриальну Рурську область. Німці відреагували на це, оголосивши загальний страйк («пасивний опір»), який вони фінансували, друкуючи ще більше паперових грошей. Настала черга гіперінфляційного ендшпілю.

Як і сказав Мілтон Фрідман, інфляція — це грошовий феномен. Але гіперінфляція завжди і всюди є політичним феноменом, у тому розумінні, що вона ніколи не відбувається без того, щоб політична економіка країни не давала серйозного збою. Звісно, існували й менш катастрофічні способи задовольнити вимоги обурених внутрішніх і зарубіжних кредиторів, які висували претензії на національний дохід повоєнної Німеччини, що дедалі зменшувався. Але поєднання відчуття безвиході всередині країни і зневаги до неї ззовні (в основі цього лежало небажання багатьох німців визнати, що їхню імперію справедливо покарали) призвело до найгірших із можливих наслідків: повного краху валюти, та й усієї економіки країни. На кінець 1923 р. в обігу використовувалось близько $4,97 \times 10^{20}$ марок. У щоденному вжитку були банкноти у 20 млрд марок. Щорічний рівень інфляції досягнув свого піку — 182 млрд відсотків. Ціни в середньому в 1,26 трлн разів перевищували ціни 1913 р. Щоправда, у цій ситуації були деякі короткотермінові переваги. Стрімка інфляція не сприяла заощадженням, натомість стимулювала споживацтво, таким чином до останньої третини 1922 р. стимулювалося виробництво і зайнятість. Як ми бачили, знецінення марки сприяло розквіту німецького експорту. Утім, катастрофа 1923 р. була ще болючішою від того, що відкладалася. Промислове виробництво впало наполовину від рівня 1913 р. Безробіття на своєму піку зачепило чверть членів профспілок, а ще чверть працювала неповний робочий день. Та найгіршим наслідком кризи стала завдана нею соціальна і психологічна травма. «Інфляція — це, в прямому сенсі, феномен, притаманний натовпу, — писав Еліас Канетті про свій досвід перебування у враженому інфляцією Франкфурті в роки своєї молодості. — Це якийсь відьомський шабаш знецінення, у якому люди та їхні гроші дивним чином впливають одне на одного. Одні є репрезентацією других, люди відчують себе такими ж «поганими», як їхні гроші, і все тільки погіршується. Усі люди залежать від милості грошей, але ті й інші однаково нічого не варті»¹¹⁸.



Ціна гіперінфляції: німецька мільярдна банкнота від листопада 1923 р. Фактично це банкнота в трильйон марок

Знецінення стало головним наслідком інфляції. Не лише гроші стали нічого не вартими, так само втратили ціну всі форми багатств і прибутків, що залежали від грошей. Включно з облігаціями. Інфляція не ліквідувала зовнішній борг Німеччини, зафіксований у довоєнній валюті. Але вона змогла ліквідувати і ліквідувала всі внутрішні борги, що назбиралися за роки війни і після неї, зрівнявши «гору» боргів із землею, ніби якийсь жахливий економічний землетрус. Дещо схоже відбулося з податками: не лише з податками, якими обкладалися власники облігацій, а й із будь-якими податками на фіксований грошовий прибуток. Це призвело до великого зрівняння, оскільки вдарило здебільшого по вищому середньому класу: рантьє, вищих державних службовцях і фахівцях. Лише великі підприємці спромоглися захистити себе, піднімаючи ціни, нагромаджуючи долари, вкладаючи у «справжні цінності» (будинки і фабрики), а також сплачуючи борги знеціненими купюрами. Довгостроковий економічний спадок гіперінфляції був надзвичайно поганим: ослаблені банки і хронічно завищені відсоткові ставки, які тепер містили значні надбавки через ризик інфляції. Проте найболючішими були соціальні й політичні наслідки німецької гіперінфляції. Англійський економіст Джон Мейнард Кейнс теоретизував у 1923 р., що «евтаназія рантьє» через інфляцію — це краще, ніж масове безробіття внаслідок дефляції, «оскільки в зубожілому світі гірше спровокувати безробіття, ніж розчарувати рантьє»¹¹⁹. Утім, за чотири роки до цього він сам навів яскравий приклад негативних наслідків інфляції:

Виправдовуючись зтяжною інфляцією, уряди можуть вдаватися до таємних і необмежених конфіскацій великої частини багатств своїх громадян. Однак це не просто конфіскації, а свавільні конфіскації, і хоча багато кого вони доводять до банкрутства, є такі, хто на них збагачується. Видовище цього свавільного перерозподілу багатств завдає удару не лише по безпеці, але й по впевненості у справедливості наявного розподілу багатств. Ті, кому система дарує неочікуване щастя... стають «спекулянтами», об'єктом ненависті буржуазії, представники якої зубожіли через інфляцію не менше за пролетарів. Якщо інфляція триває... усі постійні відносини між боржниками і кредиторами, які лежать в основі капіталізму, стають неймовірно безладними і втрачають майже всякий сенс...¹²⁰

Кейнс приписував Леніну вислів про те, що «немає більш тонкого і певного способу повалити наявний суспільний устрій, як занедбати валюту». Немає жодного документального підтвердження того, що Ленін колись казав щось подібне, але його товариш більшовик Євгеній Преображенській¹⁹, справді, сказав, що друкарський верстат — це «кулемет Наркомфіну, який обстрілює буржуазний устрій по тилах його грошової системи»¹²¹.

Приклад більшовицької Росії нагадує про те, що Німеччина була не єдиною переможеною країною, яка після Першої світової війни страждала від гіперінфляції. Австрія, як і Угорщина з Польщею, які щойно отримали незалежність, також потерпали від доволі серйозного падіння власних валют у 1917–1924 рр. У випадку з Росією, гіперінфляція почалася після того, як більшовики взагалі відмовилися сплачувати будь-які борги царського уряду. Подібна доля чекала на власників облігацій у роки після закінчення Другої світової війни, коли Німеччина, Угорщина і Греція стали свідками того, як обвалились їхні валюти і ринки облігацій²⁰.

Якщо б гіперінфляція асоціювалася винятково з наслідками поразки у світових війнах, її було б ще відносно легко зрозуміти. Утім, із цим є проблеми. Ближче до нашого часу низка країн вирішила оголосити борговий дефолт (або прямо припинити виплати відсотків, або непрямо — шляхом знецінення валюти, у якій були деноміновані борги), у результаті менш серйозних, ніж світова війна, катастроф. То чому ж разом із глобальними конфліктами не зникла гіперінфляція?

Керівник ПІМКО Білл Гросс почав заробляти на грошовому ринку як гравець у блек-джек у Лас-Вегасі. На його думку, у купівлі інвестором облігацій завжди є елемент ризикової ставки. Почасті ризик полягав у тому, що зростання інфляції могло поглинути ціну виплати щорічних відсотків за облігаціями. Як це пояснює Гросс, «якщо інфляція доходить до 10 %, а ціна фіксованої відсоткової ставки лише 5 %, тоді це просто означає, що власник облігацій відстає від інфляції на 5 %». Як ми могли переконатися, небезпека, яку становить зростання інфляції, полягає в тому, що вона роз'їдає купівельну спроможність як інвестованої суми капіталу, так і належних відсоткових виплат. Саме тому, за найменшого натяку на більшу інфляцію, ціни на облігації зазвичай падають. Ще не так давно — у 1970-х рр., коли інфляція ширилася світом, невадські казино проти ринку облігацій видавалися надійнішим місцем для інвестування грошей. Гросс яскраво нагадує про часи, коли інфляція у США підскочила до двозначних

показників, досягнувши свого піку — 15 % у квітні 1980 р. За його словами, «це було небезпечною для ринку облігацій тенденцією, яка спричинила найбільше, на радість «ведмедам», падіння ринку облігацій не лише на моїй пам'яті, а й за всю історію». Якщо точно, у 1970-х рр. реальний щорічний прибуток за урядовими облігаціями США становив мінус 3 %, десь таким само низьким він був у інфляційні роки під час світових війн. Нині лише в кількох країнах рівень інфляції перевищує 10 % і лише одна країна, Зімбабве, вражена гіперінфляцією²¹. Але ще в 1979 р. рівень інфляції аж у 7 країнах перевищував 50 %, а в понад 60 країнах, включно з Великою Британією і США, інфляція вимірювалась у двозначних показниках. Серед країн, найбільше вражених інфляцією, найболючішою та найтривалішою шкоди завдано Аргентині.

Колись Аргентина уособлювала процвітання. Сама назва країни означає «Земля срібла». Річка, на берегах якої стоїть столиця Буенос-Айрес, зветься Ріо-де-ла-Плата, що в перекладі означає «Срібна річка» — у назві йшлося не про її колір, який насправді є мутно-брунатним, а про поклади срібла, які нібито були вгору за течією. Згідно з оцінками 1913 р., Аргентина належала до десятки найбагатших країн світу. За межами англомовного світу вона поступалася за рівнем ВВП на душу населення лише Швейцарії, Бельгії, Нідерландам і Данії. У період 1870–1913 рр. економіка Аргентини зростала швидше, ніж економіка США і Німеччини. У неї вкладалося майже стільки само іноземного капіталу, як у Канаду. Недаремно колись у світі існувало два універмаги «Гарродс» (Harrods): один із них (і досі) у районі Лондона Найтсбріджі, а другий — на Авеніда-Флорида в центрі Буенос-Айреса. Аргентина, ймовірно, могла б стати Великою Британією, чи навіть США Південної півкулі. Коли у квітні 1946 р. щойно обраний президентом генерал Хуан Домінго Перон відвідав центральний банк у Буенос-Айресі, він був вражений побаченим. «Там стільки золота, — дивувався він, — що насилу можна пройти коридорами».

Економічна історія Аргентини ХХ ст. є наочним прикладом того, що всі ресурси світу можуть бути зведені нанівець за умови невмілого фінансового керівництва. Зокрема після Другої світової війни країна систематично відставала від своїх сусідів і більшості країн решти світу. Наприклад, її справи у 1960–1970-х рр. були настільки жалюгідні, що ВВП на душу населення у 1988 р. залишився таким самим, як у 1959 р. У 1998 р. він впав до 34 % від рівня США, тоді як у 1913 р. цей показник дорівнював 72 %. Аргентину обігнали, серед інших, Сингапур, Японія, Тайвань і

Південна Корея, уже не кажучи (і це найболючіше) про сусідню країну — Чилі. Що в Аргентині пішло не так? Однією з можливих відповідей є інфляція, показник якої в періоди 1945–1952 рр., 1956–1968 рр. і 1970–1974 рр. був двозначним, а в період 1975–1990 рр. — тризначним (чи навіть чотиризначним), а в 1989 р. досягнув піку — 5000 %. Ще однією можливою відповіддю буде — борговий дефолт: Аргентина не раз підводила своїх кредиторів у 1982, 1989, 2002 і 2004 рр. Проте цих відповідей недостатньо. Аргентина потерпала від двозначної інфляції принаймні вісім років у період 1870–1913 рр. Вона двічі за цей період відмовилася виконувати свої боргові зобов'язання. Щоб зрозуміти природу економічного занепаду Аргентини, необхідно ще раз переконатися в тому, що інфляція є не лише грошовим, а й політичним феноменом.

Олігархи-землевласники намагалися прив'язати економіку країни до сільськогосподарського експорту до країн англомовного світу — модель, яка повністю провалилась під час Великої депресії. Великий потік емігрантів, для розселення яких (на відміну від Північної Америки) не звільнялися сільськогосподарські землі, спричинився до створення непропорційно великого міського робітничого класу, надзвичайно сприйнятливому до популістських лозунгів. Періодичне втручання військових у політику, починаючи з перевороту, який у 1930 р. привів до правління Хосе Ф. Урібуру, проклало шлях до нового типу квазіфашистського правління Перона, який, здавалося, може дещо запропонувати кожному: вищі зарплати й умови праці для робітників і вигідні тарифи для промисловців. У період із 1955 р. (коли Перона усунули від влади) до 1966 р. була спроба встановити альтернативний до Перонового антиробітничий режим правління, під час якого була спроба знецінити валюту, щоб примирити інтереси землевласників і промисловців. Наступний військовий переворот 1966 р. почався з обіцянок технологічної модернізації, але натомість відбулося ще більше знецінення валюти і зростає інфляція. Повернення Перона до влади в 1973 р. обернулося фіаско, адже збіглося в часі з початком глобального зростання інфляції. Щорічна інфляція сягнула 444 %. Після ще одного військового перевороту Аргентину накрила хвиля насильства, коли *Proceso de Reorganizacion Nacional* (Процес національної реорганізації) свавільно засуджував тисячі людей до ув'язнення і «зникнення». В економічній сфері хунта абсолютно нічого не досягнула, обтяживши Аргентину величезним зовнішнім боргом, який на 1984 р. перевищував 60 % ВВП (хоча це становило лише половину від рівня заборгованості, набутого на початку 1900-х рр.). Як це часто

трапляється з інфляційним процесом, не останню роль у ньому відіграла війна: внутрішня — проти незгодних і зовнішня — проти Великої Британії на Фолклендських островах. Утім, буде неправильним вважати це ще одним прикладом того, як невдалий режим позбавляється боргів за допомогою інфляції. Аргентинська інфляція була настільки некерована не через війну, а через специфічне поєднання соціальних сил: олігархів, військових очільників-каудільйо, виробників із їхніми власними вузькими інтересами і профспілок, уже не кажучи про зубожілий нижчий клас так званих *descamizados* (буквально — «безсорочечників»). Просто кажучи, не було жодної групи, яка була б зацікавлена у стабілізації цін. Власників капіталу приваблювали дефіцит і знецінення грошей, робітники ж уже звикли до ситуації, коли зарплати наздоганяли ціни і навпаки — по спіралі. Поступовий перехід від того, що урядовий дефіцит покривався внутрішніми ресурсами, до зовнішнього фінансування означав, що всі власники облігацій були іноземці¹²². Лише взявши до уваги ці обставини, можна зрозуміти, чому зазнали невдачі послідовні плани стабілізувати аргентинську валюту.

В оповіданні «Сад розбіжних стежок» видатний аргентинський письменник Хорхе Луїс Борхес уявив собі, як пише свої твори китайський мудрець Цюй Пен:

У всякому романі щоразу, коли перед людиною постає кілька альтернатив, вона обирає одну, відкидаючи решту; у романі ж Цюй Пена герой обирає їх усі одночасно. Таким чином він творить низку різних майбутніх часів, кожен із яких також розмножується й утворює розвилки... У творі Цюй Пена реалізуються всі можливі розв'язки; кожна з них дає початок іншим розвилкам... [Цюй Пен] не вірив у єдиний, абсолютний час. Він вірив у нескінченну низку часів, у запаморочливе мереживо паралельних часів, що множаться, сходяться і розходяться¹²³.

Це непогана метафора для аргентинської фінансової історії останніх 30 років. Якщо Бернардо Грінспун намагався перенести термін виплати боргу і в дусі Кейнса керувати попитом, то Хуан Суррувіль спробував провести реформу валюти (так званий план Аустраль), а разом запровадити контроль над зарплатами і цінами. Жодному з них не вдалося переконати представників зацікавлених груп піти саме його стежкою на розвилці. Державні витрати й далі перевищували дохід від податків; аргументи за передчасний кінець контролю за зарплатами і цінами переважили; після

неймовірно короткочасної стабілізації рівень інфляції знову підвищився. Розбіжні стежки остаточно і з катастрофічними наслідками знову зійшлися в 1989 р. Цей рік став *annus mirabilis* (роком чудес) у Східній Європі та *annus horribilis* (роком жахів) в Аргентині.

У лютому 1989 р. Аргентина пережила чи не найспекотніше літо в історії. Система постачання електроенергії Буенос-Айреса ледь витримувала. Люди звикли до п'ятигодинних відімкнень електроенергії. Банкам і пунктам обміну валют було наказано зачинятися, оскільки уряд намагався запобігти краху валюти. Із цього нічого не вийшло: лише за місяць курс аустраля до долара впав на 64 %. Водночас Світовий банк заморозив усі позики Аргентині, аргументуючи це тим, що уряд не спромігся вирішити проблему роздутого дефіциту державного сектору. Приватні позикодавці також не горіли бажанням допомагати. Інвестори не були зацікавлені в купівлі облігацій, зважаючи на перспективу того, що інфляція за кілька днів може поглинути їхню реальну вартість. Коли зросла небезпека того, що резерви Центрального банку от-от вичерпаються, ціна облігацій сягнула критичної позначки. Уряду залишалось одне — скористатися друкарським верстатом. Та навіть і це не спрацювало. У п'ятницю 28 квітня в Аргентині буквально скінчилися гроші. «Це матеріальна проблема», — під час прес-конференції заявив віце-президент Центрального банку Роберто Ейльбаум. У монетного двору просто закінчився папір, ще й друкарі пішли страйкувати. «Не знаю, як ми це зробимо, але в понеділок мають бути гроші», — зізнався він.

На червень, коли щомісячний рівень інфляції перевищив 100 %, громадське обурення сягнуло точки кипіння. Ще у квітні покупці в одному із супермаркетів Буенос-Айреса в розпачі перекидали візки з товарами, коли керівництво магазину через гучномовець оголосило, що всі ціни просто зараз піднімаються на 30 %. У червні несамовитий натовп у Розаріо, другому за розмірами аргентинському місті, упродовж двох днів вдавався до безчинства і грабунків, у результаті яких загинуло щонайменше 14 людей. Проте, як і у Ваймарській республіці, найбільше від гіперінфляції постраждали не звичайні робітники, які мали кращі шанси прилаштуватися до ситуації, коли навздогін за стрибком цін ішло підвищення зарплати, а працівники державного сектору й викладачі, які отримували фіксовані зарплати, а також пенсіонери, котрі жили на відсотки від своїх заощаджень. А ще, як і в Німеччині 1920-х рр., найбільше виграли в цій ситуації ті, хто мав великі борги, успішно скасовані внаслідок інфляції. Серед них був і

уряд, адже їхні борги були деноміновані в аустралях.

Утім, не всіх аргентинських боргів було так легко позбутися. На 1983 р. зовнішній борг, деномінований у доларах США, становив 46 млрд доларів, що дорівнювало 40 % національного виробництва. Хоч би що відбувалося з аргентинською валютою, цей доларовий борг залишався незмінним. Насправді він навіть збільшувався, оскільки доведений до розпачу уряд позичав іще більше доларів. На 1989 р. зовнішній борг країни сягнув 65 млрд доларів. У наступне десятиліття він і далі зростатиме, аж доки не сягне 155 млрд доларів. Місцеві кредитори вже постраждали через інфляцію. Але тільки дефолт міг звільнити Аргентину від тягара зовнішнього боргу. Як ми вже могли переконатися, Аргентина кілька разів проходила цим шляхом. У 1890 р. «Беринг бразерз» опинилися на межі банкрутства через інвестиції в аргентинські цінні папери (зокрема, вони недалекоглядно видали облігації для буенос-айресівської компанії з водопостачання і каналізації), коли аргентинський уряд оголосив дефолт за зовнішнім боргом. На допомогу прийшли давні конкуренти Берингів Ротшильди, які переконали британський уряд внести 1 млн фунтів на сімнадцятимільйонний фонд допомоги, аргументуючи це тим, що крах Берингів стане «жахливою катастрофою для англійської комерції в усьому світі»¹²⁴. І саме перший лорд Ротшильд очолив комісію банкірів, скликану, щоб змусити норавливих аргентинців почати реформи. Умовою отримання позик у майбутньому була вимога прив'язати песо до золота, під наглядом незалежної та непоступливої валютної колегії¹²⁵. Проте вже за 100 років Ротшильди більше цікавилися аргентинськими виноградниками, ніж аргентинськими боргами. Цього разу Міжнародний валютний фонд мав узятися за невдячну справу спробувати відвернути дефолт Аргентини (чи принаймні згладити його негативні наслідки). І знову вихід знайшли у створенні валютної колегії, яка цього разу мала прив'язати місцеву валюту до долара.

У 1991 р. міністр фінансів Домінго Кавальйо представив громадськості новий peso convertible (конвертований песо) — це вже була шоста за 100 років аргентинська валюта. Утім, цей захід у кінцевому підсумку також виявився недієвим. Щоправда, на 1996 р. інфляцію було зведено до нуля, а в 1999 р. вона взагалі пішла в мінус. Але безробіття залишалося на рівні 15 %, а показники нерівності доходів були лише трошки кращі за нігерійські. Навіть більше, за валютними обмеженнями так ніколи і не вдалися до фіскальних обмежень; державний борг зріс із 35 % від ВВП наприкінці

1994 р. до 64 % наприкінці 2001 р., оскільки центральний і провінційні уряди, замість збалансувати власні бюджети, надавали перевагу отриманню грошей із міжнародних ринків облігацій. Коротко кажучи, незважаючи на прив'язку валюти до долара і навіть подолання інфляції, Кавальйо так і не спромігся змінити рушійні сили, що стояли за соціальними групами й інституціями і вже спричинили багато валютних криз у минулому. Було підготовлено ґрунт для ще одного аргентинського дефолту і ще однієї валюти. Двічі передавши країні допомогу — 15 млрд доларів у січні 2001 р. і 8 млрд у травні, — МВФ відмовився давати третю позику. Тож 23 грудня 2001-го, наприкінці року, коли ВВП на душу населення впав до мізерних 12 %, уряд оголосив мораторій на виплату всієї суми свого зовнішнього боргу, включно з облігаціями на суму 81 млрд доларів — це стало найбільшим борговим дефолтом в історії.

Історія Аргентини демонструє, що ринок облігацій є менш могутнім, ніж може спершу видатися. Середня різниця в ціні у 2,95 % між аргентинськими і британськими облігаціями в 1880-х рр. навряд чи могла компенсувати інвесторам, як-от Берингам, ризики, на які вони наражались, інвестуючи в Аргентину. Так само розходження на 664 базисних пункти між облігаціями Аргентини і США в 1998–2000 рр. сприяло значному недооціненню ризику дефолту, коли прив'язана до долара валюта Кавальйо посипалася. Коли було оголошено дефолт, розходження збільшилося до 5500 базисних пунктів, а на березень 2002 р. воно вже перевищувало 7000. Після болісно затягнутих переговорів (на них ішлося про 152 різновиди цінних паперів, деномінованих у 6 різних валютах, що належали 8 юрисдикціям) більшість із приблизно 500 тис. кредиторів погодилася прийняти нові облігації, ціна яких у доларовому еквіваленті впала приблизно до 35 % — це стало одним із найрадикальніших «урізань» в історії ринку облігацій¹²⁶. Аргентинський дефолт виявився настільки вдалим (від того часу економіка стабільно зростає, а розходження за облігаціями повернулося до колишніх 300–500 базисних пунктів), що багато економістів здивовані, чому суверенні боржники взагалі хоч якось виконують свої зобов'язання перед іноземними власниками облігацій¹²⁷.

Воскресіння рантьє

Як ми вже бачили, у 1920-х рр. Кейнс пророкував «евтаназію рантьє», очікуючи, що інфляція врешті-решт поглине паперові багатства тих, хто вклав гроші в урядові облігації. Проте в наш час ми спостерігаємо за дивовижним воскресінням власників облігацій. Після Великої інфляції 1970-х рр. в останні 30 років різні країни поступово звели інфляцію до однозначних цифр¹²⁸. (Навіть в Аргентині офіційний рівень інфляції тримається на позначці, що не перевищує 10 %, хоча неофіційні підрахунки, зроблені у провінціях Мендоза і Сан-Луїс, свідчать про 20 %). А коли інфляція знизилась, на ринку облігацій запанував небачений у сучасній історії тріумф «биків». Навіть більше: попри грандіозний дефолт Аргентини (вже не кажучи про російський дефолт 1998 р.) розходження в цінах на облігації на посталих ринках стабільно скорочувалися, досягнувши найменших показників на початку 2007 р., — такого не було від часів, що передували Першій світовій війні, а це давало надію на майже непорушну впевненість в економічному майбутньому. Чутки про смерть облігацій явно перебільшені.

Інфляція пішла на спад почасти тому, що багато товарів, що ми купуємо: від одягу до комп'ютерів, — подешевшали в результаті технічних інновацій і перенесення виробництва до країн Азії з їхньою низькооплачуваною робочою силою. Інфляція зменшилася ще й тому, що у світі змінились підходи до грошової політики. Цей процес розпочався ще наприкінці 1970-х — на початку 1980-х рр., коли під впливом монетаристів Банк Англії та Федеральна резервна система підвищували короткострокові відсоткові ставки, а тривав у 1990-х рр., коли центральні банки здобували незалежність і встановлювали для себе чіткі цілі. Як демонструє аргентинський приклад, так само важливим було ослаблення деяких структурних рушійних сил, що сприяли інфляції. Свої впливи втратили профспілки. Збиткові державні підприємства приватизували. Але, що найважливіше, зросла кількість політично активних громадян, які були зацікавлені в отриманні реального доходу з облігацій. У розвинених країнах дедалі більша частка багатств зберігається у приватних пенсійних

фондах та інших інституціях, від яких вимагається, чи принаймні очікується, що вони триматимуть великий відсоток своїх активів в урядових облігаціях та інших цінних паперах із фіксованим доходом. У 2007 р. проведене в 11 країнах із найрозвиненішими економіками опитування показало, що облігації налічують понад чверть їхніх активів, що значно менше, ніж у попередні десятиліття, але однаково багато¹²⁹. Із кожним роком пропорція населення, що живе з прибутку від таких фондів, зростає, оскільки збільшується відсоток пенсіонерів.

А це знову повертає нас до Італії, країни, у якій народився ринок облігацій. У 1965 р., перед Великою інфляцією, частка італійців віком 65 років і більше становила лише 10 %. На сьогодні їх удвічі більше: це вже п'ята частина населення. А до 2050 р. ООН передбачає, що вони становитимуть майже третину. Таке суспільство, яке старіє, потребує дедалі більше цінних паперів із фіксованим прибутком, а також низької інфляції, щоб відсоток із цих паперів зберігав купівельну спроможність. Коли дедалі більше людей іде на пенсію, постійний дефіцит державного сектору є гарантією того, що на ринку облігацій ніколи не переведуться облігації на продаж. А той факт, що Італія передала контроль над грошима Європейському центральному банку, означає, що італійські політики втратили шанс друкувати більше грошей і розкручувати інфляційну спіраль.

Утім, це ще не означає, що ринок облігацій керує світом, як про це казав Джеймс Карвілл. Насправді та дисциплінованість, із якою ринки облігацій асоціювалися в 1990-х рр., зникла за президентства наступника Білла Клінтона — Джорджа Буша-молодшого. За місяць до обрання Буша президентом, 7 вересня 2000 р., на Таймс-сквер у Нью-Йорку припинив працювати годинник, що відлічував національний борг. Того дня він показував такий запис: «Наш національний борг становить 5 676 989 904 887 доларів. Частка вашої родини: 73 733 долари». Після того як три роки поспіль бюджет закривався з профіцитом, обидва кандидати говорили про те, що виплатити національний борг — цілком реально. Сі-ен-ен повідомляло:

Кандидат у президенти від демократів Ел Гор окреслив план, завдяки якому, як він каже, борг буде виплачено до 2012 р. Старші економічні радники техаського губернатора і кандидата від республіканців Джорджа Буша-молодшого погоджуються з необхідністю виплати боргу, проте не пов'язують цю виплату з якоюсь точною датою¹³⁰.

Те, що останній із названих кандидатів відмовився обмежувати себе точними зобов'язаннями, мало стати виразним натяком. Відтоді як Буш оселився в Білому домі, його адміністрація 7 із 8 років мала справу з дефіцитом бюджету. Державний борг зріс із 5 трлн до понад 9 трлн доларів. Управління Конгресу США з бюджету прогнозує подальше зростання боргу до 12 трлн доларів у 2017 р. Але замість покарати за таке марнотратство, ринок облігацій позитивно відреагував на це. Між груднем 2000 р. і листопадом 2003 р. дохід із державних облігацій із десятирічним терміном погашення знизився з 5,24 до 3,53 % і становить трохи вище 4 % на момент написання книжки.

Проте неможливо зрозуміти цю «головоломку» (так Алан Грінспен охарактеризував цю нездатність прибутковості ринку облігацій реагувати на підвищення короткострокових відсоткових ставок¹³¹), розглядаючи ринок облігацій сам по собі. Тому тепер від ринку державних зобов'язань ми перейдемо до його молодшого і в багатьох аспектах значно динамічнішого родича — ринку з торгівлі паями в корпоративному капіталі, більш відомого як фондовий ринок.

14 Не варто плутати це з доходністю до погашення, яка вираховується кількістю часу, що залишився до терміну викупу облігацій за номіналом урядом, що їх випустив.

15 Звідси походить назва нових стандартних британських облігацій – консолі (consols).

16 У якийсь момент, коли голова прусського казначейства Крістіан Ротер спробував змінити умови після того, як угода про позику вже була підписана, Натан обурився: «Любий друже, я вже виконав свій обов'язок перед Богом, вашим королем і міністром фінансів фон Ротером, мої гроші вже пішли до вас у Берлін... тепер це ваш обов'язок, своєю чергою, дотриматися свого слова і не вигадувати нічого нового; між такими людьми, як ми з вами, все має лишатися так, як було домовлено, саме цього я і очікував, як ви можете побачити з того, що я відправив вам гроші. Ваша купка інтриганів нічого не може вдіяти проти Н. М. Ротшильда: він має гроші, силу і владу, а ті інтригани безсилі, тож король Пруссії, його високість принц Гарденберг і міністр Ротер мають бути задоволені і дякувати Ротшильдіві, який надсилає вам так багато грошей [і] збільшує

кредит Пруссії». Те, що народжений у франкфуртському гетто єврей міг у такому тоні писати прусському чиновнику, багато говорить про соціальну революцію, уособленням якої стали Натан Ротшильд і його брати.

17 Йдеться про Дж. А. Гобсона, автора книжки Imperialism: A Study (1902). Хоча його і досі вважають одним з найперших критиків імперіалізму, Гобсон висловив класичну антисемітську ворожість до фінансів: «Магнати з фондових бірж наживаються, оперуючи великою кількістю різноманітних акцій, підтримуючи на плаву компанії, маніпулюючи коливаннями цін. Ці різновиди великого бізнесу: банківська і брокерська справи, дисконтування векселів, підтримка позик, просування компаній — являють собою головний нервовий вузол міжнародного капіталізму. Вони об'єднані найтіснішими організаційними узами, здатні завжди близько і швидко комунікувати один з одним, розташовані в самому серці ділової столиці кожної держави і принаймні у Європі здебільшого перебувають під контролем осіб, що належать до однієї особливої раси, що має за собою багатовіковий фінансовий досвід, тож мають унікальну можливість впливати на політику держав».

18 Мовою економіки це можна спростити до виразу $MV = PQ$, де M — це кількість грошей в обігу, V — швидкість грошей (частотність грошових операцій), P — рівень цін і Q — реальний обсяг усіх операцій.

19 Знаряддям Преображенского було радше вбивство, а не евтаназія, з усіх більшовицьких лідерів лише він був безпосередньо задіяний у вбивстві Ніколая II і його родини.

20 Найвищим із зафіксованих показників інфляції в історії була інфляція в Угорщині в липні 1946 р., коли ціни підвищилися на 4,19 квінтильйона відсотків (419 із 16 нулями).

21 На час написання (березень 2008 р.) похорон за цінами Зімбабве обійшовся б в 1 млрд зімбабвійських доларів. Щорічний рівень інфляції тут становить 100 000 %.

3. Надування бульбашок

Анди зубчастим, вигнутим хребтом на 6500 км простяглися на заході Південноамериканського континенту. Вони були сформовані приблизно 100 млн років тому, коли тектонічна плита Наска почала повільно, але з великим гуркотом з'їжджати під Південноамериканське плато. Їхня найвища точка — гора Аконкагуа в Аргентині височіє на понад 6700 м над рівнем моря. Менші брати Аконкагуа в Чилі розташувалися навколо Сантьяго як осяйні білі вартові. Але тільки перебуваючи серед гір у Болівії, ви зможете осягнути справжню велич Анд. Коли дощові хмари над дорогою від Ла-Паса до озера Тітікака розходяться, стає видно, що гори заступають більшу частину неба, пронизуючи горизонт блискучими, нерівними, як у пилки, зубцями.

Споглядаючи Анди, важко уявити собі, що хоч якась людська організація може подолати цю розлогу природну перепону. Але одну американську компанію їхні зубчасті піки налякали не більше за густі тропічні ліси Амазонки на схід від Анд. Ця компанія заповзялася спорудити газопровід із Болівії через увесь континент до атлантичного узбережжя Бразилії та ще один (найдовший у світі) — від краю Патагонії до столиці Аргентини Буенос-Айреса.

Ці грандіозні схеми, що ілюструють захмарні амбіції сучасного капіталізму, стали можливі лише завдяки винайденню однієї з найфундаментальніших інституцій сучасного світу — компанії. Саме компанія дає можливість тисячам людей зібрати докупи їхні ресурси для реалізації ризикованих, довготривалих проектів, які вимагають інвестування великих сум, перш ніж буде якийсь зиск. А тому після появи банківської системи і народження ринків облігацій наступним етапом в історії піднесення грошей став злет акціонерної корпорації з обмеженою відповідальністю. Вони — акціонерні, оскільки капітал компанії належить одразу багатьом інвесторам, кожен із яких володіє лише частиною акцій, а відповідальність обмежена, адже окреме існування компанії як юридичної «особи» захищає інвесторів від втрати всього багатства, якщо авантюра виявиться невдалою. Їхня відповідальність обмежується тими грошима, на які вони придбали свою частку в компанії. Малі підприємства, можливо, так само дієздатні, як і

великі товариства. Але ті підприємства, які мають амбіції з'єднати узбережжя континенту, мають бути організовані в компанії¹³².

Проте спроможність компаній змінювати всесвітню економіку залежить від іншої, схожої інновації. У теорії керівників акціонерних компаній мали б дисциплінувати пильні акціонери, котрі відвідують щорічні збори й намагаються прямо чи опосередковано впливати на них через зовнішніх членів ради директорів. На практиці ж дисципліну в компаніях забезпечують фондові ринки, на яких щоденно купляється і продається нескінченна кількість невеличких частин компаній (звіть їх акціями, частками чи паями — як вам більше подобається). По суті, та ціна, яку люди готові заплатити за частину компанії, розповість вам про те, скільки грошей, на їхню думку, компанія зможе заробити в майбутньому. У результаті на фондових біржах щогодини відбуваються своєрідні голосування щодо компаній, частками яких торгують: оцінюючи якість управління, привабливість їхньої продукції та їхньої перспективи на основних ринках.

Утім, біржі також живуть своїм життям. Майбутнє здебільшого непередбачуване, тож оцінки майбутньої прибутковості компаній приречені змінюватися. Якщо б ми всі були обчислювальними машинами, ми всі одночасно обробляли б наявну інформацію й доходили б однакових висновків. Але ми люди, а тому схильні до короткозорості й перепадів настрою. Коли ціни на фондовій біржі синхронно злітають угору, як це нерідко трапляється, здається, що інвесторів охоплює якась колективна ейфорія: колишній голова Федеральної резервної системи Алан Грінспен влучно назвав це «ірраціональним захопленням»¹³³. І навпаки, коли «тваринний дух» інвесторів переключається з жадоби на страх, бульбашка, створена їхньою попередньою ейфорією, у найбільш неочікуваний момент лопається. Звісно ж, зоологічні образи є складовою частиною сучасної біржової культури. Оптимістичних покупців акцій звать «биками», песимістичних продавців — «ведмедями». Інвесторів у наші дні називають «електронним стадом», яке щойно спокійно «паслося», отримуючи непогані доходи, а тоді раптом у паніці зривається на рівні й мчить геть із пасовиська. Насправді ж фондові біржі є дзеркальним відображенням стану людської душі. Вони, як і *Homo sapiens*, можуть впадати в депресію. Іноді вони навіть страждають від повного знесилення. Утім, надія (чи це радше амнезія?), здається, завжди бере гору над цими негативними тенденціями.

За ті чотириста років, що минули відтоді, коли вперше були продані й куплені акції, фінансові бульбашки виникали одна за одною. Знову і знову ціни на акції злітали до необґрунтованих висот, після чого неодмінно падали вниз. Знову і знову цей процес супроводжувався шахрайствами, коли недобросовісні інсайдери намагалися нажитися на наївних новачках. Ця схема настільки відома, що її можна розбити на п'ять етапів:

1. Зсув: Через зміни в економічних обставинах створюються нові можливості для отримання прибутку деякими компаніями.
2. Ейфорія чи надмірний продаж: У відповідь на це запускається процес, коли через очікування великих прибутків швидко зростають ціни на акції.
3. Манія чи бульбашка: Перспектива легкого заробітку капіталу приваблює інвесторів-початківців і шахраїв, котрі прагнуть видурити в них гроші.
4. Знесилення: Інсайдери помічають, що прибутки не зможуть виправдати надмірні ціни акцій, і заробляють, розпродаючи їх.
5. Відраза або зневіра: Коли ціни на акції падають, непосвячені новачки різко в паніці кидаються на вихід, через що бульбашка одразу ж лопається¹³⁴.

Біржові бульбашки мають три впізнавані риси. Перша: це роль того, що іноді називають асиметричною інформацією. Інсайдери (ті, хто пов'язані з керівництвом бульбашкових компаній) знають значно більше, ніж непосвячені аутсайдери, у яких інсайдери хочуть видурити гроші. Звісно, такі асиметрії існують і в бізнесі, але коли йдеться про бульбашки, інсайдери використовують їх із метою шахрайства¹³⁵. Друга: це роль, яку відіграє рух капіталів через кордони. Бульбашки частіше мають місце за умови, коли потік грошей безперешкодно рухається з країни до країни. Бувалий спекулянт, який перебуває в якомусь із головних фінансових центрів, може й не мати справжньої інсайдерської інформації. Але він, найвірогідніше, зможе вирахувати підходящий час і почне раніше за наївного інвестора-новачка купувати акції та продавати їх ще до того, як бульбашка лусне. Іншими словами, не всі, залучені в бульбашку, поведуться нераціонально, чи принаймні дехто із захоплених поводить більш раціонально, ніж інші. Нарешті третя, і це найважливіше: справжні бульбашки були б неможливі без доступу до легких кредитів. Ось чому

багато бульбашок своєю появою завдячують неуважності чи бездіяльності центральних банків.

Ніщо не ілюструє той факт, наскільки погано людина засвоює уроки історії, краще за повторюваність історій біржових бульбашок. Уявіть собі світ, який читачі журналу «Бізнес-вік» (Business Week) побачили у два моменти історії, розділені лише 20 роками. Так, 13 серпня 1979 р. на його обкладинці було розміщено зображення м'ятого акційного сертифікату у формі покинутого паперового літачка, а в заголовку зазначалося: «Смерть акцій: як інфляція руйнує фондову біржу». У читачів не залишилося сумнівів у масштабності кризи:

Маса людей уже давно переключилася з акцій на більш вигідні та захищені від інфляції інвестиції. Тепер пенсійні фонди (остання надія фондової біржі) дістали дозвіл відмовитися від акцій і облігацій на користь нерухомості, ф'ючерсів, золота і навіть діамантів. Смерть акцій тепер видається майже неминучою¹³⁶.

Того дня промисловий індекс Доу-Джонса, найдавніший з американських біржових індексів, закотився на показнику 875 пунктів, який майже не відрізнявся від показника десятилітньої давності і був майже на 17 % нижчим свого піку, що становив 1052 пункти в січні 1973 р. Після 15 років розчарувань такий песимізм цілком можна зрозуміти. Утім, до смерті акцій у США так і не дійшло, навпаки, залишалося чекати лише кілька років до найбільшого в сучасній історії наступу «биків». Досягнувши дна в серпні 1982 р. (777 пунктів), лише за п'ять років, улітку 1987 р., індекс Доу-Джонса сягнув рекордних 2700 пунктів. Після короткої різкої паніки в жовтні 1987 р. індекс знову пішов угору. Починаючи з 1995 р. він швидко набирал обертів. 27 вересня 1999 р. він закотився на 10 395 пунктах, що означало майже 20-кратне зростання середньої ціни на головні корпорації США за якихось 20 років. Того дня читачі «Бізнес-вік» із захопленням могли прочитати:

Умови необов'язково мають значно покращитися, щоб індекс Доу сягнув 36 000 пунктів, кажуть Джеймс К. Гласмен і Кевін А. Гассетт у книжці «Доу 36 000. Нова стратегія заробити на майбутньому зростанні на фондовій біржі». Вони стверджують, що ринок акцій уже заслуговує на 36 000 і біржові ціни в наступні 3–5 років сягнуть цієї позначки, коли інвестори теж це зрозуміють... Нинішня ціна на ринку (навіть за співвідношення ціни

акції до прибутку в 3022) — дуже дешева. За підрахунком цих авторів... співвідношення в 100 має бути «ідеально обґрунтованою ціною» на ринку¹³⁷.

Ця стаття вийшла менше ніж за чотири місяці до обвалу «доткомівської» бульбашки, яка ґрунтувалася на завищених очікуваннях від майбутніх прибутків із технологічних компаній. На жовтень 2002 р. індекс Доу опустився до позначки 7286 пунктів — до рівня, не баченого з кінця 1997 р. На час написання книжки (квітень 2008 р.) ціна ще становила лише третину від прогнозованої Глассменом і Гассеттом.

Мабуть, найкраще успіхи американського фондового ринку можна оцінити, лише порівнявши сукупний дохід від акцій (вважаючи, що всі зароблені дивіденди були реінвестовані) із сукупним доходом від інших фінансових активів, як-от урядові облігації й комерційні чи казначейські векселі, останні з яких можуть бути прикладом будь-яких інших короткострокових інструментів, на зразок фонду грошового ринку чи банківських вкладів до запитання. Початковою датою візьмемо рік народження автора — 1964-й. Одразу ж стане очевидним, що якби мої батьки того року змогли інвестувати в американський фондовий ринок хоча б якусь скромну суму і далі щороку реінвестувати зароблені дивіденди, вони могли б до 2007 р. збільшити свої початкові інвестиції майже в сімдесят разів. Наприклад, 10 тис. доларів перетворилися б на 700 тис. Альтернативні джерела прибутку (облігації чи векселі) дали б значно менший дохід. Фонд облігацій США зріс би менше ніж у 23 рази, а портфель векселів — лише у 12. Уже не кажучи про те, що всі ці цифри треба зменшувати, беручи до уваги вартість життя, яка за час мого життя зросла майже всемеро. У реальному вираженні акції зросли в 10,3 раза, облігації — у 3,4 раза, а векселі — в 1,8 раза. Якби мої батьки припустилися помилки і в 1964 р. просто відклали б 10 тис. доларів у купюрах, реальна ціна цих заощаджень на чорний день для їхнього сина в реальному вираженні впала б на 85 %.

У довготривалій перспективі жодна інша фондова біржа не показала кращих результатів за американську. За одним із підрахунків реальних доходів із фондової біржі в довготривалій перспективі, вийшло, що середній показник прибутків з американської біржі становить 4,73 % на рік у період із 1920-х до 1990-х рр. Наступною іде Швеція (3,71 %), а за нею — Швейцарія (3,03 %). Британія ледь потрапила до першої десятки з показником 2,28 %. 6 із 27 досліджених фондових ринків пережили як

мінімум одне потрясіння, зазвичай ідеться про війну чи революцію. 10 ринків у довготривалій перспективі показали негативні реальні прибутки, найгірші показники були у Венесуели, Перу, Колумбії й останньою виявилась Аргентина (-5,36 %)138. «Акції — найкращі на довготривалу перспективу» — це далеко не універсальне вирішення всіх проблем139. Утім, правдивим залишається той факт, що в більшості країн, по яких є дані, акції значно випередили облігації — за ХХ ст. майже вп'ятеро140. Це не повинно дивувати. Як ми бачили в розділі 2, облігації — це лише обіцянка урядів виплачувати відсотки і в кінцевому підсумку повернути всю інвестовану суму після завершення певного періоду. Багато урядів не виконали цю обіцянку, оголосивши дефолт або знецінивши свою валюту. На протипагу облігаціям, акція — це частина капіталу в корпорації, яка дає прибуток. Якщо компанія успішно веде справи, то акціонери не лише отримають свої дивіденди, а й можуть із великою імовірністю сподіватися на зростання капіталу. Звісно, свої ризики тут також є. Дохід з акцій є менш передбачуваним і більш ненадійним, ніж дохід з облігацій і векселів. Імовірність того, що якась корпорація збанкрутує і зникне, є значно вищою, ніж імовірність того, що зникне якась суверенна держава. У випадку банкрутства корпорації інтереси власників облігацій та інших боргових розписок будуть задоволені в першу чергу, а от власники акцій можуть залишитися ні з чим. Через це економісти вбачають у надзвичайно високій дохідності акцій своєрідну «винагороду за ризикованість акцій», хоча очевидно, що в деяких випадках цей ризик цілком себе виправдав.

У своїй компанії

За розкішним бароковим фасадом церкви Сан-Моїзе у Венеції, буквально під ногами десятків тисяч туристів, які щорічно відвідують цю будівлю, є цікавий напис, однак на нього рідко звертають увагу:

honor et memorial joannis law edinburgenses regii galliarum aerarii prefecti clarissima

«На честь і згадку про Джона Ло з Единбурга. Найвидатнішого розпорядника скарбниці королів Франції». Це дуже несподіване місце вічного спочинку чоловіка, який винайшов спосіб, як створити біржову бульбашку.

Амбіційний шотландець, свого часу засуджений за вбивство, завзятий гравець і зіпсований фінансовий геній — Джон Ло не лише відповідальний за перше в історії роздмухування і подальше здування цін на акції. Можна сказати, що він, хоч і непрямо, спричинив Французьку революцію, коли остаточно прогавив останню можливість монархії старого порядку провести фінансову реформу. Історія його пригод є однією з найдивовижніших і водночас найменш зрозумілих в усій історії фінансів. Ця історія також дуже суголосна нашому часу.

Ло народився 1671 р. в Единбурзі в родині заможного ювеліра й мав успадкувати замок Лорістон, що на березі затоки Ферт-оф-Форт. У 1692 р. він поїхав до Лондона, де швидко розтринькав родинний спадок на різноманітні ділові авантюри і за ігровим столом. За два роки він викликав на дуель свого сусіда за те, що той відмовився жити в одному будинку з розпусним Ло і його коханкою, і під час дуелі вбив його. За це Ло засудили на смерть, але він утік із в'язниці й перебрався до Амстердама.

Кращого міста, де можна було б залягти на дно, годі було й шукати. На 1690-ті рр. Амстердам був світовою столицею фінансових інновацій. Щоб фінансувати війну за незалежність проти Іспанії, голландці ХVІ ст., як ми бачили в попередньому розділі, удосконалили італійську систему

державного боргу (запровадивши серед іншого лотерейні позики, які дозволяли людям робити ставки, інвестуючи свої заощадження в урядовий борг). Вони також реформували свою валюту, створивши те, що вважається першим у світі центральним банком, — Амстердамський обмінний банк («Віссельбанк»), який вирішив проблему зношення монет, створивши більш надійну форму банківських грошей (див. розділ 1). Але, мабуть, найважливішим винаходом голландців була акціонерна компанія.

Історія компанії почалась за 100 років до прибуття Ло до Амстердама і своїм корінням сягає часів, коли голландські купці намагалися вирвати контроль на вигідну торгівлю азійськими прянощами з рук португальців та іспанців. Європейці потребували прянощів: кориця, гвоздика, мускатний горіх і перець були їм потрібні не лише для того, щоб приправляти страви, а й для довшого зберігання продуктів. Століттями ці товари потрапляли з Азії до Європи суходолом так званим Шляхом прянощів. Але коли португальці відкрили морський шлях до Індії через мис Доброї Надії, з'явилися нові привабливі перспективи для бізнесу. В Історичному музеї Амстердама зберігається багато картин, на яких зображено голландські кораблі на шляху до і з Ост-Індії. На одній із ранніх картин є напис: «Чотири кораблі вирушили в Бентам за спеціями, а також щоби встановити факторії. І повернулись із багатим вантажем назад до... Амстердама. Вирушили 1 травня 1598 р. Повернулись 19 липня 1599 р.» Проте, як можна побачити, подорож в обидва боки тривала дуже довго (насправді в середньому подорож забирала значно більше за 14 місяців). До того ж вона була небезпечною: із 22 кораблів, які вирушили в 1598 р., повернулись лише 12. Із цих причин купцям варто було об'єднати свої ресурси. На 1600 р. існувало вже близько шести щойно створених Ост-Індських компаній, які працювали в шести головних портах Нідерландів. Проте в кожній із цих компаній був обмежений термін існування, який визначався наперед (зазвичай ішлося про очікуваний період подорожі), після чого капітал повертався інвесторам¹⁴¹. Ця бізнес-модель була невдалою для розбудови постійних баз і укріплень, котрі були вочевидь необхідні, якщо голландці хотіли витіснити португальців та їхніх іспанських союзників²³. Тому Генеральні штати (парламент) Нідерландів, які до цього рішення підштовхували не лише стратегічні розрахунки, а й корисливі мотиви, запропонували об'єднати наявні компанії в одну велику. Результатом цього стала Об'єднана Ост-Індська компанія — *Vereinigde Nederlandsche Geostroyeerde Oostindische Compagnie* (Об'єднана, заснована на статуті нідерландська Ост-Індська компанія), також знана як VOC. Формально, за

статутом 1602 р., вона дістала монополію на всю голландську торгівлю на схід від мису Доброї Надії та на захід від Магелланової протоки¹⁴².

Структура Ост-Індської компанії багато в чому була новинкою. Щоправда, вона, як і її попередниці, мала проіснувати визначений період, у цьому випадку — 21 рік, але, фактично, у пункті 7 зазначалося, що інвестори зможуть забрати свої гроші вже після перших 10 років, коли буде підбито перший загальний баланс. Але за масштабністю це підприємство не мало собі рівних. Підписатися на участь у компанії мав право будь-який громадянин Об'єднаних Провінцій, і статутом не було встановлено обмеження на максимальну кількість унесених коштів. Купці, ремісники і навіть слуги заходилися купувати акції; у самому лише Амстердамі на участь підписалося 1143 людини, лише 80 із яких інвестували понад 10 тис. гульденів, а 445 інвестували менше за 1 тис. Загальна сума зібраних коштів — 6,45 млн гульденів — перетворила голландську Ост-Індську компанію на найбільшу корпорацію доби. Капітал її англійської конкурентки, Британської Ост-Індської компанії, заснованої на два роки раніше, становив лише 68 373 фунти (близько 820 тис. гульденів), унесені жалюгідними 219 інвесторами¹⁴³. Оскільки VOC була підприємством, яке підтримував уряд, докладалося всіх зусиль, щоб уникнути конкуренції між різними провінціями (зокрема, між найбагатшими провінціями Голландією і Зеландією). Капітал компанії поділили (хоч і не рівномірно) між 6 регіональними представництвами (Амстердамом, Зеландією, Енкгейzenом, Делфтом, Гоорном і Роттердамом). Між цими представництвами були також розподілені 70 директорів (bewindhebbers), кожен із яких був водночас інвестором значних коштів. До їхніх функцій, серед іншого, входило призначати 17 осіб до складу Heeren XVII (Сімнадцяти Панів) — своєї ради директорів компанії. Хоча частка інвестицій Амстердама нараховувала 57,4 % сукупного капіталу компанії, місто могло призначати до складу Сімнадцяти Панів лише 8 людей. Серед директорів-засновників був Дірк Бас, підприємливий голова родини, який (якщо судити з його портрета) зовсім не соромився своїх статків¹⁴⁴.

Власність компанії таким чином було розділено на багато partijen (часток) чи actien (акцій) — дослівно «діяльність» («частка в діяльності»). Виплати за акціями мали надходити частинами в 1603, 1605, 1606 і 1607 рр. Виписані сертифікати були не зовсім акціями в сучасному розумінні; головним документом за законом вважалася книга обліку учасників Ост-Індської компанії, куди вписували імена всіх акціонерів на момент

унесення ними коштів¹⁴⁵. Було запроваджено принцип обмеженої відповідальності: у разі краху компанії акціонери втрачали лише свої інвестиції, але не інші активи¹⁴⁶. З другого боку, ніхто не гарантував прибуток; у пункті 17 статуту компанії просто зазначалося, що акціонери отримують виплати, тільки-но компанія отримає прибуток, рівний 5 % від початкового капіталу.

Насправді Ост-Індська компанія не була успішна спочатку. Необхідно було розробити свою мережу, затвердити режим роботи та встановити надійні бази. У період 1603–1607 рр. загалом було споряджено і відправлено до Азії 22 кораблі, на що пішло майже 3,7 млн гульденів. Початковою метою було заснувати низку виробництв (з переробляння селітри, текстильне виробництво зі складами), які продукуватимуть товари для обміну на прянощі. Перші перемоги над португальцями дозволили заснувати опорні пункти в порту Мачиліпатнам у Бенгальській затоці та на острові Амбон у Молуккському архіпелазі, але в 1606 р. адмірал Мательєф не зміг захопити Малакку на Малайському півострові, а його атаку на ще один молукканський острів Макіан успішно відбив іспанський флот. Також невдалою виявилася спроба побудувати форт на острові Банда-Нейра — найбільшому з островів Банда, де вирощували мускатний горіх¹⁴⁷. На час укладення двадцятирічного миру з Іспанією в 1608 р. Ост-Індська компанія більше заробила на захопленні ворожих кораблів, ніж на торгівлі¹⁴⁸. Один із головних інвесторів, меноніт за віросповіданням Пітер Лійтьєнс був настільки обурений войовничим поведженням компанії, що в 1605 р. забрав із неї всі свої гроші. Ще один із перших директорів — Ісаак ле Мер подав у відставку на знак протесту проти того, що він вважав неправильним веденням справ компанії¹⁴⁹.

Ondergeschreven van weghen de Camere der Oost-Indische
 Compagnie tot Amsterdam, bekenen by desen opfanghen te
 hebben vanden E. *Dyckman Roon* vande
 de somme van *200000* guldens
 ende dat voort rest van *200000* guldens
 daer mede de voornoemde *Dyckman Roon*
 inde voorsz. Compagnie gheregistreert staet te herideren opt Groot-boeck
 vande voorsz. Camere folio — *50* Ende hier mede de voorschreven
Dyckman Roon — daer mede de voornoemde
 Thien-larighe Rekeninghe participeert, ten vollen opgebracht ende be-
 taelt: Ende voorts gheannulleert ende te niete ghedaen alle de Recipissen,
 over de betalinghen opde ghemelde partye ghedaen, voort desen gheheven.
 Actum den .*27* September .*1606*

Arnt ten groten huijs
Dierck van Os

26 January 1607
27 September 1607
1607

Найдавніша акція: Частка № 6 голландської Ост-Індської
 компанії (це, прямо кажучи, не зовсім акція, а лише розписка
 про отримання часткової виплати, видана 27 вересня 1606 р.
 амстердамським відділенням і підписана Арентом
 тен Гротенгейсом і Дірком ван Осом)

Але чи багато впливу було в руках навіть великих акціонерів? Зовсім небагато. Коли директори компанії подали уряду петицію, щоб їх звільнили від необхідності оприлюднювати звіти за десять років у 1612 р. (час, коли інвестори нібито мали можливість, за бажання, вимагати назад свій капітал), вони дістали на це дозвіл, тож оприлюднення звітів, разом із виплатами інвесторам, було відкладене. Єдиною поступкою акціонерам стало те, що в 1610 р. Сімнадцять Панів погодилися наступного року виплатити дивіденди, хоча на цей час у компанії було так туго з готівкою, тож дивіденди видавали прянощами. У 1612 р. було оголошено, що Ост-Індську компанію не буде ліквідовано, як планувалося спочатку. Це означало, що ті акціонери, які жадали отримати назад свої гроші, не мали альтернативи, окрім як продати свою частку в компанії іншому інвестору¹⁵⁰.

Таким чином, народження акціонерної компанії відділяло лише два роки від народження фондового ринку. Не встигла з'явитися перша корпорація, власниками якої була широка громадськість і яка вперше розмістила свої акції для первинного публічного продажу, як уже виник вторинний ринок для купівлі й продажу цих акцій. Цей ринок виявився неймовірно ліквідним. Обіг акцій Ост-Індської компанії був доволі високим: на 1607 р. третина акцій компанії змінила свого початкового власника¹⁵¹. Навіть більше, оскільки реєстри компанії заповнювалися рідко (формально купівлі акцій фіксувалися раз на місяць чи навіть раз на квартал), невдовзі почалася жвава торгівля акціями «VOC» на так званому форвардному ринку, коли умови продажу дозволяли передачу акцій у майбутньому. Насамперед така торгівля відбувалася в неформальній атмосфері, під відкритим небом — на Вармусстрат чи біля Ауде-Керк. Але торгівля акціями Ост-Індської компанії була настільки жвава, що в 1608 р. було вирішено побудувати криту біржу — Beurs на вулиці Рокін, неподалік від муніципалітету. Ця перша у світі фондова біржа з прямокутним подвір'ям, колонадою і годинниковою баштою найбільше нагадувала Оксфордський коледж. Але те, що відбувалося там у будні з дванадцятої до другої дня, було вочевидь революційним. Один із сучасників передав атмосферу торгів під час типового завершення сесії: «Спочатку потискають руки, а потім починається галас, образи, відверте нахабство, штовханина і штурхання». «Бики» (liefhebbers) насправді билися з «ведмедями» (contremines). Нервовий спекулянт «гризе нігті, заламує пальці, заплющує очі, ступає

чотири кроки і чотири рази щось до себе промовляє, прикладає руку до щоки, ніби в нього болить зуб, і все це супроводжується якимось загадковим покашлюванням»¹⁵².

Невипадково приблизно в той самий час (1609 р.) було засновано Амстердамський обмінний банк, адже фондова біржа не могла ефективно працювати без зручної грошової системи. Коли голландські банкіри почали приймати акції Ост-Індської компанії як забезпечення позик, було закладено основи для взаємодії між фондовою біржею і кредитуванням. Наступним кроком для банків стали позики грошей на придбання акцій у кредит. Компанія, біржа і банк — це трикутна основа для нового типу економіки.

У якийсь момент здавалося, що критики Ост-Індської компанії з невдоволеним колишнім директором ле Мером на чолі зможуть скористатися новим ринком, щоб тиснути на директорів компанії. Спільними зусиллями вони спробували знизити ціну акцій, продаючи їх без покриття на щойно народженому ф'ючерсному ринку, але ле Мер і його посіпаки зазнали поразки, коли в 1611 р. за акціями було виплачено дивіденди¹⁵³. Наступні виплати відбулися в 1612, 1613 і 1618 рр.¹⁵⁴ Утім, критики компанії («інвестори, що відкололися», чи *Doleanten*) так і залишилися незадоволеними. У трактаті під назвою «Необхідна розмова» (*Nootwendich Discours*), опублікованому в 1622 р., анонімний автор нарікав на відсутність прозорості в діях «корисливого управління у складі певних директорів», які робили все можливе для того, щоб «все так і залишилося вкритим темрявою»: «Ми можемо лише припустити, що бухгалтерську книгу натерли шкварками і згодували собакам»¹⁵⁵. Посаду директора можна обіймати лише обмежений час, стверджували критики, і в усіх головних акціонерів має бути право призначати директора.

Ця кампанія за реформування того, що в наш час зветься корпоративним управлінням Ост-Індської компанії, дала свої плоди. У грудні 1622 р., коли статут компанії було поновлено, у нього внесли значні зміни. Відтепер директорів не призначали пожиттєво, а вони могли обіймати посаду лише три роки поспіль. «Головні учасники» (акціонери, що мали однакову з директорами кількість акцій) відтепер мали право обирати з-поміж себе Дев'ятьох Мужів, із якими Сімнадцять Панів мусили радитися щодо «великих і важливих питань» і які мали право перевіряти щорічні звіти шести відділень і разом із Сімнадцятьма Панами мали пропонувати

кандидатури майбутніх директорів. На додачу, у березні 1623 р. було узгоджено, що Дев'ятеро Мужів матимуть право відвідувати (але не брати участь у голосуванні) зібрання Сімнадцятьох Панів, щоб докладно ознайомлюватися зі щорічними торговими рахунками. До повноважень головних учасників також входило призначення аудиторів (rekeningornemers), щоб перевіряти рахунки, які передавалися до Генеральних штатів¹⁵⁶. Акціонерів іще більше заспокоїло ухвалене в 1632 р. рішення встановити стандарт дивіденду 12,5 %, що вдвічі перевищувало ставку, за якою компанія могла позичати гроші²⁴. Результатом цього стало те, що відтоді майже весь чистий дохід компанії розподілявся між акціонерами¹⁵⁷. Акціонерам також гарантувалося, що їхні частки в компанії не будуть зменшуватися. Дивовижно, але капітальна база Ост-Індської компанії залишалася майже незмінною впродовж усього часу її існування¹⁵⁸. Коли поставала необхідність витратити капітальну базу, Ост-Індська компанія збирала гроші не шляхом випуску нових акцій, а вдаючись до позик у вигляді облігацій. Насправді кредитна історія компанії була настільки доброю, що на 1670-ті рр. вона змогла виступити посередником, коли провінції Голландії та Зеландії отримували позику на 2 млн гульденів.

Звісно, жодна із цих домовленостей не була б можливою, якщо б Ост-Індська компанія на середину XVII ст. не почала давати прибуток. Переважно це було досягнення Яна Пітерсзона Куна, войовничого молодого чоловіка, який не мав жодних ілюзій щодо зв'язку між комерцією та насильством. Як казав сам Кун: «Ми не можемо воювати без торгівлі, а без війни не можемо торгувати»¹⁵⁹. Він безжально ставився до конкурентів, стративши представників Британської Ост-Індської компанії в Амбоні та знищивши все корінне населення острова Банда. Природжений творець імперії, Кун у травні 1619 р. захопив невеличкий яванський порт Джакарта, перейменував його на Батавію і у віці 30 років став першим генерал-губернатором Голландської Ост-Індії. Він і його наступник Антоні ван Дімен систематично розширювали голландські володіння в регіоні, вигнавши британців з островів Банда, іспанців — із Тернате і Тідоре, а португальців — із Малакки. На 1657 р. голландці вже контролювали більшу частину Цейлону (нині Шрі-Ланка), а в наступному десятилітті вони продовжили експансію вздовж Малабарського узбережжя півострова Індостан і в глибину острова Сулавесі. На Коромандельському узбережжі також розквітали голландські бази¹⁶⁰. Вогнева міць і міжнародна торгівля пліч-о-пліч долали океани на бортах таких кораблів, як «Батавія», —

дивовижну копію якої сьогодні можна побачити на узбережжі в голландському містечку Лелістад.

Ця агресивна стратегія дала значний комерційний зиск. На 1650-ті рр. Ост-Індська компанія встановила дієву і надзвичайно прибуткову монополію на експорт гвоздики і мускатного горіха (чорний перець вирощувався в надто віддалених одне від одного місцях, щоб його можна було легко монополізувати), а також забезпечила основний канал для експорту індійських тканин із Коромандельського узбережжя¹⁶¹. Компанія також виконувала роль посередника для внутрішньоазійської торгівлі, обмінюючи японське срібло і мідь на індійські тканини та китайське золото і шовк. На тихоокеанських островах можна було обміняти індійські тканини на перець і прянощі, які на Середньому Сході можна було обміняти на дорогоцінні метали¹⁶². Пізніше компанія почала надавати фінансові послуги іншим європейцям в Азії, не в останню чергу — Робертові Клайву, який через Батавію й Амстердам зміг перевезти до Лондона більшу частину статків, які він заробив під час завоювання Бенгалії¹⁶³. Як перша у світі велика корпорація, Ост-Індська компанія змогла поєднати свій великий економічний масштаб та зменшені витрати на операції, а також те, що сучасні економісти називають «мережевим ефектом» — вигодою від об'єднання інформації, якою володіють численні співробітники й посередники¹⁶⁴. Найбільшим викликом як для Голландської, так і для Британської Ост-Індських компаній була проблема «керівник — виконавець» (principal — agent problem): тенденція, коли люди на місцях торгували від свого імені, робили помилки під час здійснення операцій чи просто обдурювали компанію. Утім, цьому намагалися протидіяти незвичною системою компенсацій, за якою винагорода залежала від інвестицій і продажу, пріоритет надавався товарообігу, а не чистому прибутку¹⁶⁵. Бізнес процвітав. У 1620-х рр. 50 завантажених товарами кораблів Ост-Індської компанії повернулися з Азії; у 1690-х рр. їхня кількість сягнула 156¹⁶⁶. У період 1700–1750 рр. кількість перевезень голландських кораблів, що пливли назад уздовж мису Доброї Надії, подвоїлася. Ще в 1760 р. вона майже втричі перевищувала британські морські перевезення¹⁶⁷.

Економічне і політичне піднесення Ост-Індської компанії можна простежити хоча б за змінами цін на її акції. Амстердамська біржа демонструвала очевидну нестабільність, адже інвестори реагували на чутки про війну, мир і корабельні аварії так, як це яскраво змалював єврей-сефард

Йозеф Пенсо де ла Вега у своїй дотепно названій книжці «Збентеження збентежених» (*Confusion de Confusiones*) (1688). Однак у довготривалій перспективі протягом століття, що минуло від часу заснування компанії, її справи йшли вгору. У період 1602–1733 рр. ціни на акції Ост-Індської компанії зросли, як порівняти з номіналом (100 пунктів), до максимальних 786 пунктів, незважаючи на те, що з 1652 р. і до Славної революції (1688 р.) компанія мала змагатися зі своєю войовничою британською суперницею¹⁶⁸. Завдяки постійному підвищенню цінності капіталу, вкупі з регулярною виплатою дивідендів і стабільними споживацькими цінами²⁵, великі акціонери, як-от Дірк Бас, стали насправді заможними. Ще в 1650 р. сукупні виплати дивідендів увосьмеро перевищували суму початкових інвестицій, а отже, щорічний дохід становив 27 %¹⁶⁹. Однак вражає те, що Голландська Ост-Індська компанія так ніколи й не спричинила утворення бульбашки. На відміну від голландської тюльпанової бульбашки 1636–1637 рр., ціни акцій компанії зростали поступово, протягом майже століття, і хоча падіння відбулося значно швидше, усе ж минуло понад 60 років, перш ніж вона впала до 120 пунктів у грудні 1794 р. Злет і падіння компанії майже повністю наслідували злет і падіння Нідерландської імперії. Ціни на акції інших монопольних торговельних компаній, зовні схожих на Ост-Індську, зазвичай показували зовсім іншу динаміку: лише в межах кількох місяців вони могли зростати і знову різко падати. Щоб зрозуміти, чому це відбувалося, ми маємо знову повернутися до Джона Ло.

Голландська фінансова система стала одкровенням для шотландського вигнанця. Ло був вражений взаємодією між Ост-Індською компанією, Обмінним банком і фондовою біржею. Його завжди приваблювали азартні ігри, тож він вважав амстердамську біржу значно цікавішою за будь-які казино. Ло дивувався поведженню продавців, які грали на пониження, коли вони розповсюджували чутки з поганими новинами, щоб спричинити зниження ціни акцій Ост-Індської компанії, а також спеціалістів із *windhandel* (спекуляцій), які перепродавали акції, котрі їм навіть не належали. Його всюди оточували фінансові інновації. Ло й сам вигадав дотепну схему страхування власників білетів голландської національної лотереї.

Утім, голландська фінансова система також вразила Ло своєю незавершеністю. Хоча б тому, що йому здавалося неправильним обмежувати кількість акцій Ост-Індської компанії, адже ринок був у захваті від них. Ло також не розумів консерватизму Амстердамського обмінного

банку. Запроваджені ним «банківські гроші» виявились доволі успішними, але зазвичай вони були лише колонками цифр у банківських grosбухах. Ці гроші не набували фізичної форми, інакше як у вигляді розписок, виданих купцям, котрі вкладали монети на банківський депозит. У голові Ло вже набували обрисів захопливі видозміни цих інституцій, які об'єднали б функції монопольної торговельної компанії та Державного банку, який випускатиме банкноти, як Банк Англії. Невдовзі йому вже не терпілося випробувати цю цілком нову фінансову систему на якійсь державі. Але на якій саме?

Спершу він випробував долю в Генуї, торгуючи іноземною валютою та цінними паперами. Якийсь час він провів у Венеції, торгуючи вдень, а вночі граючи в карти. У тандемі з графом Айлою він зібрав солідний портфель цінних паперів на лондонській фондовій біржі. (Із цього можна зрозуміти, що Ло мав добрі зв'язки. Але його поведінка все ж залишалася скандальною. Він представляв як леді Катаріну Ноулс доньку графа Бенбері, називав своєю дружиною і матір'ю двох своїх дітей, попри те, що вона була одружена з іншим чоловіком). У 1705 р. він подає до шотландського парламенту пропозицію про створення нового банку, яка пізніше була оприлюднена під назвою «Міркування про гроші й торгівлю». Головна ідея полягала в тому, щоб банк випускав банкноти, що гарантують відсоткові виплати, й ці банкноти як валюта мають витіснити монети. Парламент відхилив цю пропозицію саме напередодні підписання Акта про унію з Англією (1707 р.)¹⁷⁰. Розчарований своєю батьківщиною, Ло вирушає до Турина, де в 1711 р. домовляється про аудієнцію з герцогом Савойським Віктором Амадеєм II. Він знову звертається до теми паперових грошей у «П'ємонтському меморандумі». Ло стверджував, що в основі державного кредиту лежить лише довіра, якщо буде довіра, банкноти виконуватимуть ту саму функцію, що й монети. «Я розкрив таємницю філософського каменя, — казав він своєму другові, — золото можна робити з паперу»¹⁷¹. Герцог відмовив йому, сказавши: «Я не настільки багатий, щоб дозволити собі збанкрутувати».

Перша бульбашка

Чому саме у Франції Ло дістав шанс випробувати свою фінансову алхімію? Зрештою, французи добре знали, хто він насправді. Міністр закордонних справ Людовіка XIV маркіз де Торсі в 1708 р. ідентифікував його як професійного *joueur* (гравця) і ймовірного шпигуна. Відповіддю на поставлене запитання буде те, що Франція була в розпачі через фіскальні проблеми. Обтяжений неймовірним державним боргом через війни Людовіка XIV уряд був на межі третього за століття банкрутства. Необхідно було переглянути борги королівського двору, що призвело до скасування і значного зменшення багатьох із них, результатом чого став частковий дефолт. Та навіть попри це, для покриття дефіциту необхідно було випустити 250 млн нових банкнот, що звалися *billets d'État* (державні білети) й обіцяли виплату відсотків. Справи тільки погіршилися після спроб зменшити кількість золотих і срібних монет. Це призвело до економічної рецесії¹⁷². Ло стверджував, що в нього є готове рішення для всіх цих проблем.

У жовтні 1715 р. він подав королівській раді свою першу пропозицію про державний банк, який зможе випускати банкноти, але її було відхилено через те, що герцог Ноайський не сприйняв сміливої ідеї Ло про те, що банк також відіграватиме роль королівської скарбниці, до котрої йтимуть усі податкові збори. Більш успішною виявилася друга пропозиція: про створення суто приватного банку. Під керівництвом Ло в травні 1716 р. було засновано «Банк генераль» (*Banque Générale*). Банк мав дозвіл упродовж 20 років випускати банкноти на виплату металевими грошима (золотом і сріблом). Капітал банку було встановлено в сумі 6 млн ліврів (1200 пайок по 5000 ліврів кожна), три чверті виплачувалися в децю знецінених *billets d'État* (тому насправді капітал банку дорівнював десь 2,85 млн ліврів)¹⁷³. Спершу все це здавалося доволі скромним починанням, але в Ло завжди були грандіозні задуми, які він мав намір запропонувати герцогу Орлеанському, регенту при малолітньому Людовіку XV. Він просунувся на ще один крок уперед у 1717 р., коли вийшов закон, за яким банкноти «Банк генераль» слід було використовувати під час сплати всіх

податків. Початково подекуди це нововведення зустріло опір, але уряд успішно змусив усіх скоритися.

Ло мав амбіції відродити економічну довіру у Франції шляхом заснування банку за голландським зразком, але з тією різницею, що цей банк мав би випускати паперові гроші. Коли банк отримав грошові інвестиції, величезний державний борг був зібраний в одному місці. Водночас, завдяки паперовим грошам, французька торгівля почала відроджуватися, а разом із нею і французька економічна могутність. «Банк — це не єдиний, не найграндіозніший із моїх задумів, — казав Ло регентові. — Я збираюсь створити те, що здивує Європу тими змінами, які підуть на користь Франції, — і ці зміни матимуть важливіші наслідки, ніж відкриття Індій...»¹⁷⁴

Ло вивчив фінансову систему в республіканській Голландії, але він від самого початку розгледів в абсолютистській Франції кращі умови для того, що увійшло в історію як його Система. «Я вважаю, — писав він, — що абсолютний володар, який знає, як правити, може значно розширити свій кредит і знайти необхідні гроші за нижчою відсотковою ставкою, ніж володар, влада якого обмежена». Це було абсолютистською теорією фінансів, що ґрунтувалась на припущенні, що «в справі кредиту, як і у військових і законодавчих справах, вища влада має належати одній особі»¹⁷⁵. Головним завданням було змусити королівський кредит працювати продуктивніше, ніж у минулому, коли корона позичала гроші, яких вистачало лише на фінансування війн. За схемою Ло, монарх успішно делегує свій кредит «торговельній компанії, де поступово збиратимуться всі плоди торгівлі королівства і лише там будуть нагромаджуватися». Уся нація, за його словами, «стане об'єднанням торговців, які зможуть отримувати гроші в королівському банку, в якому внаслідок цього будуть зведені воєдино комерція, гроші та товари»¹⁷⁶.

Як і в Нідерландах, імперія посідала ключову позицію в планах Ло. На його думку, замало робилося для розширення французьких заокеанських володінь. Тому він запропонував узятися за торгівлю Франції з Луїзіанськими територіями, розлогими, але зовсім нерозвиненими землями, які розкинулися від дельти Міссісіпі через увесь Середній Захід, — що становить майже чверть сучасної території США. Невдовзі, у 1717 р., нова Західна компанія (Compagnie d'Occident) отримує монополію на торгівлю в Луїзіані (разом із контролем за внутрішніми справами цієї колонії) на 25

років. Капітал компанії було встановлено в обсязі 100 млн ліврів — небачена для Франції сума. Акції компанії були оцінені у 500 ліврів кожна, і французів, незалежно від їхнього статусу, а також іноземців заохочували купувати їх (на виплату), обмінюючи на *billets d'État*, які мали виводитися з обігу й замінятися на *rentes* (довічні облигації) із 4 % щорічної виплати. Найпершим у списку директорів компанії значилося ім'я Ло.

Насправді від початку були ті, хто опирався Системі Ло. Герцог Сен-Сімон мудро зауважував:

Можливо, саме по собі таке починання і добре, але лише в республіці чи в таких монархіях, як Англія, де фінанси контролюються лише тими, хто їх забезпечує, до того ж забезпечує стільки, скільки забажає. Але в такій слабкій, змінній і абсолютистській державі, як Франція, йому обов'язково не вистачатиме стабільності, адже Король... може легко знищити банк — а в нього буде надто велика спокуса і всі можливості саме так і вчинити¹⁷⁷.

Ніби на доказ цього на початку 1718 р. паризький парламент розпочав завзятий наступ на нового міністра фінансів Рене Д'Арженсона (а разом із ним — і на банк Ло), після того, як той наказав на 40 % зменшити вміст дорогоцінних металів у монетах, що спричинило скарги в парламенті, «настільки велике й плутане безладдя, що й розібратися неможливо»¹⁷⁸. Тим часом заснована братами Парі конкурентна компанія досягла більших успіхів у залученні інвесторів, ніж Західна компанія Ло. Утім, регент, у цілком абсолютистському дусі вдавшись до примусу, підтвердив прерогативи корони — на радість (і вигоду) Ло. («Які ж величезні вигоди в деспотичній владі, — зазначав той, — коли йдеться про заснування інституції, якій народ так вперто опирається, оскільки ще не звик до неї!»)¹⁷⁹ Навіть більше, від кінця 1718 р. й надалі уряд надав Західній компанії привілеї з розрахунку на те, що це збільшить привабливість її акцій. У серпні вона отримала право на прибуток із продажу тютюну, а в грудні їй перейшли привілеї Сенегальської компанії. Подальші спроби зміцнили позицію Ло: «Банк генераль» дістав знак королівського схвалення: від грудня 1718 р. він називався Королівський банк (*Banque Royale*), який із часом стане першим центральним французьким банком. Задля підвищення привабливості його векселів відтоді запровадили їх обмін на *écus de banque* (банківські екю — за фіксованою ціною в сріблі) або на більш вживані *livres tournois* (турські ліври — валюту, ціна якої у співвідношенні до золота чи срібла могла змінюватися). Проте в липні

банкноти *écus* були виведені з обігу¹⁸⁰, а законом від 22 квітня 1719 р. обумовлювалося, що банкноти не мають зазнавати періодичного «знецінення», як це відбувається зі срібними монетами¹⁸¹. Розпочався перехід Франції з металевих на паперові гроші.

А тим часом Західна компанія розвивалася. На травень 1719 р. вона вже перебрала на себе управління Ост-Індською і Китайською компаніями, відтоді перетворившись на Індійську компанію (*Compagnie des Indes*), відомішу під назвою Міссісіпської компанії. У липні Ло на дев'ять років отримав право на прибуток із королівського монетного двору. У серпні він відібрав у свого фінансового конкурента право на збір непрямих податків, яке той отримав лише за рік до цього. У вересні компанія погодилася позичити короні 1,2 млрд ліврів для сплати всіх королівських боргів. Через місяць Ло вже контролював збір прямих податків.

Ло пишався своєю Системою. Те, що існувало раніше, писав він, було лише «методом, базованим на розписках і видатках». Навпаки, тепер «ви маєте низку ідей, що підтримують одна одну і все яскравіше демонструють той принцип, із якого вони походять»¹⁸². Сучасною мовою те, чого Ло намагався досягнути, можна назвати «рефляцією». Французька економіка в 1716 р. перебувала в стані рецесії, і коли Ло розширив постачання грошей у вигляді банкнот, це очевидно стало необхідним економічним стимулом¹⁸³. Водночас він (не безпідставно) намагався перевести занедбаний і остогидлий державний борг під управління величезної компанії, що приватизувала збір податків і мала торговельну монополію¹⁸⁴. Якщо б йому це вдалося, французька монархія могла б забути про свої фінансові проблеми.

Але Ло не дуже чітко розумів, де йому варто зупинитися. Навпаки, як в основного акціонера компанії, що перетворилася на величезну корпорацію, у нього тепер з'явилося серйозне особисте зацікавлення в грошовій експансії, яку міг забезпечити його власний банк для того, щоб роздути на активах бульбашку, на якій він сам міг би більше за інших розжитися. Це було майже те саме, якби сьогодні одна людина одночасно керувала 500 найбільшими корпораціями США, міністерством фінансів і Федеральною резервною системою. Чи така особа захотіла б підвищити корпоративні податки чи відсоткові ставки, ризикуючи тим, що ціна її величезного портфелю акцій значно впаде? Ба більше, Система Ло за сутністю була такою, що мусила створити бульбашку, бо інакше зазнала б краху.

Придбання різноманітних нових компаній і права на збір податків фінансувалося не з прибутків компанії, а шляхом випуску нових і нових акцій. 17 червня 1719 р. Міссісіпська компанія випустила 50 тис. акцій по 550 ліврів (хоча номінальна ціна кожної акції становила 500 ліврів, як і ціна акцій її попередниці — Західної компанії). Щоб забезпечити успіх цьому випуску акцій, Ло особисто підписав їх, це було серйозною ставкою в грі та навіть він сам визнав, що таке рішення коштувало йому безсонної ночі. Щоб уникнути звинувачень у тому, що він один матиме вигоду з того, що акції зростуть у ціні, Ло надав акціонерам Західної компанії ексклюзивне право придбати ці нові акції (які відтоді стали відомі як «дочірні», а попередні акції — як «материнські»)185.



Предмет спекуляцій.
Акція Індійської компанії
(також відомої як Міссісіпська
компанія)

У липні 1719 р. Ло випустив третю порцію з 50 тис. акцій («внучатих»), ціна за які вже становила по 1000 ліврів за штуку, щоб зібрати 50 млн ліврів, необхідних йому для того, щоб заплатити за королівський монетний двір. За логікою, це послаблення позицій наявних акціонерів мало б призвести до падіння ціни кожної окремої акції. То як же Ло вдалося виправдати подвоєння в ціні нового випуску акцій?

«Зсувом», який начебто виправдовував збільшення ціни акцій, стала обіцянка майбутніх прибутків із Луїзіани. Саме тому Ло приділив стільки зусиль, щоб створити рожеві уявлення про колонію як про справжній Едемський сад, населений привітними дикунами, готовими зібрати ріг достатку з екзотичними товарами, щоб переправити його до Франції. Для ведення торгівлі в гирлі Міссісіпі було засновано велике місто — Новий Орлеан, названий так, щоб підлеститися до чутливого регента. Такі візії, як ми знаємо, не були цілком безпідставні, але реалізувати їх зможуть лише в далекому майбутньому. Знайшлося кілька тисяч вкрай збіднілих німців із Рейнської області, Швейцарії й Ельзасу, охочих переселитися до колоній. Але коли нещасні іммігранти прибули до Луїзіани, вони знайшли там лише задуху й болото, що кишіло комахами. Лише за рік 80 % із них померло від голоду і тропічних хвороб, як-от жовта лихоманка²⁶.

Тож у найближчій перспективі виникла потреба в новому «зсуві», який би виправдав сорокавідсоткові дивіденди, котрі виплачував Ло. І його забезпечили паперові гроші. Із літа 1719 р. охочим придбати «дочірні» й «внучаті» акції інвесторам щедро допомагав Королівський банк, який дозволяв акціонерам позичати гроші, використовуючи їхні акції як заставу, якщо позичені гроші вкладали в нові акції. Як і передбачалося, ціни на акції злетіли. Початкові «материнські» акції йшли по 2750 ліврів 1 серпня, по 4100 — 4 серпня і по 5000 — 4 вересня. Це підштовхнуло Ло до випуску ще 100 тис. акцій за цією новою ринковою ціною. Два наступні випуски такої самої кількості акцій пішли в продаж 28 вересня і 2 жовтня, а ще через два дні було випущено додаткову порцію з 24 тис. акцій (утім, вони так і не пішли в широкі маси). Восени 1719 р. ціна акцій сягнула 9000 ліврів, досягнувши нового піку (10 025) 2 грудня. У березні 1720 р. на неофіційному ф'ючерсному ринку їх продавали по 12 500 із доставкою. Інвестори зі стадії «ейфорії» швидко перейшли до «манії»¹⁸⁶.

Дехто відчув щось недобре. «Ви що, всі показалися в Парижі? — писав Вольтер де Женонвілю в 1719 р. — У вас там такий хаос, що мені цього не осягнути...»¹⁸⁷ Ірландський банкір та економіст Річард Кентілон був настільки переконаний, що Система Ло лусне, що вже на початку серпня 1719 р. позбувся всіх акцій і залишив Париж¹⁸⁸. Даніель Дефо з Лондона зневажливо писав: французи просто «знайшли якесь особливо привабливе повітря». Кар'єра Ло, глузував він, демонструє нову стратегію досягнення успіху:

Ви просто берете шпагу, вбиваєте якогось франта, а може, і двох, потрапляєте до Ньюґейта [в'язниці], вас засуджують на смерть через повішання, якщо вам вдається, ви тікаєте з в'язниці — до річі, не забудьте це зробити, — переїжджаєте до якоїсь дивної країни, стаєте біржовим маклером, засновуєте Міссісіпську біржу, обдурюєте цілу націю, і от ви вже стаєте великою людиною, якщо тільки вам дуже пощастить...¹⁸⁹

Але Ло вдалося-таки обдурити значну кількість заможних парижан. Маючи в руках величезну кількість грошей власного виробництва, він пропонував забезпечити їм пенсію і навіть виплатити її наперед — це було надійним способом заручитися підтримкою привілейованих класів. На вересень 1719 р. великі натовпи людей заповнювали вулицю Кенкампуа — вузький прохід між вулицями Сен-Мартен і Сен-Дені, де розташовувалося відділення компанії, що відповідало за випуск акцій. Клерк із британського посольства згадував, що тут «з раннього ранку до пізньої ночі товкся натовп із принців і принцес, герцогів, перів і герцогинь тощо, одним словом — усіх вельмож Франції. Вони продають маєтки і закладають коштовності, щоб тільки купити частку в Міссісіпі»¹⁹⁰. Леді Мері Вортлі Монтеґю, яка відвідувала Париж у 1719 р., була «в захваті... від зустрічі зі справжнім англійцем (принаймні британцем) у Парижі, я маю на увазі пана Ло, який ставиться до їхніх герцогів і перів надзвичайно de haut en bas (зверхньо), а вони ставляться до нього з неймовірною покірністю й повагою — от же ж бідолашні!»¹⁹¹ Саме в ці необачливі часи вперше з'явилося слово «мільйонер». (Як і підприємці (entrepreneurs), мільйонери (millionaires) були французьким винаходом).

Не дивно, що 10 грудня Джона Ло помітили на першій у його житті месі, він навернувся в католицизм, адже це було умовою для отримання державної посади. Йому було за що дякувати своєму Творцеві. Його тріумф став повним, коли через місяць його призначили Генерал-контролером

фінансів. Тепер під його контролем були:

- збір непрямих податків у Франції;
- весь державний борг країни;
- 26 французьких монетних дворів, які забезпечували країну золотими й срібними монетами;
- колонія Луїзіана;
- Міссісіпська компанія, яка мала монополію на імпорт і продаж тютюну;
- французька торгівля хутрами з Канадою;
- і вся французька торгівля з Африкою, Азією та Ост-Індією.

Крім того, Ло також особисто належали:

- «Отель де Невер» на вулиці Ришельє (нині будівля належить Національній бібліотеці);
- палац Мазаріні, де розташовувалося представництво компанії;
- понад третина будинків на Вандомському майдані (тоді майдані Людовіка Великого);
- понад 20 маєтків у провінції;
- декілька плантацій у Луїзіані, а також
- акції Міссісіпської компанії на 100 млн ліврів¹⁹².

Король Франції Людовік XIV колись сказав: «L'état, c'est moi» («держава — це я»). Джон Ло мав усі підстави казати: «L'économie, c'est moi» («економіка — це я»).



Кінець вистави на вулиці Кенкампуа (1719). Із циклу «Велика картина дурості», оприлюдненого в Амстердамі 1720 р.

Та насправді Джон Ло надавав перевагу азартним іграм, а не молитвам. Наприклад, у березні 1719 р. він побився об заклад із герцогом Бурбоном на 1000 лівдорів, що тієї зими і весни вже не буде криги. (Він програв). Іншим разом він заклався на 10 000 до 1, що його товариш не зможе викинути обумовлене число на шести костях одразу. (Мабуть, тут він також програв, оскільки існує лише 31 варіант імовірних результатів; шанс викинути 21 оцінюється приблизно як 1 до 10). Але його найбільшою грою стала його власна Система. У серпні 1719 р. занепокоєний британський дипломат повідомляв у звіті, що Ло у своїх «щоденних міркуваннях» згадує про те, що «піднесе Францію до небачених до того висот і зробить так, щоб вона могла диктувати правила всій Європі, що він, коли забажає, може зруйнувати торгівлю й кредитну систему Англії та Голландії, що він може знищити наш банк і нашу Ост-Індську компанію, якщо йому це спаде на думку»¹⁹³. Щоб не бути голослівним, Ло заклався з Томасом Піттом, графом Лондондеррійським (а також дядьком прем'єр-міністра Вільяма Пітта), що англійські акції за рік упадуть у ціні. Очікуючи зниження ціни, він продав акції Англійської Ост-Індської компанії за номінальною ціною у 100 тис. фунтів за 180 тис. (тобто по 180 фунтів за акцію, чи на 80 % більше за номінальну ціну) із доставкою 25 серпня 1720 р.¹⁹⁴ (На кінець серпня 1719 р. ціна акції становила 194 фунти, це означало, що Ло очікував падіння ціни на 14 фунтів).

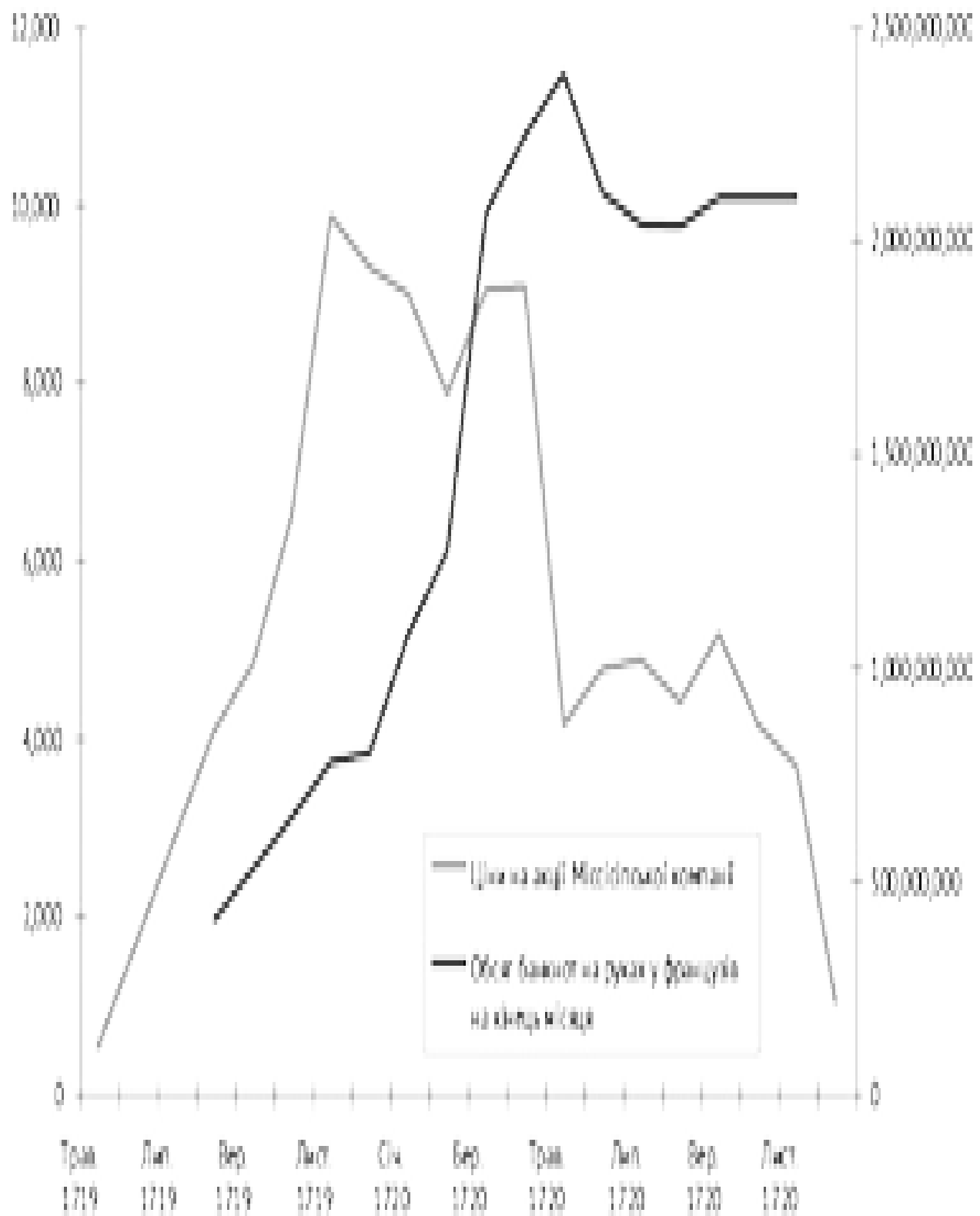
Проте обман, який лежав у самому серці впевненості Ло, було неможливо приховувати вічно. Ще до того, як його призначили Генерал-контролером, почали проявлятися ознаки четвертої фази (з п'яти) бульбашкового циклу — «знесення». Коли в грудні 1719 р. ціни на акції Міссісіпі почали знижуватися, 14 грудня впавши до 7930, Ло вдався до першого з багатьох штучних прийомів, щоб підтримати акції, — він відкрив у Королівському банку бюро, зобов'язане купувати (і продавати) акції за мінімальну ціну 9000 ліврів. Нібито для того, щоб спростити ситуацію, 22 лютого було оголошено, що компанія перебирає на себе управління Королівським банком. Ло також запропонував клієнтам опціони (primes) за ціною 1000 ліврів, які дозволяли власнику впродовж наступних шести місяців придбати акції за 10 000 ліврів (таким чином ціна становила 11 000 ліврів — на 900 ліврів більше за найвищу ціну 10 100 ліврів, якої акції сягнули 8 січня). Цих заходів виявилось достатньо для того, щоб підтримувати ціну акцій на рівні 9000 ліврів до середини січня (хоча в результаті цього

зниження опціони стали непотрібними, тож Ло зі щедрої руки дозволив їхнім власникам обмінювати їхні на акції за курсом 10 primes за 1 акцію).

Утім, у країні за межами фондового ринку темпи інфляції небезпечно прискорювались. До вересня 1720 р. паризькі ціни, сягнувши піку, зросли майже вдвічі, як порівнювати з цінами два роки тому, найбільше зростання припало на останні 11 місяців. Це стало реакцією на неймовірне збільшення кількості банкнот в обігу, яке спричинив Ло. Минуло трохи більше за рік, і він збільшив обсяг валюти в обігу більше ніж удвічі. На травень 1720 р. сукупна грошова маса (банкноти й акції на руках у громадськості, адже їх за бажання можна було обміняти на гроші) у ліврах майже вчетверо перевищувала кількість золотих і срібних монет, які попередньо використовувалися у Франції¹⁹⁵. Тому не дивно, що дехто, в очікуванні знецінення банкнот, почав переходити на виплати золотом і сріблом. У відповідь на це, цілком в абсолютистському дусі, Ло перш за все вдався до примусу. Банкноти були оголошені єдиним законним платіжним засобом. Було заборонено експортувати золото і срібло, а також виробляти й продавати предмети із цих дорогоцінних металів. Офіційним рішенням (arrêt) від 27 лютого 1720 р. приватним особам заборонялося володіти сумою понад 500 ліврів у монетах. Представники влади мали право забезпечувати виконання заборони, влаштовуючи обшуки приватних будинків. Вольтер назвав це «найнесправедливішим із виданих едиктів» і «останньою межею тиранічного абсурду»¹⁹⁶.

Водночас Ло, як навіжений, намагався встановити курс обміну банкнот на золото та срібло і в період із вересня 1719 р. до грудня 1720 р. змінив офіційну ціну на золото 28 разів, а на срібло — не менше за 35, усе для того, щоб банкноти в очах публіки видавалися привабливішими за монети. Але потік цих часто суперечливих заходів лише спантеличив людей і вкотре продемонстрував схильність абсолютистського режиму встановлювати економічні правила для задоволення власних інтересів. «Силою якоїсь нової таємної магії, — пізніше згадував сучасник подій, — слова збиралися докупити і оформлювалися в едикти, яких ніхто не міг зрозуміти, а в повітрі вирували незрозумілі ідеї та фантазії»¹⁹⁷. Ще сьогодні золото і срібло можна було вільно експортувати, а вже завтра — ні. Ще сьогодні банкноти вироблялися в таких кількостях, скільки встигав надрукувати верстат, а вже завтра Ло мав намір скоротити обсяг банкнот до 1,2 млн. Ще сьогодні мінімальна ціна на акції Міссісіпі встановлювалася на рівні 9000, а завтра вже мінімальної ціни не було. Коли 22 лютого

мінімальне обмеження ціни акцій зняли, акції, як і передбачалося, різко впали в ціні. На кінець місяця вони вже коштували 7824 ліврів. Проте 5 березня, очевидно під тиском регента, Ло утнув ще один виверт: повернув мінімальну ціну 9000 ліврів і знову відкрив бюро купівлі акцій за таку ціну. Але це означало, що знову відкривається кришка, яка стримувала наплив нових грошей — попри те, що той самий закон обіцяв, що «банкноти — це гроші, ціна яких не може змінюватися», а також незважаючи на попереднє обмеження на випуск грошей на понад 1,2 млн ліврів¹⁹⁸. На той час хитріші інвестори були дуже задоволені тим, що отримали по 9000 ліврів готівкою за кожну свою акцію. Між лютим і травнем 1720 р. кількість банкнот на руках громадян зросла на 94 %. А тим часом кількість акцій на руках громадян впала менше ніж до третини від сукупної кількості випущених. Здавалося, що невдовзі всі акції повернуть компанії, що призведе до випуску чергової лавини банкнот і спалаху інфляції, і це неминуче.



Міссісіпська бульбашка. Гроші та ціни на акції (у ліврах)

Відчайдушно намагаючись відвернути катастрофу, Ло 21 травня вмовив регента видати дефляційний закон, за яким офіційна ціна акцій компанії щомісяця знижуватиметься з 9000 до 5000 ліврів і водночас удвічі зменшуватиметься кількість банкнот в обігу. Він знизив і ціну банкнот, відкликавши попередній наказ, яким гарантувалося, що цього не трапиться. Саме тоді несподівано проявилися межі королівського абсолютизму, що лежав в основі Системи Ло. Гнівний протест громадськості змусив уряд відкликати ці заходи лише через шість днів після оприлюднення, але шкоду, якої зазнала довіра до Системи, уже було не виправити. Після короткого затишшя ціна на акції впала з 9005 ліврів (16 травня) до 4200 (31 травня). Натовпи розлючених акціонерів збиралися перед Королівським банком, який мав труднощі з наявністю необхідної кількості банкнот. Люди кидали каміння й били вікна. «Люди цієї країни, — писав один британський оглядач, — переживають найважчі втрати, й це впливає на представників усіх станів, незалежно від їхніх обставин. Неможливо описати, наскільки великим і всеохопним виявився їхній переляк і відчай у цій ситуації; принці крові та всі поважні люди королівства теж дуже гаряче обурюються цим»¹⁹⁹. На надзвичайній сесії парламенту прямо звинуватили Ло. Регент відступився, відкликавши закон 21 травня. Ло запропонував подати у відставку, і 29 травня його одразу ж звільнили. Він потрапив під домашній арешт, а ворогам не терпілося побачити його в Бастилії. Уже вдруге в житті Ло загрожувала в'язниця, ймовірно, навіть смерть. (Слідча комісія швидко знайшла свідчення того, що випускаючи банкноти, Ло значно перевищив дозволену кількість, тож були підстави засудити його). Королівський банк закрився.

Джон Ло був майстром знаходити вихід у безвиході, так само як і майстром шахраювання. Невдовзі стало зрозуміло, що ніхто, крім нього, не зуміє відвернути цілковитий крах фінансової системи, — яка, зрештою, була його Системою. Коли його покликали назад (уже на менш величну посаду Генерал-інтенданта з комерції), це спричинило черговий сплеск активності на фондовому ринку, тож 6 червня акції Міссісіпської компанії знову підскочили до 6350 ліврів. Та це було лише тимчасовою відстрочкою. Уряд був змушений 10 жовтня знову пустити в обіг золоті й срібні монети для внутрішніх розрахунків. Ціни акцій Міссісіпі невдовзі продовжили падіння і 2 вересня сягнули 2000 ліврів, а в грудні — взагалі 1000. Повномасштабної паніки вже було ніяк не спинити. Саме в цей момент Ло,

якого лаяв натовп і на якого преса писала злі сатири, нарешті втік із країни. Перед від'їздом він «зворушливо попросився» із герцогом Орлеанським. «Сір, — мовив Ло, — я визнаю, що припустився страшних помилок. Припустився їх тому, що я — лише людина, а всі люди схильні помилятися. Але я заявляю, що жодна з моїх дій не була продиктована лихими чи безчесними намірами і що нічого подібного ніколи не знайдуть серед мотивів усього мого поведження»²⁰⁰. Проте його дружині й доньці не дозволили залишити Францію, поки він був під слідством.

Тепер уже Міссісіпська бульбашка луснула, ніби її штиркнули шпагою, і по всій Європі було чути відлуння цього вибуху. Один голландський інвестор був настільки обурений, що спеціально замовив у Китаї цикл сатиричних розписів на тарілках. На одному з підписів читаємо: «О Боже! Мої акції нічого не варті!» Інший підпис іще відвертіший: «Торгівля лайновими акціями й повітрям». Інвестори з Амстердама сприймали компанію Ло як таку, що не торгувала нічим, істотнішим за повітря, — на відміну від голландської Ост-Індської компанії, яка постачала реальні товари: від прянощів до тканин. Як сказано в одному з віршиків на сатиричній голландській листівці:

Оце дивовижна земля Міссісіпі,

Що уславилась завдяки акціям,

Якими торгували хитро і по-шахрайськи,

Через що розтринькали всі її незліченні скарби,

Тож тепер люди вважають ці акції

Не більше ніж вітром і димом.

Цикл гумористично-алегоричних гравюр оприлюднили під назвою «Велика картина дурості»; на них були зображені голозаді біржові маклери, які поїдають монети і вивергають екскременти у вигляді міссісіпських акцій; навіжені інвестори, які шалено мчать на вулицю Кенкампуа, звідки їх забирають до божевільні; сам Ло, який безтурботно минає повітряні замки у повозці, котру тягнуть два брудні обскубані галльські півні²⁰¹.



Шаленство інвесторів, що придбали міссісіпські акції:
гравюра із циклу «Велика картина дурості» (1720–1721)

Ло не вдалося вибратися із цієї історії без фінансових втрат. Він залишив Францію майже з порожніми руками через своє парі з Лондондеррі про те, що акції Англійської Ост-Індської компанії впадуть до 180 фунтів. На квітень 1720 р. їхня ціна зросла до 235 фунтів, і тенденція тривала, бо інвестори, покинувши паризький ринок, відчалили до нібито більш безпечної гавані, якою здавався Лондон (котрий і сам переживав наслідки бульбашки, щоправда менш видовищної, Компанії Південних морів). На червень ціна вже становила 420 фунтів, трохи впавши до 345 фунтів у серпні, коли виходив термін парі Ло. Його лондонський банкір Джордж Мідлтон також збанкрутував, намагаючись виконати зобов'язання свого клієнта. Утім, втрати, яких зазнала Франція, були не лише фінансові. Бульбашка Ло луснула, безжально відкинувши Францію назад у фінансовому розвитку, на століття прививши французам відразу до паперових грошей і фондових бірж. Фіскальна криза французької монархії тривала, і до кінця правління Людовіка XV і його наступника Людовіка XVI фінансів упритул вистачало на утримання королівського двору, а монархія, кілька разів похитнувшись і спробувавши запровадити невдалі реформи, нарешті зазнала остаточного банкрутства, чим урешті-решт прискорила початок революції. Масштаби цієї катастрофи, мабуть, найкраще передав Бернар Пікар у детальній гравюрі «Пам'ятник нащадкам на згадку» (1721). Ліворуч зображено зубожілих голландських інвесторів, що похмуро юрмляться перед шпиталем, божевільнею і богадільнею. Але паризька сцена праворуч більш апокаліптична. Оголена Фортуна засипає міссісіпськими акціями й опціонами юрбу, що виринає з вулиці Кенкампуа, водночас індіанці тягнуть величезну колісницю, під колесо фортуни якої потрапив рахівник, а на задньому плані галасливо сваряться двоє чоловіків²⁰².



Бернар Пікар, «Пам'ятник нащадкам на згадку» (1721)

На противагу цьому, у Британії бульбашка, яка в той самий час роздулася на акціях Компанії Південних морів, була значно меншою і від неї постраждало не так багато людей (не в останню чергу завдяки тому, що ця компанія ніколи не контролювала Банк Англії, як Ло контролював Королівський банк). По суті, схема Компанії Південних морів, розроблена його англійським колегою Джоном Блантом, своїм завданням мала конвертувати різноманітні урядові борги (більшість із яких була нажита під час війни за іспанську спадщину) в акції компанії, створеної, щоб монополізувати торгівлю з Іспанською імперією в Південній Америці. Узгодивши конвертаційні ціни щорічних рент та інших боргових інструментів, директори Компанії Південних морів уже готувалися отримувати прибуток, їм лишалося тільки переконати нинішніх власників урядових облігацій приймати акції Компанії Південних морів за високою ринковою ціною, адже таким чином у директорів ще залишився б надлишок акцій, які вони змогли б виставити на публічний продаж²⁰³. І їм це вдалося, завдяки тим самим хитроцям, до яких Ло вдавався в Парижі. Акції пропонували громадськості в чотирьох випусках, їхня ціна поступово зростала з 300 фунтів за акцію у квітні 1720 р. і до 1000 фунтів у червні. Було дозволено платити частинами. Для придбання акцій пропонували позики. Виплачували щедрі дивіденди. Невдовзі на зміну «ейфорії» прийшла «манія»; за спостереженнями поета Александра Поупа, було «ганебно (в цю Добу надії та золотих гір) не ризикнути»²⁰⁴.

Проте, на відміну від Ло, Блант і його колеги мали зважати на конкуренцію з боку Банку Англії, який вимагав підвищення ставок для отримувачів щорічних виплат. На відміну від Ло, вони також мали зважати на політичну опозицію в Парламенті з боку вігів, а це означало, що вони мусили витратитися на хабарі, щоб забезпечити прихильність законодавців (один лише заступник міністра фінансів заробив 249 тис. фунтів на своїх акційних опціонах). Також, на відміну від Ло, вони не могли завоювати монополістичні позиції на фондовому й кредитному ринках. Навпаки, у 1720 р. спостерігався такий наплив нових компаній (усього 190), які прагнули заробити капітал, що директорам Компанії Південних морів довелося звернутися до своїх прибічників у парламенті, щоб ті ухвалили закон, який увійшов в історію під назвою «Акт про бульбашки» з метою обмежити можливість заснування нових компаній²⁷. Водночас, коли через третій випуск акцій Компанії Південних морів було перевищено наявні на

ринку грошові ресурси, дирекція не мала засобів для того, щоб накачати ринок додатковою готівкою; фактично 24 вересня банк компанії під назвою «Компанія Леза» врешті-решт збанкрутував. (На відміну від банкнот Банку Англії та Королівського банку, випущені ним банкноти не були визнаним засобом оплати). За травневою і червневою «манією», після короткого липневого «знесилення» (коли інсайдери й іноземні спекулянти отримали свій прибуток), у серпні настала паніка. «Більшість людей очікували, що цей момент настане, — скаржився бідолашний і значно бідніший, ніж раніше, Поуп, — але ніхто не був готовий до цього так швидко, ніхто не думав, що це прийде так несподівано, як злодій уночі, саме так, як приходить смерть»²⁰⁵.

Утім, шкода внаслідок вибуху цієї бульбашки була менш фатальна, ніж від бульбашки по той бік Ла-Маншу. Від початку і до піку ціни на акції Компанії Південних морів зросли в 9,5 раза, тоді як міссісіпські акції зросли в 19,6 раза. Інші акції (Банку Англії та Англійської Ост-Індської компанії) зросли значно менше. Коли ціни на акції в Лондоні повернулися назад на землю, фінансова система не була вражена тривалою системною кризою, якщо не брати до уваги обмеження на заснування нових акціонерних компаній, запроваджене Актом про бульбашки. Навіть Компанія Південних морів існувала й далі: конвертацію державного боргу не було зупинено; зарубіжні інвестори не відвернулися від англійських цінних паперів²⁰⁶. Тоді як уся Франція була вражена інфляційною кризою, запущеною Ло, крах Компанії Південних морів майже не торкнувся провінційної Англії²⁰⁷. У цій повісті про дві бульбашки саме французи пережили найгірші часи.

«Бики» й «ведмеді»

Професор економіки Єльського університету Ірвінг Фішер 16 жовтня 1929 р. заявив, що ціни акцій США, «здається, сягнули постійного рівня високого плато»²⁰⁸. Через дев'ять днів, у «чорний четвер», Промисловий індекс Доу-Джонса впав на 2 %. Вважається, що це було початком краху на Волл-стріт, хоча насправді ринок поступово знижувався від початку вересня і ще 23 жовтня зазнав різкого падіння на 6 %. У «чорний понеділок» (28 жовтня) він провалився на 13 %, а наступного дня — ще на 12 %. Упродовж наступних трьох років фондовий ринок США знизився на приголомшливі 89 %, сягнувши найнижчої точки в червні 1932 р. Індекс зміг повернутися до рівня піку 1929 р. лише в листопаді 1954 р. Ще погіршувало ситуацію те, що падіння цін на активи збіглося в часі з найсерйознішою економічною депресією в історії (якщо не стало її причиною). У США випуск продукції впав на третину. Безробіття зачепило чверть, навіть третину цивільної робочої сили, якщо використовувати сучасні визначення. Це стало глобальною катастрофою, адже ціни і випуск продукції впали майже в усіх економіках світу, хоча лише в Німеччині падіння було таким само серйозним, як у США. Світова торгівля скоротилася на дві третини, через те, що країни даремно намагалися відгородитися тарифними бар'єрами і квотами на імпорт. Міжнародна фінансова система розвалилася під тиском боргових дефолтів, контролю за капіталами і знецінення валют. Не зачепило лише Радянський Союз із його автаркічною плановою економікою. Чому все це трапилось?

Деякі фінансові катастрофи мають очевидні причини. Існує думка, що значно гіршого краху ринок зазнав наприкінці липня 1914 р., коли початок Першої світової війни настільки прискорив загальне падіння на головних фондових біржах світу (включно з нью-йоркською), що вони просто закрилися. І залишалися закритими від серпня 1914-го до кінця року²⁰⁹. Але це був наслідок початку світової війни, який вразив фінансові ринки як грім серед ясного неба²¹⁰. Жовтневий крах 1929 р. пояснити значно складніше. На першій сторінці «Нью-Йорк таймс» напередодні «чорного четверга» були статті про відставку французького прем'єра Аристиди

Бріана і про голосування в Сенаті США про мита на імпортовані хімікати. Іноді, аналізуючи причини Великої депресії, історики вказують на глухий кут, у який зайшли переговори про повоєнні репараційні виплати Німеччині, а також на зростання протекціонізму в Америці. Але на першій сторінці також було щонайменше чотири згадки про штормовий вітер, від якого напередодні серйозно постраждало східне узбережжя²¹¹. Можливо, історикам варто звинуватити погану погоду в краху на Волл-стрит. (Це може бути не таким уже й надуманим припущенням. Багато ветеранів лондонського Сіті ще пам'ятають, що «чорний понеділок» — 19 жовтня 1987 р. настав після штормових вітрів, які напередодні, у п'ятницю, несподівано вдарили по південно-східному узбережжю Англії).

Сучасники відчували, що криза мала психологічний характер. У своєму інавгураційному зверненні президент Франклін Рузвельт стверджував, що все, чого американцям варто боятися, — так це «самого страху». Джон Мейнард Кейнс говорив про «помилки, спричинені невловимими витівками розуму». Утім, вони обидва побіжно згадали, що криза частково була спричинена фінансовими помилками. Рузвельт таврував «безвідповідальних мініяйл» із Волл-стрит; а Кейнс у своїй «Загальній теорії» порівняв фондову біржу з казино.

До певної міри, можна стверджувати, що Велика депресія корінням сягала глобальних економічних зміщень, спричинених ще попередньою кризою 1914 р. Упродовж Першої світової війни розвинулося виробництво сільськогосподарської та промислової продукції за межами Європи. Коли після настання миру європейське виробництво повернулося на свої рейки, відбувалося хронічне перевиробництво, через яке ціни на базові товари значно знизилися ще задовго до 1929 р. У такій ситуації країнам із великими зовнішніми воєнними боргами (в тому числі й обтяженій репараціями Німеччині) стало ще важче заробляти тверду валюту, необхідну для виплати відсотків зарубіжним кредиторам. Через війну в більшості країн-учасниць бойових дій активізувалися профспілкові рухи, тому роботодавцям стало важче скорочувати зарплати у відповідь на падіння цін. Оскільки можливості для отримання прибутку значно скоротилися через підвищення реальних зарплат, фірми були змушені звільняти працівників, бо інакше взагалі збанкрутували б. Утім, фактом залишається те, що на час початку Великої депресії економіка США (країни, котра стала епіцентром кризи) за багатьма показниками була в цілком задовільному стані. У таких компаніях, як виробники нейлону

«Дюпон» (DuPont), мила й прального порошку «Проктер енд Гембл» (Procter & Gamble), косметики «Ревлон» (Revlon), обчислювальних машин «Ай-бі-ем» (IBM), а також лідера у сфері радіомовлення «Ар-сі-ей» (RCA), не було нестачі в технічних інноваціях, які підвищували продуктивність виробництва. «Головною причиною того, що ми сподівалися на зростання прибутків у майбутньому, — доводив єльський професор Ірвінг Фішер, — було те, що ми в Америці, як ніколи раніше, використовували у виробництві науку і винаходи»²¹². Управлінські практики також були вдосконалені, завдяки таким персонам, як Альфред Слоан із «Дженерал моторз» (General Motors).

Утім, можливо, саме ці переваги ініціювали зсув, який запустив класичну біржову бульбашку. Зовнішнім спостерігачам, таким як Фішер, могло справді здаватися, що обмежень не існує, адже дедалі більше американських домогосподарств прагнули забезпечити себе автомобілями і товарами тривалого користування, які стали доступними завдяки кредитам на виплат. Акції компанії «Ар-сі-ей», стовпа радіомовлення 1920-х рр., зросли на запаморочливі 939 % у період із 1925 до 1929 р., показник ціна—прибуток дорівнював 73 на піку зростання²¹³. «Ейфорія» стимулювала хвилю первинних публічних розміщень; у 1929 р. було випущено акцій на суму 6 млн доларів, випуск шостої частини цих акцій припав на вересень. Поширювалися нові фінансові інституції, які стали відомі під назвою «інвестиційні трасти», створені для того, щоб капіталізувати прибутки від буму на фондовій біржі. (8 серпня 1929 р. в компанії «Голдман Сакс» оголосили про план розширення — створення Торгової корпорації «Голдман Сакс»; якщо б ця корпорація не була створена як незалежна окрема структура, її крах у наступні роки цілком міг би потягнути за собою і падіння самої компанії «Голдман Сакс»). Водночас, багато дрібних інвесторів (як і сам Ірвінг Фішер) поклалися на використання кредитів, щоб збільшити свою присутність на фондовій біржі, беручи брокерські позики (які зазвичай давали не банки, а самі корпорації) для купівлі акцій за маржинальним принципом, таким чином сплачуючи своїми грошима лише частину ціни. Як у 1719-му, так і в 1929 р. знайшлися безпринципні інсайдери, як-от Чарльз Мітчелл із «Найшінел сіті бенк» (National City Bank) чи Вільям Крапо Дюран із «Дженерал моторз», а також метикуваті аутсайдери, як Граучо Маркс²¹⁴. Як і в 1719 р., потоки спекулятивного іноземного капіталу, що циркулювали між фінансовими ринками, доклалися до збільшення кількості та поширення акцій. І так само, як і в 1719 р., дії представників фінансової влади визначили масштабність

бульбашки, а також наслідки, до яких призвів її вибух.

У дослідженні, яке, ймовірно, є найважливішою працею з американської економічної історії, Мілтон Фрідман і Анна Шварц стверджують, що головна відповідальність за те, що криза 1929 р. вилилася у Велику депресію, лежить на Федеральній резервній системі (ФРС)²¹⁵. Вони не звинувачували Систему у створенні бульбашки, переконуючи, що завдяки Бенджаміну Стронгу, який очолював Федеральний резервний банк Нью-Йорка, було досягнуто розумного балансу між зовнішнім зобов'язанням США підтримувати відновлений золотий стандарт і внутрішнім зобов'язанням підтримувати стабільні ціни. Можливо, спинивши наплив великої кількості золота до США (що запобігло розширенню грошових запасів), ФРС не дала бульбашці ще більше розростися. Також нью-йоркський Федеральний резервний банк оперативно відреагував на жовтневу паніку 1929 р., провівши масштабні (і несанкціоновані) операції на відкритому ринку (купуючи облігації у фінансовому секторі), щоб додати ринку ліквідності. Проте після смерті Стронга від сухот у жовтні 1928 р. головну роль у монетарній політиці почала відігравати Рада ФРС у Вашингтоні, наслідки цього були катастрофічні. По-перше, майже нічого не було зроблено, щоб протидіяти скороченню грошових запасів, спричиненому провалами банківської системи. Ця проблема проявилася ще за декілька місяців до краху фондової біржі, коли комерційні банки, у кожному з яких розміщалися вклади на понад 80 млн доларів, припинили виплати. Проте це явище досягло критичної точки в листопаді–грудні 1930 р., коли збанкрутувало 608 банків, сукупна сума вкладів у яких дорівнювала 550 млн доларів, серед них був і Банк США, на який припадала понад третина від загальних вкладів. Провал переговорів про злиття, яке могло б урятувати Банк США, став критичним моментом в історії Великої депресії²¹⁶. По-друге, до 1913 р., до створення ФРС, така криза спричинила б обмеження на конвертацію банківських вкладів у золото. Проте ФРС тільки погіршила ситуацію, коли було вирішено зменшити кількість невиплачених кредитів (грудень 1930 — квітень 1931 р.) Це змусило дедалі більше банків продавати свої активи, несамовито намагаючись знайти більше готівки, через що ціни на облігації впали і загальна ситуація погіршилася. Під час наступної хвилі банківських крахів у лютому–серпні 1931 р. вклади в комерційних банках упали на 2,7 млрд доларів, тобто на 9 % від загальної кількості²¹⁷. По-третє, коли Британія у вересні 1931 р. відмовилась від золотого стандарту, змусивши іноземні банки панічно конвертувати доларові запаси в золото, ФРС у два етапи

підвищила облікову ставку до 3,5 %. Це спиноло відтік готівки за межі країни, але ще більше американських банків дійшли до межі: у період із серпня 1931 до січня 1932 р. 1860 банків із вкладами на 1,45 млрд доларів зазнали краху²¹⁸. Утім, ФРС мала вдосталь запасів золота. Напередодні того, як фунт звільнився від золотого стандарту, запаси золота США сягнули максимуму, що дорівнював 4,7 млрд доларів — майже 40 % світових запасів. Навіть у жовтні того року, коли запаси були мінімальні, резерви золота ФРС на понад 1 млрд доларів перевищували необхідну для покриття кількість²¹⁹. По-четверте, лише у квітні 1932 р. в результаті серйозного політичного тиску ФРС спробувала провести широкомасштабні операції на відкритому ринку, що було першим значним кроком на шляху протидії кризі ліквідності. Та навіть цього було недостатньо, щоб запобігти останній хвилі банківських крахів в останньому кварталі 1932 р., що спричинило перші загальнонаціональні «банківські вихідні» — тимчасове закриття всіх банків²²⁰. По-п'яте, коли поширилися чутки про те, що адміністрація нового президента Рузвельта планує знецінити долар, це призвело до того, що внутрішні й іноземні вкладники знову взялися переводити долари в золото, тож ФРС ще раз підвищила облікову ставку, підготувавши підґрунтя для загальнонаціональних «банківських вихідних», проголошених Рузвельтом 6 березня 1933 р., через два дні після інавгурації, — це були вихідні, після яких 2 тис. банків так ніколи й не відкрилися²²¹.

Нездатність Федеральної резервної системи відвернути крах 10 тис. банків стала фатальною не лише через те, що викликала шок у споживачів, які втратили свої вклади, чи акціонерів, які лишилися без акцій, але й через ширший вплив на грошову масу й пропозицію кредитів. У 1929–1933 рр. громадськості вдалося збільшити свої грошові запаси на 31 %; резерви комерційних банків майже не змінилися (насправді ті банки, яким вдалося встояти, нагромадили навіть надлишкові резерви); але вклади в комерційні банки зменшилися на 37 %, а позики — на 47 %. В абсолютних показниках можна побачити небезпечну динаміку «великого скорочення». Кількість готівки в людей на руках збільшилася на 1,2 млрд доларів зі скорочення банківських вкладів на 15,6 млрд і банківських позик на 19,6 млрд, що дорівнювало 19 % ВВП 1929 року²²².

Свого часу академічних істориків нудило навіть від згадок про те, що з історії можна засвоїти якісь уроки. Економістам це відчуття невідоме, тож два покоління цих фахівців намагалися пояснити причини Великої депресії саме для того, щоб уникнути її повторення. З усіх уроків завдяки

колективним зусиллям економістів цей залишається найважливішим: невідповідна чи негнучка грошова політика на початку різкого падіння цін на активи може перетворити коригування на рецесію, а рецесію — на депресію. На думку Фрідмана і Шварц, Федеральна резервна система ще з 1929 р. і надалі мала докладати всіх зусиль, щоб додати ліквідності банківській системі, за будь-якої можливості вдаючись до операцій на відкритому ринку, а також розширювати, а не скорочувати позики, використовуючи дисконтне вікно. Вони також вважають, що потрібно було менше уваги приділяти відтоку золота. Не так давно дехто доводив, що проблема була в самому золотому стандарті міжвоєнного періоду, який, по суті, і розповсюдив кризу по всьому світу (можна згадати валютну і банківську кризу в Європі 1931 р.)²²³. Здається, із другого уроку історії можна засвоїти те, що стабільний курс валюти не є аж таким благом, щоб досягати його шляхом внутрішньої дефляції. Якщо сьогодні хтось сумнівається в тому, що з історії можна засвоїти якісь уроки, хай лише порівняє написане в академічних дослідженнях із нещодавніми діями нинішнього голови Федеральної резервної системи²²⁴.

Історія про «товсті хвости»

Іноді найважливішими історичними подіями є ті, що не трапилися. Економіст Гайман Мінскі добре сформулював своє спостереження: «Найвидатнішою економічною подією часів після Другої світової війни стала та, що так і не відбулася: тоді не відбулося глибокої, затяжної депресії»²²⁵. Це насправді дивовижно, адже тоді у світі не бракувало «чорних днів».

Якщо б рух індексів фондової біржі можна було статистично розподілити за тим самим принципом, що і людський зріст, у нас навряд чи траплялися б такі дні. Більшість із них скупчилися б біля середнього показника, і лише незначна кількість опинилася б на найвищих чи найнижчих показниках. Зрештою, не так багато є людей, зріст яких є нижчим за 120 см або вищим за 240 см. Якщо я намалюю гістограму, на якій, відповідно до частотності, буде зафіксований зріст студентів чоловічої статі на моєму курсі з історії фінансів, у результаті вийде класична дзвоноподібна крива, на якій майже всі показники скупчаться на позначках ± 13 см від середнього для США показника чоловічого зросту — 178 см. Але на фінансових ринках усе буде по-іншому. Якщо ви фіксуватимете на графіку щомісячні показники руху індексу Доу-Джонса, ви не побачите ніякого скупчення навколо середньостатистичних показників, також буде значно більше підйомів і падінь, що наблизатимуться до найвищих і найнижчих показників — те, що в статистиці зветься «товстими хвостами». Якби рухи фондової біржі відповідали «нормальному розподілу» чи дзвоноподібній кривій, як-от щодо людського зросту, то щорічне падіння на 10 % чи більше траплялося б не частіше, ніж раз на 500 років, тоді як з індексом Доу-Джонса це трапляється що п'ять років²²⁶. А падіння фондових бірж на 20 % і більше були б просто нечуваними (як і люди 30 см на зріст), насправді ж такі падіння за останнє століття відбувалися дев'ять разів.

«Чорного понеділка» 19 жовтня 1987 р. індекс Доу-Джонса впав на страхотливі 23 % — це був один із чотирьох днів, коли індекс упав на понад 10 % лише за одну торгову сесію. Наступного ранку на першій шпальті «Нью-Йорк таймс» усе було сказано в одному запитанні: «Чи 1987-й стане

1929 р.?». Як із неба на землю — індекс упав майже на третину, втрати в ціні американських акцій становили майже трильйон доларів. Тоді багато сперечалися, з'ясовуючи причини цього краху. Федеральна резервна система попереднього місяця і справді підвищила облікову ставку з 5,5 до 6 %. Але офіційно створена оперативна група, очолена Ніколасом Брейді, звинувачувала в катастрофі «механічні операції, не чутливі до змін у ціні, які здійснювала [невелика] кількість інституцій, використовуючи стратегії, покликані захистити власні інтереси, і невелика кількість груп фондів взаємних інвестицій, що таким чином реагували на викупи», а також «низка інституцій, налаштованих на агресивний продаж, які намагалися якомога більше продавати, в очікуванні дальшого падіння ринку». Ситуація ще погіршилася, коли на Нью-Йоркській фондовій біржі зламалася автоматична система відображення операцій. У цій ситуації дуже зарадив би «автоматичний вимикач», який міг би припинити продажі на ф'ючерсних і опціонних ринках²²⁷. Проте важливішим є те, що відбулося, — а точніше що не відбулося — далі. Незважаючи на погані передчуття лорда Ріс-Могга та інших, не було ніякої Великої депресії 1990-х років²²⁸. Не було навіть рецесії 1988 р. (помірна рецесія мала місце лише в 1990–1991 рр.) Минуло трохи більше за рік після «чорного понеділка», й індекс Доу-Джонса повернувся на позиції, на яких перебував до краху. За це, безперечно, треба подякувати головним банкірам, зокрема тоді ще новому голові Федеральної резервної системи Алану Грінспену, який лише за два місяці до цих подій замінив на цій посаді Пола Волкера. Грінспен швидко і результативно відповів на крах «чорного понеділка». У своєму стислому виступі 20 жовтня він підтвердив, що ФРС «готова стати джерелом ліквідності, щоб підтримати економічну і фінансову систему», що стало для ринків, зокрема для нью-йоркських банків, сигналом, який сповіщав: якщо справи підуть зовсім погано, він готовий їх виручити²²⁹. ФРС, агресивно скуповуючи урядові облігації на відкритому ринку, накачувала систему такою необхідною їй готівкою, лише за шістьнадцять днів вартість позик від ФРС знизилась на майже 2 %. Волл-стрит змогли реанімувати. Те, що Мінські назвав «Воно», — так і не трапилося.

Грінспен, спромігшись одного разу стримати паніку, ніяк не міг позбутися дилеми, до якої він відтоді час від часу повертався подумки: чи варто наступного разу діяти на випередження, щоб запобігти будь-якій паніці. Ця дилема вийшла на передній план, коли в середині 1990-х рр. на обрії роздулася класична біржова бульбашка. Цього разу «зсувом» став вибух інновацій в індустрії комп'ютерних технологій і програмного забезпечення,

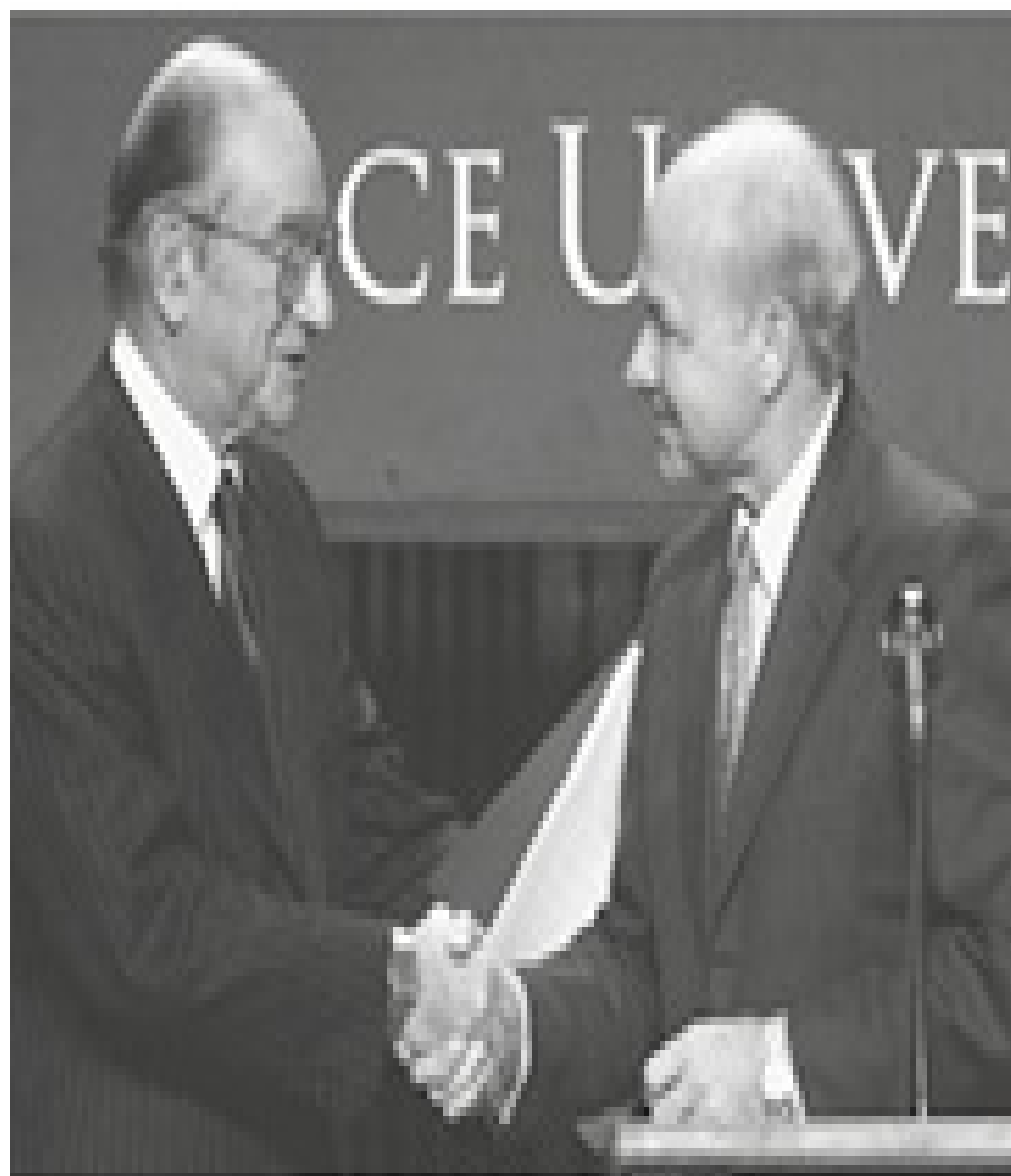
у часи поєднання персональних комп'ютерів з інтернетом. Але, як і з рештою бульбашок в історії, не останню роль тут відіграла послужлива монетарна політика. Цільова ставка²⁸ Федерального резервного фонду зі свого максимуму в 6 % у червні 1995 р. була знижена до 5,25 % (січень 1996 — лютий 1997). Її підвищили до 5,5 % у березні 1997 р., але потім знову знизили до 4,75 % у кілька етапів із вересня по листопад 1998 р., на такому рівні вона лишалася аж до травня 1999 р., до того часу Доу-Джонс перейшов позначку 10 000 пунктів. Ставку підвищили лише в червні 1999 р.

Чому ФРС дозволила розгулятися «ейфорії» у 1990-х рр.? Сам Грінспен вважав за свій обов'язок попередити про надмірне «іраціональне захоплення» на біржі ще 5 грудня 1996 р., невдовзі після того, як індекс Доу-Джонса зріс вище за 6000 пунктів²⁹. Утім, підвищення ставки на чверть пункту в березні 1997 р. навряд чи було достатнім для того, щоб зменшити це захоплення. Почасті причиною було те, що Грінспен і його колеги, здається, недооцінили імпульс технологічної бульбашки. Ще у грудні 1995 р., коли індекс Доу-Джонса минув позначку 5000 пунктів, члени Комітету Відритого ринку ФРС припустили, що ринок, імовірно, наближається до свого піку³⁰. Певною мірою це трапилося тому, що Грінспен вважав, що ФРС може не перейматися зростанням цін активів, його справа — інфляція у сфері споживчих цін; а вона, вважав він, зменшувалася, завдяки значним удосконаленням у засобах виробництва, які уможливив технічний бум³¹. Почасті, як це нерідко буває з біржовими бульбашками, причиною був міжнародний тиск — у цьому випадку криза, що загострилася через борговий дефолт Росії в серпні 1998 р. і вимагала контрзаходів³². Почасті причиною було те, що Грінспен із колегами більше не вважали, що до обов'язків ФРС входить «забирати чаші з пуншем із чужих вечірок», якщо вжити вираз одного з його попередників Вільяма Макчесні Мартіна-молодшого³³. Віддамо належне Грінспену, його «вчасна монетарна політика», безперечно, відвернула біржовий крах. Йому вдалося уникнути не лише повторення 1930-х рр., а і японського досвіду, коли Центральний банк навмисне «проколов» бульбашку на ринку активів, що спричинило на біржі масштабний розпродаж 80 % акцій, а також десятиліття економічного застою. Але за цю стратегію також довелося розплачуватися. Уже не вперше в історії фондової біржі бульбашка цін на активи створила ідеальні умови не лише для надмірного захоплення, а й для лиходійства.

Декому з особливо занепокоєних спостерігачів дев'яності зловісно нагадували повернення розгульних двадцятих, і справді, траєкторія фондових ринків 1990-х рр. була майже ідентичною до траєкторії 1920-х рр. Однак за деякими ознаками вони більше нагадували 1720-ті рр. Як Міссісіпська компанія Джона Ло створила бульбашку, із котрої розпочалося XVIII ст., так інша компанія доклалася до творення бульбашки, котрою завершиться XX ст. Ця компанія обіцяла своїм інвесторам багатства, про які вони навіть і не мріяли. Ця компанія переконувала, що винайшла цілком нову фінансову систему. Вона цілком скористалася своїми бездоганними політичними зв'язками, щоб злетіти на саму верхівку ринку в часи переваги «биків». Шість років поспіль (1996–2001) журнал «Форчун» (Fortune) називав цю компанію «Найінноваційнішою компанією Америки». Йдеться про компанію «Енрон» (Enron).

У листопаді 2001 р. Алан Грінспен отримав престижну нагороду, яку на той час уже мали такі відомі особи, як Михаїл Горбачов, Колін Пауелл і Нельсон Мандела. Це була премія компанії «Енрон» за видатні досягнення на службі громадськості. Грінспан безперечно заслужив це визнання. Із лютого 1995 р. до червня 1999 р. він лише один раз підвищив облікову ставку. Трейдери навіть заговорили про «Грінспенову угоду», адже для них його перебування на посаді голови ФРС дорівнювало отриманню пут-опціонів на біржі (що означало можливість, але не зобов'язання продавати акції за високу ціну в майбутньому). Проте від середини січня 2000 р. на американській фондовій біржі почався спад, що зі значним спізненням стало підтвердженням Грінспенового попередження про «ірраціональне захоплення». Тоді, на відміну від 1987 р., обійшлося без «чорного дня». Насправді, коли ФРС поетапно зрізала облікову ставку з 6,5 до 3,5 % у серпні 2001 р., здавалося, що для економіки підготували м'яку посадку, найгірше, що могло статися, — це короткий період рецесії. А тоді, без усяких попереджень, над Нью-Йорком зійшов «чорний день» — цього разу не через крах на біржі, а через дві умисні авіакатастрофи. На тлі розмов про війну й страх перед закриттям біржі, як це було в 1914 р., Грінспен знову зрізав облікову ставку: із 3,5 до 3 %, а потім ще і ще — досягнувши у червні 2003 р. історичного мінімуму — 1 %. Після подій 11 вересня ФРС влила в економіку більше ліквідності, ніж пожежники вилили води на Мангеттені. Але це не врятувало «Енрон». За два тижні після того, як Грінспен отримав нагороду від «Енрону», 2 грудня 2001 р., компанія оголосила про своє банкрутство.

Схожість між кар'єрами Джона Ло, винного у створенні міссісіпської бульбашки, і Кеннета Лея, виконавчого директора «Енрону», неймовірна, якщо не сказати більше. Філософський камінь дозволив Джону Ло «видобувати золото з паперу». Кену Лею він дозволив «видобувати золото з газу». До планів Ло входило докорінно змінити систему урядових фінансів Франції. До планів Лея — докорінно змінити глобальну енергетичну галузь. Роками в цій індустрії домінували великі комунальні компанії, які фізично постачали енергію: подавали газ і генерували електроенергію, а також продавали її споживачам. Великою задумкою Лея, яку йому підказав консультант із «Маккінзі» (McKinsey) Джеффри К. Скіллінг, було створення чогось на зразок «енергетичного банку», який би став посередником між постачальниками і споживачами²³⁴. Син бідного проповідника з Міссурі Лей, так само, як і Ло, походив із провінції, так само, як і компанія «Енрон», яка спочатку була невеличкою газовою компанією з Омахи, що в штаті Небраска. Саме Лей перейменував компанію³⁰ і переніс її штаб-квартиру до Г'юстона, штат Техас. Як і Ло, Лей мав друзів-високопосадовців. Президент Джордж Буш-старший, який і сам тривалий час був залучений до техаської енергетичної промисловості, у 1992 р. підтримав закон, за яким відбувалася дерегуляція галузі, а також скасовувався державний контроль за цінами. Майже три чверті політичних внесків «Енрону» на суму 6,6 млн доларів були витрачені на Республіканську партію, в тому числі 350 тис. доларів, які Лей із дружиною витратили на президентські вибори 2000 р. Сенатор Філ Грем був другим за значенням отримувачем внесків від «Енрону» під час передвиборчої кампанії 1996 р., а також великим прихильником енергетичної дерегуляції в Каліфорнії.



Алан Грінспен і Кеннет Лей

На кінець 2000 р. «Енрон» був четвертою за величиною компанією США, на яку працювало близько 21 тис. людей. Вона контролювала чверть підприємств США, пов'язаних із природним газом. На глобальній хвилі приватизації енергетичної галузі ця компанія скуповувала активи по всьому світу. Лише в Латинській Америці вона відстоювала свої інтереси в Колумбії, Еквадорі, Перу та Болівії, звідки «Енрон» через цілий континент проклав свій трубопровід до Бразилії. В Аргентині, завдяки втручання особистого друга Лея — президента Джорджа Буша-молодшого, «Енрон» придбав контрольний пакет найбільшої у світі мережі газопроводу. Утім, найважливіше, що «Енрон» торгував не лише енергією, а й практично всіма давніми природними стихіями: землею, водою, вогнем і навіть повітрям. У компанії стверджували, що можуть торгувати через інтернет. Ніби в кадрах із фільму «Афера», банківських аналітиків проводили фальшивими торговими залами, де перед комп'ютерами нібито працювали трейдери, вдаючи, що укладають угоди в інтернеті. Міссісіпська компанія ніби знову відродилася. І так само, як у 1719 р., інвестори не могли встояти перед обіцяною винагородою. За три роки, що минули з 1997 р., акції «Енрону» зросли майже вп'ятеро: із менше за 20 до понад 90 доларів. Для керівництва «Енрону», яке щедро «стимулювали» опціонами на акції, винагорода була ще більшою. В останній рік свого існування «Енрон» виплачував кожному зі 140 директорів найвищої керівної ланки в середньому по 5,3 млн доларів. Різко злетіли вгору продажі автомобілів класу люкс. Так само як і нерухомість у престижному районі Г'юстона Рівер-Оукс. «Я багато міркував над цим, — зауважив Скіллінг, який у 1997 р. став головним операційним директором “Енрону”, — і зрозумів, що лише гроші мають значення... Гроші куплять вам відданість. Увесь цей прояв емоцій — ніщо проти готівки. Ось що керує виставою»²³⁵. «В “Енроні” ви отримували декілька базових річних зарплат, — пригадувала Шеррон Воткінс, коли я зустрівся з нею біля нині порожньої г'юстонської штаб-квартири «Енрону». — Якщо ви отримували лише відсоток до базової зарплати, навіть якщо йшлося про 75 %, вас просто зневажали. Ні, відсотки, ви, звісно, також отримували. Але вам потрібно було кілька зарплат. Вам хотілося дві річні базові зарплати, три, навіть чотири базові річні зарплати як преміальні»²³⁶. На піку ейфорії у квітні 1999 р. бейсбольна команда «Г'юстон астрос» (Houston Astros) навіть перейменувала свій стадіон на «Енрон-філд» (EnronField).

Єдиною проблемою було те, що, як і Система Джона Ло, «система» «Енрону» була хитромудрим шахрайством, в основі якого лежали ринкові махінації й підроблені звіти. На плівках, оприлюднених у 2004 р., можна почути, як трейдери «Енрону» просять представника компанії «Ель-Пасо-електрик» (El Paso Electric) закрити виробництво, щоб утримати високі ціни. Ще в одній розмові згадуються «усі гроші, які ви, хлопці, поцупили в бідних каліфорнійських бабусь». Результатом таких махінацій стали не лише високі ціни, які прагнули втримати в «Енроні», а й масштабні відмикання електроенергії. Лише через шість місяців після того, як дерегуляційний закон вступив у силу, Каліфорнія пережила не менше від 38 відмикань електроенергії. (Ще на одній плівці трейдери дивляться по телевізору новини про лісові пожежі в Каліфорнії та вигукують: «Гори, гори, крихітко!», коли бачать, як гнуться й падають стовпи ліній електропередач). Навіть зважаючи на всі ці шахраювання, декларовані «Енроном» активи та прибутки були дуже завищені, а борги і втрати приховувалися в так званих компаніях особливого призначення, інформація про які не відображалася у зведених фінансових звітах. Щокварталу керівництву компанії доводилося напускати дедалі більше туману, щоб видавати втрати за значні прибутки. Скіллінг спромігся зійти високо кар'єрними сходами, завдяки використанню нових фінансових технологій, як-от облік за поточним курсом (mark-to-market) і сек'юритизація боргів. Але навіть фінансовий директор Ендрю Фастоу не міг вічно видавати втрати за прибутки, особливо зважаючи на те, що тепер він використовував компанію особливого призначення із відповідною назвою «Чьюко інвестментс» (Chewco Investments), щоб наповнювати кишені собі та іншим директорам. Особливо великих грошових втрат на середину 1990-х рр. зазнав міжнародний бізнес «Енрону», найвідомішим прикладом було скасування масштабного проекту з вироблення електроенергії в індійському штаті Магараштра. Обороти першої системи з торгівлі сировиною в інтернеті були доволі високі, але чи давала вона прибуток? У Г'юстоні «ейфорія» вже спадала, інсайтери відчували перші симптоми «втоми». Компанії особливого призначення Фастоу діставали дедалі більш промовисті назви: «Хижий птах I» (Raptor I), «Пазур» (Talon). Він та інші директори нишком позбулися акцій «Енрону» на суму 924 млн доларів, коли справи ще йшли непогано.

Інвесторів переконали, що невдовзі ціна акцій «Енрону» підскочить до 100 доларів. Проте, коли 14 серпня 2001 р. Скіллінг несподівано («за особистими обставинами») оголосив про відставку, ціна обвалилася і

становила менше за 40 доларів. Того ж місяця Шеррон Воткінс написала Лееві листа, у якому висловила занепокоєння, що «Енрон» може «захлинутись у хвилі бухгалтерських скандалів». Саме так і трапилося. «Енрон» 16 жовтня звітував про 618 млн доларів збитків у третьому кварталі, а також про зменшення акціонерного капіталу на 1,2 млрд доларів. Через вісім днів, коли ще тривало розслідування Комісії із цінних паперів і бірж, Фастоу звільнився з посади фінансового директора. Уже 8 листопада компанію зобов'язали переглянути звіти про прибутки за останніх п'ять років; виявилось, що вони були завищені на 567 млн доларів. Коли 2 грудня компанія «Енрон» подала документи на визнання її банкрутом, з'ясувалося, що в перевірених аудиторами балансових звітах довгостроковий борг компанії було занижено на 25 млрд доларів: фактично він становив не 13 млрд, а цілих 38 млрд. Отепер «втома» переросла у «відразу», а їй на п'яти вже наступала паніка. На кінець 2001 р. акції «Енрону» коштували 30 центів.

У травні 2006 р. Лея визнали винним за всіма десятима пунктами звинувачення, серед іншого: злочинна змова, неправдиві свідчення, шахраювання із цінними паперами і банківське шахрайство. Скіллінга визнали винним за 18 із 27 пунктів. Лей помер під час відпустки в Аспені, штат Колорадо, ще до виголошення вироку. Скіллінга засудили до 24 років і 4 місяців ув'язнення, а також наказали виплатити 26 млн доларів пенсійному фонду «Енрону». Загалом у справі «Енрону» 16 осіб визнали себе винними, а ще 5 (поки що) визнав винними суд. Через скандал було знищено компанію «Артур Андерсен» (Arthur Andersen), що проводила аудит «Енрону». Проте головними жертвами стали звичайні працівники і дрібні акціонери, чий заощадження перетворилися на дим, стали повітрям, як і мільйони ліврів, утрачених під час краху Міссісіпської компанії.

Винайдена майже 400 років тому акціонерна компанія з обмеженою відповідальністю є насправді дивовижною інституцією, так само, як і фондова біржа, на якій можна купляти і продавати участь у такій компанії. А втім, упродовж усієї історії фінансів шахрайські компанії траплялися не частіше за нерозважливу поведінку на ринках. Тут одне пов'язане з другим, адже саме тоді, коли «бики» безтямно кидаються врозтіч, виявляється, що хтось просто обкрутив людей навколо пальця. Проте головну роль майже завжди відіграють банкіри центрального банку: саме вони мають стати пастухами, що скеровують стадо. Безсумнівно, Ло ніколи б не досягнув того, чого прагнув, без Королівського банку. Так само безсумнівно, Кенові

Лею і Джеффові Скіллінгові не вдалося б накрутити ціну акцій «Енрону» до 90 доларів, якби монетарна політика Федеральної резервної системи не була аж занадто вільною. З другого боку, Велика депресія стала жорстоким уроком того, наскільки небезпечною може бути надмірно сувора монетарна політика під час біржового краху. Іноді здається: усі засоби згодяться, щоб тільки уникнути повторення Великої депресії. Утім, історія Нідерландської Ост-Індської компанії, найпершої з акціонерних компаній, демонструє, що за умови розважливого розміщення грошей, на зразок того, як це робив Амстердамський обмінний банк, біржових бульбашок і їхнього колапсу можна уникнути.

Зрештою, шлях, яким рухаються фінансові ринки, ніколи не буває таким рівним, як нам хотілося б. Доки людські очікування від майбутнього коливатимуться від надто оптимістичних до неймовірно песимістичних (і ними керуватимуть то жадоба, то страх), доти ціни на акції стрибатимуть то вгору, то вниз — окреслюючи лінію, яка справді нагадує нерівні вершини Анд. Якщо ви інвестори — то вам краще сподіватися на те, що коли завершиться «ейфорія», ви опинитеся на пологому схилі, а не на краю стрімчака.

Але невже ми ніяк не можемо захиститися від реальних і метафоричних падінь? Як ми побачимо в розділі 4, за час еволюції страхування, від його скромного початку у XVIII ст., було вироблено низку відповідей на це запитання, кожна з яких пропонує принаймні мінімальний захист від падіння зі стрімких скель і наслідків «товстих хвостів» фінансової історії.

[22 Співвідношення ціни акції, поділеної на прибуток, включно з дивідендами. У середньому за тривалий період \(з 1871 р.\) співвідношення ціна—прибуток у США становить 15,5. Максимум був досягнутий у 1999 р. — 32,6. На даний момент співвідношення дорівнює 18,6 \(підррахунки здійснили «Глобал фінаненшіал дейта» \(Global Financial Data\) для індексу S&P 500\).](#)

[23 У період 1580–1640 рр. корони Іспанії та Португалії були об'єднані.](#)

[24 Технічно, коли було гарантовано виплату дивідендів, акції набули характеру привілейованих акцій чи навіть облігацій.](#)

25 Оцінити успішну роботу Банку Амстердама можна з того, що в період 1550–1608 рр. споживацькі ціни впали з 2 % на рік до 0,9 % на рік, а в період 1609–1779 рр. — лише до 0,1 % на рік. Таким чином, восьмикратне зростання ціни акцій Ост-Індської компанії є досить непоганим показником навіть у порівнянні з сучасними фондовими біржами, якщо врахувати рівень інфляції.

26 Свідчення про тих, хто вижив, усе ще можна знайти в акадейських парафіях Св. Карла, Св. Якова і Св. Йоана Хрестителя.

27 Акт про бульбашки забороняв засновувати нові компанії без узгодження з владою, а ті, що вже існували зобов'язував вести лише ті види діяльності, що були прописані в їхніх статутах.

28 Це відсоткова ставка, за якою банки, зазвичай на одну ніч, позичають один одному балансні кошти, що зберігаються у ФРС. Цільова ставка визначається під час регулярних зборів Федеральної комісії Відкритого ринку, до складу якої входять 7 керівників із ради ФРС, а також президенти 12 регіональних Федеральних резервних банків. Завданням Федерального резервного банку Нью-Йорка є реалізація цієї ставки в операціях на відкритому ринку (купуючи або продаючи облігації на нью-йоркському ринку).

29 Він висловився доволі плутано: «Звісно, постійно низький рівень інфляції передбачає меншу невпевненість щодо майбутнього, а нижчі надбавки за ризик передбачають вищі ціни на акції... Але як нам знати, коли ірраціональне захоплення надміру підвищить ціни активів...? Ми, банкіри центрального банку, не маємо перейматися, якщо тільки вибух бульбашки на ринку активів не загрожуватиме послабленням реальної економіки... Але ми не маємо недооцінювати чи зневажати всю складність взаємодії між ринками активів і економікою».

30 Компанію збиралися назвати «Ентерон», але в журналі «Волл-стрит джорнал» зазначили, що в перекладі з грецької слово «ентерон» означає «кишечник».

4. Ризик повертається

Основною фінансовою спонукою є заощаджувати на майбутнє, адже це майбутнє таке непередбачуване. Світ сповнений небезпек. Мало кому з нас вдається прожити життя, не зазнавши хоч якихось невдач. У деякого їх аж занадто багато. Часто трапляється, що люди просто опиняються в поганому місці в поганий час: як це сталося в дельті Міссісіпі в останній тиждень серпня 2005 р., коли ураган «Катріна» вдарив навіть не раз, а двічі. Спершу здійнявся штормовий вітер швидкістю 225 км/год, який зніс у цьому регіоні багато дерев'яних будинків з бетонних фундаментів. Потім, за дві години, десятиметрова хвиля знесла три дамби, що захищали Новий Орлеан від озера Пончартрейн і річки Міссісіпі, тож місто залило мільйонами літрів води. Погане місце в поганий час. Так само як і башти Всесвітнього торгового центру 11 вересня 2001 р. Чи Багдад — у будь-який день після американського вторгнення у 2003 р. Або Сан-Франциско, коли (а це колись трапиться) вздовж розлому Сан-Андреас розпочнеться серйозний землетрус.

Таке трапляється, як безтурботно зауважив колишній міністр оборони США Дональд Рамсфельд, коли після повалення режиму Саддама Хусейна столицю Іраку охопила оргія мародерства. Дехто стверджує, що нині таке трапляється частіше, ніж у минулому, чи то через кліматичні зміни, чи то через зростання загрози тероризму, чи то внаслідок прорахунків американської зовнішньої політики. Питання в тому, що нам робити з ризиками і непевністю щодо майбутнього? Чи відповідальність за страхування від майбутніх негараздів має бути особистою? Чи ми маємо покладатися на добровільну допомогу інших людей, коли щось іде геть не так? Чи ми мали б розраховувати на державу — іншими словами, на обов'язкові внески таких самих платників податків, як і ми, щоб вони виручили нас із біди, коли почнеться потоп?

Історія управління ризиками — це тривала історія боротьби між нашими марними сподіваннями на фінансову безпеку (бажання бути такими само захищеними, як, скажімо, шотландська вдова) і суворою реальністю, яка впирається в те, що насправді не існує єдино можливого майбутнього. Є лише численні, непередбачувані варіанти майбутнього, які завжди

захоплюватимуть нас зненацька.

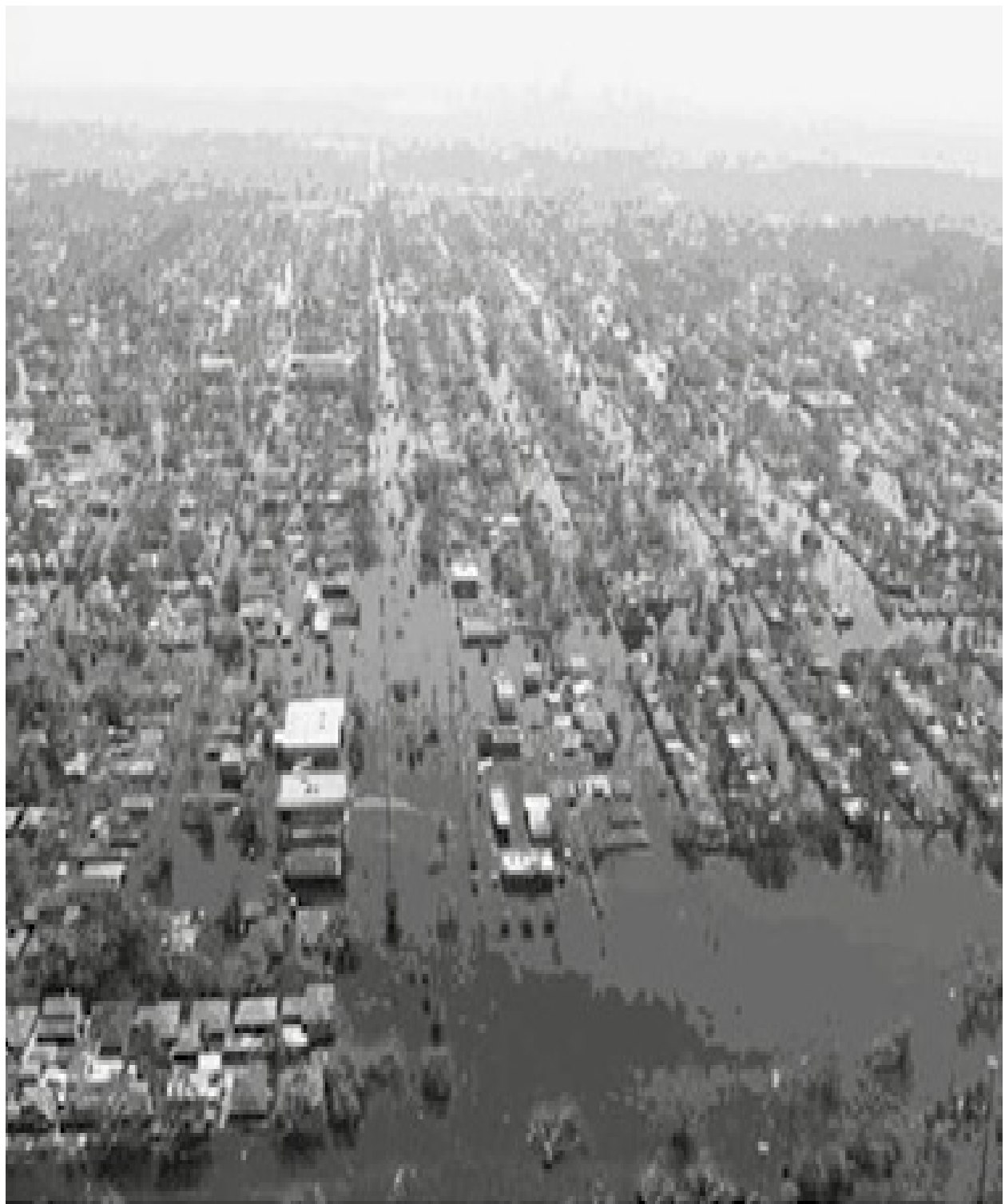
Великий неспокійний

У вестернах, які я дивився в дитинстві, мене зачаровували містечка-привиди — поселення, покинуті мешканцями невдовзі після заснування, оскільки люди мали рухатися вперед, освоюючи й просуваючи далі американські фронтири. Я на власні очі побачив те, що цілком могло стати першим американським мегаполісом-привидом, коли відвідав Новий Орлеан після урагану «Катріна».

До цього в мене були приємні, хоча й невиразні спогади про «Великий спокійний» Новий Орлеан. Підлітком, який закінчив школу, але ще не вступив до університету, я вперше відчув смак свободи саме там, коли з'ясував, що це чи не єдине місце в США, де мені, неповнолітньому, могли продати пиво, після чого, звісно, здавалося, що старезні джазові музиканти у «Презервейшн-хол» грають найсолодшу у світі музику. За 25 років, і майже за два роки після страшного шторму, від того міста залишилася тьмяна тінь. На парафії Сен-Бернар — у районі міста, що найбільше постраждав від шторму, незатопленими залишилися 5 будинків із майже 26 тисяч. Загалом через «Катріну» загинуло 1836 американців, переважна кількість яких мешкала в Луїзіані. Лише в Сен-Бернарі загинуло 47 людей. Ви й досі можете побачити намальовані на дверях будинків позначки, що вказували на знайденого тут мерця. Це спонукає до порівнянь із добою, коли середньовічною Англією ходила Чорна смерть.

Коли я знову повернувся до Нового Орлеана в червні 2007 р., радник Джоуї Діфатта й інші члени муніципального уряду парафії Сен-Бернар досі працювали в трейлерах на задвірках колишньої будівлі муніципалітету, розтровошеної повинню. Діфатта залишився на своєму посту під час шторму, врешті-решт йому довелося вилізти на дах, оскільки рівень води невпинно піднімався. Звідти він із колегами тільки й міг, що безпорадно спостерігати за тим, як їхній чудовий район зникає під тоннами брудної води. Розлючені некомпетентністю Федеральної агенції з управління в надзвичайних ситуаціях, вони вирішили відновити те, що було втрачено. Відтоді вони невтомно намагаються відбудувати колись міцну громаду (багато членів якої, як і сам Діфатта, є нащадками поселенців, котрі прибули до Луїзіани з

Канарських островів). Але виявилось зовсім нелегко переконати тисячі переселенців повернутися до Сен-Бернару: через два роки населення парафії складало лишень третину від кількості людей, що мешкали тут до «Катріни». Чи не найбільшу проблему становить страхування. На сьогодні майже неможливо застрахувати будинок у Сен-Бернарі та в інших районах у низовій частині Нового Орлеана. А без страхового поліса на будівлю майже неможливо отримати іпотечний кредит.



Новий Орлеан після урагану «Катріна»: коли страхування
виявило свою неспроможність

Майже всі, хто пережив «Катріну», втратили нерухомість під час цієї катастрофи, бо шкоди зазнали три чверті всіх будівель міста. Було висунуто не менше за 1,75 млн претензій про втрату майна й нещасні випадки, а приблизні страхові виплати мали перевищити 41 млрд доларів, що перетворювало ураган «Катріна» на найдорожчу катастрофу в історії сучасної Америки²³⁷. Але «Катріна» не лише затопила Новий Орлеан. Ураган виявив недоліки системи страхування, за якою сфери відповідальності були поділені між приватними страховими компаніями, які пропонували покриття шкоди, завданої вітром, і федеральним урядом, який пропонував покриття в разі повені, — цю схему було запроваджено після урагану «Бетсі» в 1965 р. Після трагедії 2005 р. тисячі інспекторів страхових компаній наводнили берегову лінію Луїзіани та Міссісіпі. Місцеві мешканці стверджували, що завданням інспекторів було не допомогти постраждалим власникам страхових полісів, а знайти лазівки, як уникнути виплат, переконавши страхувальників, що їхнє майно зазнало ушкоджень у результаті повені, а не вітру³¹. Страхові компанії не розраховували на те, що серед власників їхніх полісів знайдеться колишній офіцер, пілот ВМФ США, а разом і знаменитий адвокат Річард Ф. Скрагґс, чоловік, якого колись називали Королем деліктів.

Уперше про «Дікі» Скрагґса почули із заголовків газет у 1980-х рр., коли він представляв у суді інтереси робітників верфі, легені яких були смертельно ушкоджені через взаємодію з азбестом, — йому вдалося домогтися для них відшкодування у 50 млн доларів. Але це були дрібниці проти того, скільки він пізніше змусив заплатити тютюнові компанії: компенсації на оплату медичних витрат, пов'язаних із лікуванням хвороб, спричинених тютюнокурінням у штаті Міссісіпі та 45 інших штатах склали понад 200 млрд доларів. Ця справа (зафіксована у фільмі 1999 р. «Своя людина» (The Insider)) збагатила Скрагґса. Кажуть, що його гонорар у справі проти тютюнових компаній становив 1,4 млрд доларів, тобто 22 500 за кожну годину роботи його фірми над цією справою. За ці гроші він придбав будинок на береговій лінії Пляжного бульвару, що в містечку Паскаґула — неподалік (звісно, якщо подорожувати приватним літаком) від його контори в Оксфордї, штат Міссісіпі. Усе, що лишилося від того будинку після «Катріни», — це бетонний фундамент і кілька зруйнованих стін, настільки пошкоджених, що їх довелося просто знести. Хоча його власна страхова компанія (мудро) виплатила йому компенсацію, Скрагґс

жахнувся того, як повелися з іншими власниками страхових полісів. Серед тих, чий інтерес він погодився представляти, був його свояк Трент Лотт, колишній керівник республіканської більшості в Сенаті, а також його друг Джин Тейлор, конгресмен від штату Міссісіпі, — вони обидва втратили будинки під час урагану «Катріна» й дістали відмову від своїх страхувачів²³⁸. Представляючи інтереси власників полісів у кількох справах, Скрагґс стверджував, що страхові компанії (йшлося, в основному, про «Стейт фарм» (State Farm) і «Ол стейт» (All State)) намагалися зректися своїх прямих зобов'язань²³⁹. Він разом зі своєю фірмою «Скрагґс Катріна груп» (Scruggs Katrina Group) провів метеорологічне дослідження, щоб довести, що в таких місцях, як Паскагула, майже вся шкода була завдана вітром ще до того, як сюди дісталися хвилі. До Скрагґса звернулися двоє інформаторів із числа оцінювачів розміру страхового збитку, які стверджували, що компанії, на які вони працювали, змінювали інформацію у звітах, щоб приписати шкоду впливам повені, а не вітру. Звіти про прибутки страхових компаній за 2005 і 2006 рр. лише підігріли апетит Скрагґса і його прагнення отримати відшкодування³². Він сказав мені, коли ми зустрілися на пустці, де колись стояв його будинок: «Тут протягом п'ятдесяти років був мій дім, тут виростили мої діти, я міг пишатися цим будинком. Я не можу стримати сліз, коли бачу це місце тепер». На той час 640 справ Скрагґсових клієнтів, яким спершу відмовили в компанії «Стейт фарм», були залагоджені й клієнти отримали 80 млн доларів компенсації; страхувачі також погодилися переглянути 36 тис. інших звернень²⁴⁰. Здавалося, що страхові компанії капітулюють. Проте Скрагґсова кампанія проти них зазнала краху в листопаді 2007 р., коли його, разом із сином Захарією і трьома колегами, звинуватили у спробі підкупу судді штату в справі про визначення обсягу гонорарів за позовами щодо урагану «Катріна»³³. Тепер Скрагґсові загрожує ув'язнення терміном до п'яти років²⁴¹.

Це скидається на чергову історію про моральну слабкість південців або черговий доказ того, що ті, хто живе із деліктів, від них і гинуть. Незалежно від перетворення Скрагґса з чудового хлопця на жахливого лиходія, обидві страхові компанії «Стейт фарм» і «Ол стейт» оголосили більшість узбережжя Мексиканської затоки зоною, що «не підлягає страхуванню». Навіщо забезпечувати полісами людей у такому місці, де природні катаклізми — часті гості і де після цих катаклізмів страховим компаніям ще й доводиться мати справу з адвокатами на кшталт Дікі Скрагґса? Із цього, здається, можна зробити висновок, що приватні страхові компанії більше не

готові надавати свої послуги мешканцям таких містечок, як Паскагула і Сан-Бернар. Утім, не зрозуміло, чи американські законодавці готові взяти на себе зобов'язання в питанні дальшого розширення державних програм страхування. Не пов'язані зі страхуванням сукупні витрати федерального уряду, призначені для допомоги постраждалим від ураганів 2005 р., складатимуть щонайменше 109 млрд доларів, і ще 8 млрд піде на податкові пільги, що втричі перевищує суму, яку мали б сплатити страхові компанії²⁴². На думку Наомі Кляйн, це загалом притаманно викривленому «капіталістичному комплексу катаклізмів», на якому дехто набуває особистих прибутків, тоді як платники податків змушені розплачуватись за наслідки катастроф²⁴³. Що ж робити, якщо рахунки можуть бути такими, що загрожують банкрутством? Чи єдиною альтернативою в тій ситуації, коли страхові компанії не здатні впоратися, є націоналізація зобов'язань на випадок природних катаклізмів — створення величезного необмеженого фонду урядових зобов'язань?

Звісно, життя завжди сповнене небезпек. Завжди існували урагани, так само як і війни, епідемії та голод. Можуть бути катаклізми на рівні особистому, а бувають — масштабі, національні. Щодня чоловіки й жінки хворіють, зазнають поранень, а іноді відразу стають непрацездатними. Ми всі старішаємо, втрачаємо сили і здатність заробляти. Є і такі нещасні, що народжуються нездатними піклуватися про себе. І рано чи пізно всі ми вмираємо, а буває й так, що після нашої смерті залишаються рідні, які фінансово залежали від нас. Важливо зазначити, що деякі із цих подій трапляються доволі рідко. Урагани ж мають певну закономірність, так само, як хвороби і смерть. Що десять років починаючи з 1850-х рр. у США фіксувалося від одного до десяти великих ураганів (визначається як шторм зі швидкістю вітру понад 177 км/год і висотою хвиль понад 2,5 м). Ще не зрозуміло, чи нинішнє десятиліття поб'є рекорд 1940-х рр., коли відбулося десять значних ураганів²⁴⁴. Оскільки в нас є дані за півтора століття, ми можемо вирахувати ймовірну частотність і масштабність ураганів. Інженерний корпус армії США оцінює вірогідність урагану «Катріна» як 1:396, тобто щорічна ймовірність повторення такого великого урагану в США становить 0,25 % ²⁴⁵. Зовсім іншої точки зору дотримуються в компанії «Риск менеджмент солюшенс» (Risk Management Solutions), яка оцінила ймовірність повторення урагану масштабу «Катріни» як подію, що трапляється раз на сорок років, за кілька тижнів до того, як вдарив цей ураган²⁴⁶. Ці розбіжності в підрахунках доводять, що урагани, як і землетруси з війнами, належать радше до сфери непевності, ніж до тих

ризиків, які можна цілком досягнути³⁴. Імовірність останніх можна вирахувати більш-менш точно, адже з деякими ризиками люди стикаються частіше, а тому можна скласти деякі статистичні закономірності. Підраховали, що ймовірність того, що середньостатистичний американець може загинути в результаті негативних впливів сил природи, у тому числі природних катаклізмів, становить 1:3288. Відповідно показник смерті під час пожежі в будівлі дорівнює 1:1358. Імовірність загибелі середньостатистичного американця від вогнепальної зброї становить 1:314. Ще більша імовірність того, що людина вчинить самогубство (1:119); ще вірогідніше — загине в автокатастрофі (1:78); але найшвидше — помре від раку (1:5)²⁴⁷.

У давніх сільськогосподарських суспільствах майже кожній людині загрожувала передчасна смерть від недоїдання чи якоїсь хвороби, уже не кажучи про війну. Люди не мали профілактичних засобів, ті з'явилися в пізніших поколіннях. Вони значно більше покладалися на те, щоб здобути прихильність богів чи Бога, котрі, як вони гадали, визначають частотність голодних років, епідемій і воєнних вторгнень. До людей повільно доходила важливість закономірностей, які можна простежити в погодних умовах, урожайності й поширенні інфекційних захворювань. Уже доволі пізно, у XVIII–XIX ст., почали систематично записувати дані про опади, урожаї та смертність, що надалі уможливило ймовірнісні розрахунки. Та ще раніше люди засвоїли мудрість заощадливості: необхідність відкладати гроші на чорний (а для селян — неврожайний) день. Навіть найпримітивніші суспільства принаймні намагаються запасати їжу та інші припаси, щоб якось протриматися у важкі часи. Наші предки ще в найдавніші часи первісних суспільств зрозуміли, що варто об'єднувати ресурси, адже секрет безпеки криється у великих кількостях запасів. Відповідно, зважаючи на хронічну вразливість наших предків, найдавнішою формою страхування, вірогідно, були поховальні товариства, які відкладали ресурси, щоб забезпечити своїм членам пристойний похорон. (У деяких найбільш бідніших частинах Східної Африки такі товариства й досі лишаяються єдиними наявними фінансовими інституціями). Заощаджувати на майбутнє в очікуванні ймовірних негараздів — ця настанова залишається основоположним принципом страхування, чи то на випадок смерті, чи то в очікуванні наслідків старіння, хвороб чи нещасливих випадків. Хитрість у тому, щоб знати, скільки саме варто відкладати і що робити із цими заощадженнями, щоб бути певними, що грошей у скарбничці вистачить на покриття всіх витрат, пов'язаних із катаклізмами, щоб уникнути

повторення ситуації в Новому Орлеані після «Катріни». Але для цього вам треба бути значно розсудливішими, ніж зазвичай. А це вже дає нам підказку щодо того, де шукати початки історії страхування. Де ж іще, як не в обачливій Шотландії?

У пошуках захисту

Кажуть, що ми, шотландці, — песимістичний народ. Можливо, це через погоду — тут стільки похмурих, дощових днів. Можливо, через нескінченні роки розчарувань у місцевих спортивних командах. А може, це через кальвінізм, який під час Реформації прийняли мешканці низинної Шотландії, у тому числі — моя родина. Приреченість — це не найоптимістичніша частина віри, хоча, ймовірно, логічно припустити, що всесильний Бог наперед знає, хто з нас опиниться на небесах («обрані»), а хто буде проклятий у пеклі (значно більша кількість безнадійних грішників). У будь-якому разі, саме двом священикам церкви Шотландії ми завдячуємо винайденням першого у світі справжнього страхового фонду понад 250 років тому — у 1744 році.

Насправді страхові компанії існували й раніше. Страхування як відгалуження комерційної діяльності веде свою історію від «бодмереї» — дослівно страхування «дна» (корпусу) купецьких кораблів. Дехто стверджує, що перші страхові контракти уклали в Італії на початку XIV ст., коли у фінансових документах з'явилися згадки про виплату securitas. Але перші угоди такого типу радше передбачали позики, надані купцям на певних умовах (як і в давньому Вавилоні), котрі могли бути скасовані у випадку якихось негараздів, а зовсім не страховими полісами в сучасному розумінні²⁴⁸; торговельні кораблі Антоніо з «Венеційського купця», очевидно, були незастраховані, через що він став жертвою смертельно небезпечних намірів Шейлока. Справжні страхові угоди з'явилися не раніше від 1350-х рр., тоді страхові внески становили 15–20 % від суми страхування, і лише в XV ст. вони знизилися до менше ніж 10 %. У типовому контракті з архівів купця Франческо Датіні (близько 1335–1410 рр.) обумовлювалося, що страхувач погоджується взяти на себе ризики, пов'язані з «Богом, морем, солдатами, пожежею, втратою вантажу в морі, затриманням застрахованої особи правителями, владою міст чи будь-якою іншою особою, переслідуваннями, арештом, будь-якими втратами, небезпекою, невдачею, затримками чи лихами, що можуть трапитися, за винятком часу, витраченого на пакування і проходження митниці», — аж до

того часу, коли застраховані товари будуть успішно вивантажені в місці призначення²⁴⁹. Поступово такі контракти були стандартизовані — цей стандарт проіснував багато століть після того, як став частиною *lex mercatoria* (торгового закону). Утім, страхувачами тоді виступали не спеціалісти, а купці, які також були задіяні в торгівлі.

Від кінця XVII ст. в Лондоні формується щось більш схоже на спеціалізований ринок страхування. Безперечно, усі зосередили увагу на Великій пожежі 1666 р., під час якої було зруйновано понад 13 тис. будинків³⁵. За 14 років Ніколас Барбон заснував першу компанію, що спеціалізувалася на страхуванні від пожеж. Приблизно в той самий час у кав'ярні Едварда Ллойда на лондонській Тавер-стріт (пізніше — Ломбард-стріт) почав формуватися ринок, що спеціалізувався на морському страхуванні. Між 1730-ми і 1760-ми рр. обмін інформацією у Ллойда став звичною справою, а в 1774 р. на Королівській біржі було засноване Товариство Ллойда, яке зібрало 79 позитивних членів, кожен із яких сплачував внесок у 15 фунтів. Як порівняти з монопольними торговельними компаніями, що виникли раніше, Товариство Ллойда було доволі простим утворенням, по суті — некорпоративне об'єднання учасників ринку. Відповідальність андеррайтерів (від англ. *underwriter* — «підписант») — страхувачів, які ставили свої підписи під контрактами про страхування, а відтоді були також знані як «імена Ллойда», — була необмеженою. Фінансові домовленості працювали за принципом *pay-as-you-go* — «сплачувати сьогодні за сьогодні», тобто їхньою метою було щороку збирати достатньо страхових внесків, щоб їх вистачило на покриття цього річних виплат і ще залишити якусь маржу прибутку. Обмежена відповідальність прийшла у страховий бізнес лише після заснування в 1710 р. страхової контори «Сан» (*Sun Insurance Office*), що спеціалізувалася на страхуванні від пожеж, а також коли через 10 років (коли бульбашка Компанії Південних морів максимально роздулася) з'явилися Страхова корпорація Королівської біржі та Лондонська страхова корпорація, які зосереджувалися на страхуванні життя і морських перевезень. Утім, усі три компанії працювали за тим самим принципом. Дані Лондонської страхової компанії демонструють, що сума прибутку від внесків зазвичай, але не завжди, перевищує суму страхових виплат, водночас і одна, і друга сума значно зростали під час війн із Францією. (Не в останню чергу через те, що до 1793 р. для лондонських страхувачів звичною справою було надавати послуги французьким купцям²⁵⁰. У мирні часи ця практика відродилася, тож напередодні Першої світової війни

більшість німецьких торговельних кораблів були застраховані компанією «Ллойдс»²⁵¹).

Страховання життя також існувало ще в Середньовіччі. У бухгалтерських звітах флорентійського купця Бернердо Камбі є згадки про страховання життя Папи (Миколая V), венеційського дожа (Франческо Фоскарі) і короля Арагону (Альфонсо V). Але, здається, це були лише ставки, подібні до тих, які Камбрі робив під час кінських перегонів²⁵². Насправді всі ці форми страховання, включно з доволі хитромудрими схемами страховання морських перевезень, були свого роду ставками в азартній грі. Тоді ще не існувало відповідної теоретичної бази, яка б дозволила оцінити ризики, що покривалися. Таку теоретичну базу розробили під час неймовірного спалаху інтелектуальних винаходів, що розпочався близько 1660 р. По суті, було шість найважливіших досягнень:

1. Вірогідність. Французький математик Блез Паскаль приписував монаху з абатства Пор-Рояль відкриття (описане в книжці «Мистецтво припущення») того, що «страх певного лиха має бути пропорційним не лише масштабу шкоди, а й вірогідності такої події». Паскаль зі своїм товаришем П'єром де Ферма багато років складали і розв'язували задачі про вірогідність, але ця проблема виявилася ключовою в еволюції страховання.

2. Ймовірна тривалість життя. Того ж року, коли побачила світ книжка «Мистецтво припущень» (1662), Джон Гронт опублікував свою працю «Природні й політичні міркування... над звітами про смертність», у якій, на основі офіційної статистики про смертність у Лондоні, прагнув оцінити ймовірність смерті з певних причин. Проте дані Гронта не містили інформації про вік на час смерті, таким чином висновки з них виявились доволі обмеженими. Важливий прорив у цьому напрямку зробив колега Гронта за Королівським науковим товариством, Едмунд Галлей, коли використав дані, надані Товариству пруським містом Бреслау (нині Вроцлав у Польщі). Галлеєва таблиця тривалості життя ґрунтувалася на 1238 зафіксованих даних про народження і 1174 — про смерть і представляла шанси не померти на якомусь певному році життя: «У двадцятирічного чоловіка шанси не померти в певний рік становлять 100:1, тоді як у п'ятдесятилітнього — 38:1...» Це мало стати одним з основоположних стовпів актуарної, тобто дотичної до страховання, математики²⁵³.

3. Визначеність. Якоб Бернуллі в 1705 р. запропонував: «За однакових умов, подія відбудуватиметься (чи не відбудуватиметься) у майбутньому за тою самою схемою, що і в минулому». У його Законі великих чисел стверджується, що виходячи з певної вибірки, можна дійти більш-менш точних висновків, скажімо, про вміст банки, наповненої двома різновидами кульок. Це стало основою для концепції статистичної значимості та сучасних способів підрахунку вірогідності в межах визначених довірчих інтервалів (наприклад, твердження про те, що 40 % кульок у банці — білі, за довірчого інтервалу 95 %, означає, що справжня пропорція буде саме такою в 95 % випадків).

4. Нормальний розподіл. Абрагам де Муавр продемонстрував, що наслідки будь-якого повторюваного процесу можна розподілити вздовж кривої, відповідно до їхнього відхилення від середнього чи стандартного показника. «Хоча випадок породжує нерівномірні відхилення, — писав Муавр у 1733 р., — усе ж із часом шанси того, що вони все менше відрізняться від стану порядку, стануть нескінченно великими, що цілком природно випливає з Початкового задуму». Дзвоноподібна крива (див. розділ 3) є прикладом нормального розподілу, за якого 68,2 % результатів вкладаються в межі стандартного відхилення (плюс–мінус) від середнього показника.

5. Корисність. Швейцарський математик Даніель Бернуллі 1738 р. зазначив: «Цінність якоїсь речі має впливати не з її ціни, а з тієї користі, яку вона дає», а також, що «корисність від найменшого збагачення буде зворотно пропорційною до кількості речей, якими людина вже володіє» — іншими словами, 100 доларів для людини середнього достатку значно дорожчі, ніж для керівника гедж-фонду.

6 Логічний висновок. Томас Баєс у своєму «Есеї про розв'язання задачі в доктрині можливостей» (опублікованому посмертно в 1764 р.) поставив перед собою таку задачу: «Якщо відома кількість разів, коли якась подія відбулася чи не змогла відбутися. Необхідно визначити, чи вірогідність того, що за час одного випробування подія відбудеться, може бути розташована десь між двома ступенями вірогідності, які можна точно зазначити». Він розв'язав цю задачу таким чином: «Вірогідність будь-якої події є співвідношенням вартості, за якої має розраховуватися очікування, котре залежить від того, чи трапиться ця подія, і ймовірності тої речі, що очікується після того, як ця подія відбудеться» — це випередило сучасне

формулювання про те, що очікувана корисність дорівнює ступеню вірогідності події, помноженому на винагороду, отриману в тому випадку, коли подія відбудеться²⁵⁴.

Якщо коротко: справжніми засновниками сучасного страхування були не купці, а математики. Утім, щоб теорія стала практикою, знадобилися священики.

Сьогодні цвинтар Грейфраєрс, розташований на пагорбі, котрий вважається серцем Старого міста в Единбурзі, відомий завдяки Боббі з Грейфраєрс — відданому скайтер'єру, який відмовився залишити могилу свого господаря, а також через розкопувачів могил (так званих воскресителів), які на початку ХІХ ст. приходили сюди, щоб постачати медичну школу Единбурзького університету мерцями для розтинів. Але для історії фінансів церква Грейфраєрс важлива завдяки ранньому математичному доробку її священика Роберта Волласа і його товариша Александра Вебстера, священика церкви Толбут. Саме вони, спільно з Коліном Маклоріном, єдинбурзьким професором математики, створили перший сучасний страховий фонд, базований на відповідних страхових і фінансових принципах, а не на ставках купців.



Дух страхування: Александр Вебстер
читає проповідь в Единбурзі

Оскільки Воллас і Вебстер мешкали в «Старому Димокурі», як тоді називали шотландську столицю за її специфічний сморід, у них добре розвинулося гостре відчуття вразливості людського існування. Обидва дожили до поважного віку: 74 і 75 років відповідно. Але Маклорін помер у віці 48 років, через те що, тікаючи від якобітів під час повстання 1745 р., впав із коня і тривалий час залишався на холоді. Навала горян-папістів була лише однією з тих небезпек, що загрожували мешканцям Единбурга в середині XVIII ст. Середня очікувана тривалість життя тут навряд чи була кращою, ніж в Англії, де до початку XIX ст. вона становила 37 років. А можливо, тут усе було так само погано, як і в Лондоні, де наприкінці XVIII ст. середня тривалість життя становила 23 роки, цілком імовірно, що навіть гірше, зважаючи на горезвісно паскудний стан гігієни в шотландській столиці²⁵⁵. На думку Волласа і Вебстера, була одна група людей, особливо вразлива до наслідків передчасної смерті. Згідно з постановою шотландського парламенту від 1672 р., вдови і діти померлих священників Церкви Шотландії отримували лише піврічну допомогу в рік смерті священника. Після цього на них чекали злидні. Єпископ Единбурга запровадив у 1711 р. додаткову схему, яка, утім, ґрунтувалася на традиційній засаді «сплачуйте сьогодні за сьогодні». Воллас і Вебстер розуміли, що цього не- достатньо.

Ми звикли думати про шотландських священників як про втілення розсудливості й ощадливості, які живуть у постійному очікуванні божественного покарання за найменшу провину. Насправді ж Роберт Воллас був не лише математичним генієм, а й п'яничкою, який любляв перехилити склянку кларету в товаристві таких самих пияків із Ранкеніанського клубу, зустрічі якого відбувалися у приміщенні заїзду Ранкена³⁶. Александр Вебстер мав прізвисько *Вонум Магнум* (лат. — «велике благо»), про нього казали, що «алкоголь майже не впливає на розум і тіло доктора Вебстера». Утім, коли доходило до підрахунку очікуваної тривалості життя, ніхто не міг зрівнятися з ними у тверезості суджень. План, який розробили Вебстер і Воллас, був просто геніальним і віддзеркалював дух як шотландського Просвітництва XVIII ст., так і кальвіністської Реформації, що йому передувала. Замість того щоб запропонувати священникам сплачувати щорічні внески, які після/у разі смерті священника можна було б використовувати для піклування про вдів і сиріт, вони стверджували, що внески необхідно використати для створення

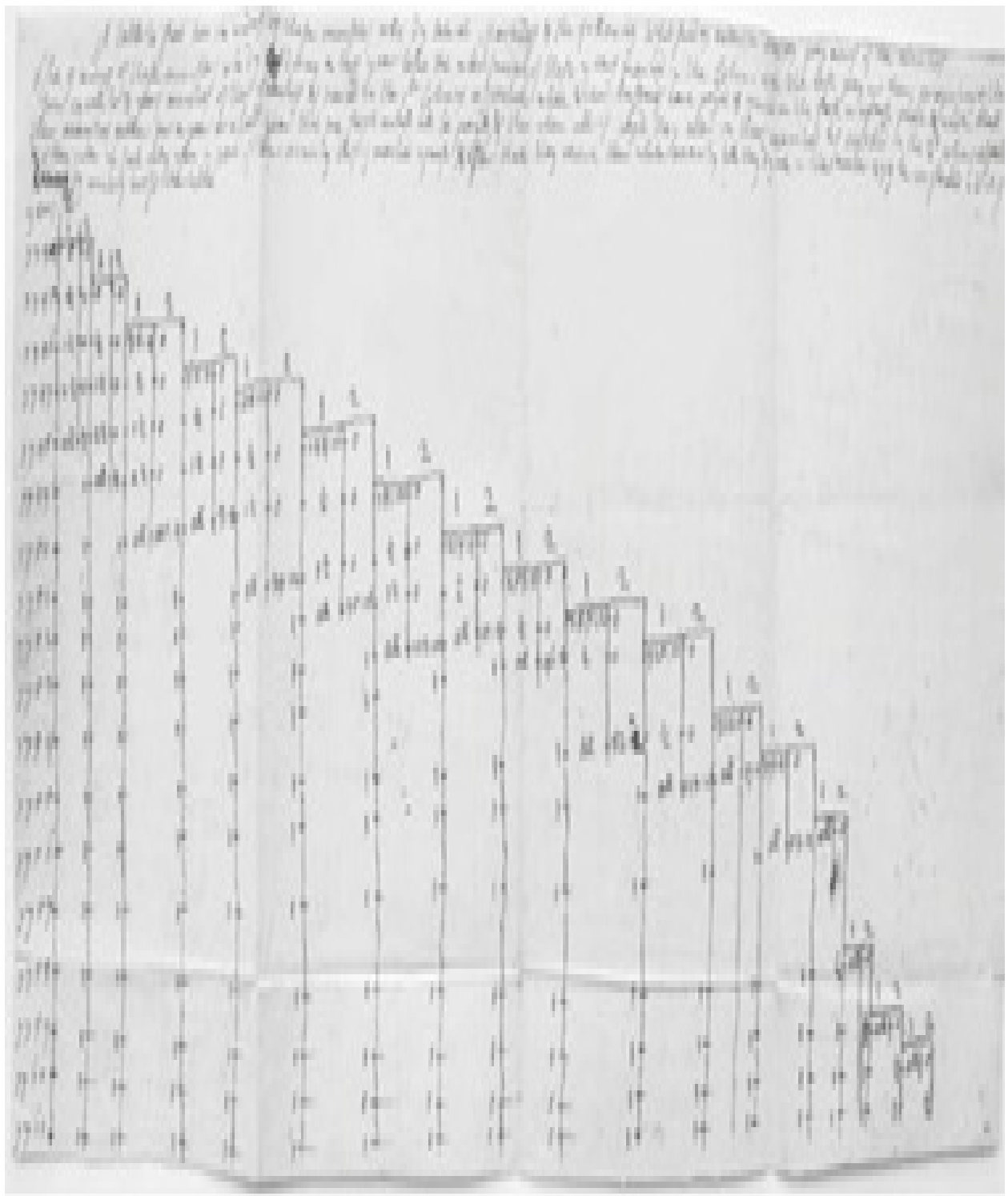
фонду, який згодом можна вигідно інвестувати. Удовам і сиротам можна платити з відсотків від інвестицій, а не лише з внесків. Усе, що було необхідно для того, щоб ця схема запрацювала, — точно розрахувати кількість майбутніх бенефіціаріїв, а також скільки грошей варто зібрати, щоб вистачило на їхню підтримку. Сучасні страхувачі досі дивуються точності розрахунків Вебстера і Волласа²⁵⁶. «Пропорційну суму, яку вдова має отримувати після смерті чоловіка, можна визначити лише за допомогою досвіду і ретельних підрахунків, — писав Воллас у ранньому проекті, — але можна почати з розрахунку на суму, втричі більшу за ту, яку чоловік [щорічно] виплачував [саме так] упродовж свого життя...» Тоді Воллас звернувся до свідчень, які йому з Вебстером вдалося назбирати по всіх пресвітеріях Шотландії. Виходило, що «загалом у кожен окремий рік є 930 священиків»:

...дослідження 20 останніх років допомогло з'ясувати, що 27 [з 930] священиків помирає щорічно, по 18 з них лишаються вдови, по 5 — діти без вдів, по 2 з тих, у кого лишилися вдови, лишаються ще й діти від попереднього шлюбу, які не досягли 16 років; і з усього числа вдів, що одержуватимуть виплати, три помруть, залишивши по собі дітей до 16 років, або ще раз вийдуть заміж.

Воллас початково розраховував, що максимальна кількість наявних у будь-який момент удів становитиме 279; проте Маклорін зміг скорегувати його, вказавши на те, що неправильно припускати однаковий рівень смертності серед удів, адже вони можуть бути різного віку. Щоб вирахувати правильну, більшу кількість, він звернувся до таблиць Галлея²⁵⁷.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31				
1																																			
2																																			
3																																			
4																																			
5																																			
6																																			
7																																			
8																																			
9																																			
10																																			
11																																			
12																																			
13																																			
14																																			
15																																			
16																																			
17																																			
18																																			
19																																			
20																																			
21																																			
22																																			
23																																			
24																																			
25																																			
26																																			
27																																			
28																																			
29																																			
30																																			
31																																			

Перші розрахунки для Фонду вдів шотландських священиків (a)



Перші розрахунки для Фонду вдів шотландських священиків (6)

Ці підрахунки мали пройти випробування часом. Згідно з остаточною версією цієї схеми, кожен священик мав сплачувати щорічні внески від 21 фунта 12 шилінгів і 6 пенсів до 6 фунтів 11 шилінгів і 3 пенсів (можна було обрати один із чотирьох можливих планів виплати внесків). Прибутки з них мали стати основою фонду, який можна було з вигодою інвестувати (початково в позики для молодих священиків), щоб отримати із цього прибуток, якого б вистачило на щорічні виплати жінкам, які нещодавно овдовіли (ці виплати коливалися від 10 до 25 фунтів, залежно від сум внесків), а також на витрати, пов'язані з керуванням фондом. Іншими словами, Фонд вдів шотландських священиків Церкви Шотландії був першим страховим фондом, що працював за принципом максимуму, коли капітал нагромаджується, допоки відсотків і внесків стане достатньо для того, щоб сплачувати максимальну кількість щорічних виплат і покривати супутні витрати. Якби розрахунки були неправильні, у фонді могло зібратися або забагато, або, що гірше, замало коштів для необхідних витрат. Воллас і Вебстер зробили п'ять спроб розрахувати майбутні темпи зростання фонду, коли нарешті зійшлися на тому, що сума зросте з початкових 18 620 фунтів у 1748 р. до 58 348 фунтів у 1765 р. Вони помилилися лише на 1 фунт. Насправді на 1765 р. вільний капітал у розпорядженні фонду дорівнював 58 347 фунтів. Воллас із Вебстером дожили до тих часів, коли їхні розрахунки справдилися.

Німецький експерт зі страхування Альфред Манес у 1930 р. дав таке коротке означення страхуванню:

Економічна інституція, що заснована на принципі взаємності, необхідної для забезпечення фонду, потреба в якому виникає через ті випадки, імовірність яких можна розрахувати²⁵⁸.

Першим таким фондом був Фонд вдів шотландських священиків, і його заснування стало важливим етапом у фінансовій історії. Він заклав модель, яка підходила не лише шотландським священикам, а й усім, хто волів забезпечити свої родини в разі своєї передчасної смерті. Ще до того, як фонд почав працювати, університети Единбурга, Глазго і Сент-Ендрюса забажали долучитися до нього. Упродовж наступних 20 років подібні фонди, засновані за схожим зразком, виникали по всьому англomовному світу, в тому числі філадельфійський Фонд пресвітеріанських священиків

(1761), Англійська компанія справедливості (1762), а також Об'єднана корпорація каплиці Св. Марії (1768), яка забезпечувала вдів шотландських ремісників. На 1815 р. принцип страхування став настільки поширеним, що його навіть перейняли для створення фонду на підтримку чоловіків, які втратили життя у війні з Наполеоном. Шанси солдата загинути під час битви під Ватерлоо становили 1:4. Але, якщо життя було застрахованим, його принаймні тішила думка, що навіть коли він загине на полі битви, його дружина з дітьми не опиняться на вулиці (страховий захист буквально захищав людей у подібних випадках). На середину ХІХ ст. бути застрахованим означало демонструвати таку само респектабельність, як і щонедільними відвідуваннями церкви. Серед застрахованих могли бути навіть письменники, які зазвичай не вирізнялися особливою розсудливістю у фінансових питаннях. Сер Вальтер Скотт²⁵⁹ у 1826 р. придбав поліс, щоб переконати своїх кредиторів у тому, що вони зможуть повернути свої гроші навіть у разі його смерті³⁷. Фонд, початковим завданням якого було підтримати вдів кількох сотень священників, поступово розрісся і став фондом загального страхування і пенсійним фондом, на сьогодні відомим під назвою «Скоттіш відоус» (Scottish Widows — шотландські вдови). Хоча тепер це лише одна з багатьох компаній із надання фінансових послуг, яку в 1999 р. ще й купив банк «Ллойдс», «Скоттіш відоус» досі вважають прикладом переваг кальвіністської ощадливості, не в останню чергу завдяки найвдалішій рекламній кампанії в історії фінансів³⁸.



Страховий поліс
сера Вальтера Скотта

Чого не очікували в 1740-х рр., так це того, що завдяки постійному приросту кількості людей, готових сплачувати внески, страхові компанії та їхні «близькі родичі» — пенсійні фонди перетворяться на одних із найбільших у світі інвесторів — так званих інституційних інвесторів, які тепер домінують на світових фінансових ринках. Коли після Другої світової війни страховим компаніям дозволили інвестувати на фондовому ринку, вони швидко повідхоплювали собі великі шматки британської економіки і на середину 1950-х рр. були власниками третини найбільших компаній Великої Британії²⁶⁰. Нині лише компанія «Скоттіш відоус» розпоряджається капіталом у понад 100 млрд фунтів. Страхові внески поступово зростали, відповідно до ВВП розвинутих економік — із приблизно 2 % напередодні Першої світової війни до трохи менше від 10 % у наші дні.

Як Роберт Воллас зрозумів ще 250 років тому, масштабність відіграє важливу роль у страхуванні, оскільки що більше людей сплачує внески до фонду, то простіше, за законом великих чисел, спрогнозувати, скільки необхідно зробити щорічних виплат. Хоча неможливо наперед знати дату чиєїсь смерті, актуарії здатні з дивовижною точністю розрахувати ймовірну очікувану тривалість життя всередині великої групи індивідів, спираючись на принципи, уперше використані Волласом, Вебстером і Маклоріном. Страхувачам, на додаток до інформації про те, скільки можуть прожити власники полісів, необхідно також знати, скільки дадуть інвестиції від їхніх фондів. Що їм краще купувати на гроші від страхових внесків, які сплачують власники полісів? Відносно безпечні облігації, як рекомендували вікторіанські авторитети, як-от головний актуарій Лондонської страхової корпорації Артур Г. Бейлі? Чи ризикованіші, але ймовірно прибутковіші акції? Іншими словами: страхування поєднує ризики і невизначеність повсякденного життя з ризиками і невизначеністю фінансової сфери. Безперечно, актуарна наука забезпечує страхові компанії перевагами, яких не мають власники полісів. У часи, коли ще не було розроблено теорії вірогідності, страхувачі поводитися, як азартні гравці, нині ж вони стали власниками казино. Можна стверджувати, як це незадовго до свого падіння робив Дікі Скрайтс, що на сьогодні всі шанси на виграш зовсім не на боці гравців/власників полісів. Але економіст Кеннет Ерроу ще хтозна-коли зауважив, що більшість із нас надає перевагу тим азартним іграм, у яких вірогідність трошки програти становить 100 %

(наші щорічні страхові внески), а шанс великого виграшу (виплата страхової суми в разі якоїсь катастрофи) — вельми малий, а не тим іграм, у яких вірогідність невеликого виграшу становить 100 % (жодних внесків), але при цьому є невизначена ймовірність величезного програшу (жодних виплат у разі катастрофи). Ось чому гітарист Кіт Річардс застрахував свої пальці, а співачка Тіна Тернер — свої ноги. Страхові компанії, які вже давно асоціюються з шотландською заощадливістю, ризикують втратити свою репутацію і знеславитися через жадібність і безвідповідальність лише тоді, якщо систематично відмовлятимуться сплачувати страхові виплати своїм клієнтам.

Утім, за цим усім стоїть одна загадка. Може видатись цілком нормальним, що британці, як винахідники сучасної системи страхування, залишаються найбільш застрахованим народом світу, який щорічно сплачує страхових внесків на суму понад 12 % від ВВП, приблизно втричі більше за американців витрачають на страхування і майже вдвічі більше за німців²⁶¹. Проте трохи подумавши, ми питаємо: чому так? На відміну від США, у Британії нечасто трапляються природні катаклізми; за все моє життя я пригадую лише одну подію, яка віддалено нагадувала ураган, — це був шторм у жовтні 1987 р. Жодне британське місто не розташоване на розломі, як Сан-Франциско. І як порівняти з німецькою історією, британська, від часів заснування «Скоттіш відоуз», залишалася зразком дивовижної політичної стабільності. Тоді чому ж британці так багато витрачають на страхування?

Відповідь можна знайти в історії злету й падіння альтернативної форми захисту від ризиків: держави загального добробуту.

Від війни до добробуту

Хоч би скільки засновувалося приватних фондів на зразок «Скоттіш відоуз», завжди залишалися люди, котрі не могли скористатися благами страхування, які чи то через свою бідність, чи то через безвідповідальність не мали змоги заощаджувати на чорний день. На них чекала безрадісна доля: залежність від приватної благодійності або ж аскетичний режим робітного дому. У Лондоні, у величезному Мерілебонському робітному домі на Нортумберленд-стрит, кількість «бідних, які до того ж були скалічені, немічні, старі й сліпі» у важкі часи дорівнювала 1900. У періоди, коли погода була поганою, роботи не вистачало, а їжа дорого коштувала, «відвідувачі» чоловічої та жіночої статі приходили сюди, щоб відчувати на собі в'язничний режим. Ось як це описали в журналі «Ілюстрейтед Лондон-ньюз» (Illustrated London News) за 1867 р.:

Їх миють у великій кількості гарячої та холодної води з милом, а тоді вони отримують по 170 г хліба і пінті рідкої каші на вечерю, після чого в них забирають одяг, щоб його випрала і продезінфікували, а натомість видають теплі вовняні нічні сорочки і відправляють до ліжка. Читці вголос зачитують молитви з Біблії; уночі в загальній спальні дотримуються суворої дисципліни й тиші... Ліжко складається з набитої якимись клаптями ковдри, збитої подушки і двох пледів. О шостій годині ранку влітку і о сьомій — узимку їх будять і відправляють працювати. Жінки прибирають у кімнатах чи розбирають клоччя, а чоловіки розбивають каміння, але нікого з них не затримують на довше ніж чотири години після сніданку, який повністю повторює вечерю. Уранці їм повертають одяг, продезінфікований і очищений від паразитів, ті з них, хто бажає полагодити свої лахміття, отримують голки, нитки і латки. Якщо хтось із них занедужав — той іде на огляд до місцевого медпрацівника; надто хворі, щоб пересуватися, залишаються в лазареті.

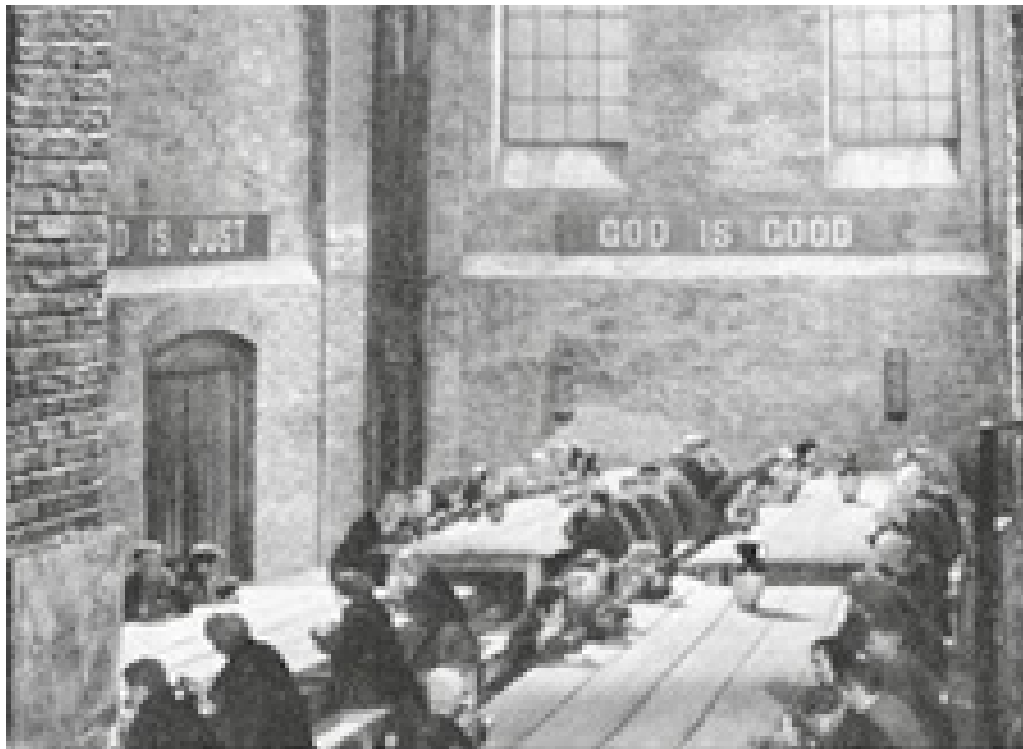
Автор цього звіту підсумовує, що «відвідувачам нема на що скаржитися... Навіть добрі самаритяни — і ті не зробили б для них більше»²⁶². Проте ближче до кінця ХІХ ст. заговорили про те, що ці нещасні заслуговують на краще. Були посіяні перші зерна нового підходу до проблеми ризику, одне з

яких невдовзі проросте паростком ідеї держави загального добробуту. Ці системи державного страхування були створені, щоб сповна скористатися економією від масштабу, щоб буквально всі громадяни були захищеними від народження і до смерті.



Дві сцени з життя в лондонському робітному домі 1902 р.:
розбір клоччя, у процесі якого необхідно було висмикувати
волокна зі старих конопляних мотузок, що потім
використовувалися в кораблебудуванні

Зазвичай ми вважаємо державу загального добробуту британським винаходом. Ми також вважаємо її винаходом соціалістів чи принаймні лібералів. Але насправді перша система обов'язкового державного медичного страхування і виплат пенсій старим людям була запроваджена не в Британії, а в Німеччині, і британцям знадобилося 20 років, перш ніж вони перейняли цей досвід. Цю систему створили аж ніяк не представники лівих партій, а їхні опоненти. Отто фон Бісмарк, запроваджуючи в 1880 р. закон про соціальне страхування, ставив перед собою мету «прищепити великим масам найбільш консервативні погляди, які неодмінно виникнуть у них, адже вони знатимуть, що мають право на пенсію». На думку Бісмарка, «з людиною, яка розраховує на пенсію в старому віці... значно легше мати справу, ніж із людиною, яка не має такої перспективи». На подив його ліберальних опонентів, Бісмарк відкрито визнав, що це «ідея державного соціалізму! Широкий загал має докласти зусиль, щоб допомогти найбільш бідним». Але його мотиви були аж ніяк не альтруїстичні. «Той, хто скористається цією ідеєю, — зазначав він, — легко прийде до влади»²⁶³. Британія наслідувала приклад Бісмарка лише в 1908 р., коли представник ліберальної партії канцлер скарбниці Девід Ллойд Джордж запровадив скромну пенсію для тих, хто досяг 70 років і пройшов перевірку матеріального стану. Слідом за цим у 1911 р. було ухвалено Акт про державне страхування. Хоча Ллойд Джордж був людиною лівих поглядів, він, утім, поділяв думку Бісмарка про те, що такі заходи здатні здобути прихильність виборців, в умовах, коли електоральна база швидко розширювалася. Бідні виборці кількісно значно перевищували заможних. Коли Ллойд Джордж збільшив прямі податки, щоб забезпечити виплату державних пенсій, то до затвердженого ним у 1909 р. бюджету приліпився ярлик — «народний бюджет».



Під час обіду в робітничому домі Св. Мерілебан.
Цілком імовірно, що божа справедливість і доброта
(як задекларовано в написках на стінах) не були настільки
очевидними для тих, хто перебував тут

Ідея держави загального добробуту своїм народженням завдячує політикам, проте дозріла вона завдяки війні. Дві світові війни дозволили уряду розширити свою діяльність і втручатися майже в усі сфери життя. Коли німецькі підводні човни відправили на дно океану не менше від 7,759 млн тонн довгих торговельних вантажів, стало зрозумілим, що приватні компанії, які спеціалізуються на страхуванні морських перевезень, не покривають ризики, пов'язані з війною. Насправді стандартний поліс «Ллойдс» у 1898 р. вже вніс деякі зміни, щоб виключити «наслідки збройних протистоянь чи воєнних операцій» (так звана умова «крім полону і захоплення»). Але коли почалася війна, ті страхові поліси, із яких викреслили згадку про ці винятки, були визнані недійсними²⁶⁴. Держава втрутилася, і у випадку США фактично націоналізувала торгові перевезення²⁶⁵, таким чином (цілком передбачувано) у страхових компаній з'явилась можливість стверджувати, що всі пошкодження, яких зазнавали кораблі з 1914 до 1918 р., були отримані внаслідок війни²⁶⁶. Із настанням миру політики спробували швидко пом'якшити наслідки демобілізації для ринку праці, запровадивши в 1920 р. схему страхування на випадок безробіття²⁶⁷. Усе це повторилося також під час і після закінчення Другої світової війни. Британську версію соціального страхування було значно розширено за умовами звіту Міжвідомчої комісії із соціального страхування і супутніх послуг, очолюваної Вільямом Беверіджем. У звіті рекомендувалося почати повномасштабний наступ на «бідність, хвороби, невігластво, убогство і неробство» шляхом запровадження низки схем державного страхування. У своєму радіозверненні у березні 1943 р. Черчилль підсумував це таким чином: «це державне обов'язкове страхування для всіх класів, на всі випадки життя від колиски до могили»; ліквідація безробіття завдяки державній політиці, яка «матиме збалансований вплив на ситуацію, який, залежно від обставин, можна буде вмикати чи вимикати»; «розширення сфер державної власності та підприємств»; забезпечення більшої кількості людей державним житлом; реформи державної освіти і значне розширення послуг у сфері охорони здоров'я та соціальної допомоги²⁶⁸.

Аргументів на підтримку державного страхування було значно більше, ніж просто встановити соціальну справедливість. По-перше, державне страхування могло заходити на території, на які приватні страхові компанії боялися ступати. По-друге, завдяки загальному, а іноді ще й обов'язковому

членству, можна було обійтися без дорогих рекламних кампаній і акцій. По-третє, як у 1930-х рр. зазначив один провідний знавець, «об'єднані разом великі кількості людей допомагають створити базу для виведення надійніших середніх показників у статистичному експерименті»²⁶⁹. Іншими словами, державне страхування спиралося на економію від масштабу; то чому б максимально не скористатися цим? Те, із яким захопленням звіт Беверіджа вітали не лише в Британії, а й по всьому світу, пояснює, чому ідея держави загального добробуту і досі має на собі ярлик «зроблено в Британії». Проте першою у світі «наддержавою загального добробуту», країною, яка максимально і найуспішніше скористалася цим принципом, була не Британія, а Японія. Ніщо не ілюструє пов'язаність держави загального добробуту з війною краще, ніж досвід Японії.

Упродовж першої половини ХХ ст. катастрофи не оминали Японію. Наприклад, 1 вересня 1923 р. в районі Канто стався потужний землетрус (7,9 бала за шкалою Ріхтера), який зруйнував міста Йокогама і Токіо. Повністю було зруйновано 128 тис. будинків, приблизно стільки ж — напівзруйновано, 900 — змило в море і ще близько 450 тис. згоріло в пожежі, яка розпочалася одразу ж після землетрусу²⁷⁰. Японці були застраховані: із 1879 до 1914 р. індустрія страхування тут практично з нуля перетворилася на жвавий сектор економіки, понад 30 страхових компаній пропонували покриття на випадок смерті, пожежі, призову на військову службу, транспортних аварій, пограбування, а також втрат, пов'язаних із морем, — і це лише декілька з 13 окремих форм страхування. До прикладу, у рік землетрусу японські громадяни придбали нових полісів страхування життя на поточний рік на суму 699 634 000 єн (328 млн доларів) за середньої ціни одного поліса 1280 єн (600 доларів)²⁷¹. Але сукупні втрати під час землетрусу дорівнювали приблизно 4,6 млрд доларів. За шість років почалася Велика депресія, через яку деякі сільськогосподарські регіони опинилися на межі голоду (на той час близько 70 % населення було задіяно в сільському господарстві, із яких 70 % обробляли в середньому лише півтора акри землі)²⁷². Країна в 1937 р. розпочала доволі дорогу і, в кінцевому підсумку, марну завойовницьку війну в Китаї. Тоді, у грудні 1941 р., Японія вирішила воювати з економічним гігантом, яким у світі вважалися США, за що зрештою довелося розплачуватися в Хіросімі й Нагасакі. Майже 3 млн людей загинуло в задалегідь приречених на поразку імперіалістичних війнах Японії, а після американських бомбардувань наприкінці 1945 р. ціна всього капіталу Японії, здавалося, звелася до нуля. Згідно з американським Звітом про стратегічні

бомбардування, загалом було знищено 40 % розбудованих кварталів у понад 60 містах; було втрачено 2,5 млн домівок, через що 8,3 млн людей опинилися на вулиці²⁷³. Практично єдиним містом, що вціліло (хоч і не повністю неушкодженим), було Кіото, колишня столиця імперії — місто, в якому досі відчувається дух домодерної Японії, оскільки це одне з останніх місць, де можна побачити традиційні дерев'яні міські будинки, що звуться матія. Варто кинути лише один погляд на ці довгі, вузькі конструкції з розсувними дверима, паперовими ширмами, відшліфованими балками і солом'яними килимками, щоб зрозуміти, чому японські міста так потерпали від пожеж.

Японія, як і інші країни, що брали участь у війні, добре засвоїла урок: світ — надто небезпечне місце, щоб приватні страхові компанії могли дати собі з ним раду. (Навіть федеральний уряд США, створивши Корпорацію з протидії військовим втратам, перебрав на себе 90 % ризиків, пов'язаних із завданою війною шкодою, — це було одним із найприбутковіших утворень державного сектору в історії, із тієї простої причини, що основна територія США взагалі не постраждала під час війни²⁷⁴). За всього бажання, люди не могли сподіватися на те, що їх застрахують від американських авіанальотів. Єдиною прийнятною відповіддю уряду на таку ситуацію було взяти на себе покриття ризиків і врешті-решт націоналізувати цю галузь. Коли японці в 1949 р. взялися розробляти систему загального страхування, їхня Консультативна рада з питань соціального захисту визнала, що завдячує британському прикладу. На думку Бундзі Кондо, переконаного прибічника системи загального соціального страхування, настав час отримати «власного японського Беверіджа»²⁷⁵. Але вони пішли у втіленні цієї ідеї навіть далі, ніж планував сам Беверідж. Їхньою метою, як сказано у звіті Консультативної ради, було створити

систему заходів, необхідних для забезпечення економічної підтримки на випадок хвороби, травми, пологів, інвалідності, смерті, старості, безробіття, великої родини та інших причин зубожіння шляхом... державних виплат... і надання державної допомоги, що гарантуватиме нужденним адекватний рівень життя²⁷⁶.

Відтепер держава загального добробуту буде захищати людей від усіх примх сучасного життя. Якщо вони народжувалися хворими, це брала на себе держава. Якщо вони не могли дозволити здобувати освіту, це брала на себе держава. Якщо вони не могли знайти собі роботу, це брала на себе

держава. Якщо вони були надто хворі й не могли працювати, це брала на себе держава. Коли вони виходили на пенсію, це брала на себе держава. А коли вони нарешті помирали, держава брала на себе утримання родичів, які фінансово залежали від померлих. Це, безперечно, перегукувалося з однією із цілей повоєнної американської окупації: «Замінити феодальну економіку на соціальну»²⁷⁷. Утім, неправильно припускати (як деякі повоєнні коментатори), що ідею держави загального добробуту в Японії «повністю нав'язано іноземною державою»²⁷⁸. Насправді ж японці створили власну державу загального добробуту — і почали вони це задовго до завершення Другої світової війни. За цим стояв не соціальний альтруїзм, а невоситимий апетит держави середини ХХ ст. до здорових молодих солдатів і робітників. Як сформулював американський політолог Гарольд Д. Лассвелл, у 1930-х рр. Японія стала гарнізонною державою²⁷⁹. Ще й такою, що виконувала обіцянки «держави загального добробуту в стані війни», пропонуючи соціальний захист в обмін на готовність принести себе в жертву на полі битви.

До 1930-х рр. в Японії також був базовий соціальний захист: страхування від нещасних випадків на виробництві та страхування життя (запроваджене в 1927 р. для фабричних працівників). Але застрахованими були менше від двох п'ятих з усієї робочої сили, задіяної в промисловості²⁸⁰. Цікаво, що план японського міністерства соціального захисту був затверджений імперським урядом Японії 9 липня 1937 р., лише через два місяці після початку війни з Китаєм²⁸¹. Спочатку вони запровадили нову систему загального медичного страхування, яка доповнила вже наявну програму страхування працівників промислової галузі. Із кінця 1938 до кінця 1944 р. кількість громадян, застрахованих за цією схемою, зросла майже в сто разів, із 500 тис. до понад 40 млн. За цим стояла цілком зрозуміла мета: здоровіше населення постачатиме здоровіших рекрутів до імператорських збройних сил. Гасло воєнного часу «всі чоловіки мають стати солдатами» трансформувалося у «всі люди мають бути застрахованими». А для того щоб забезпечити загальне медичне страхування, лікарі й фармацевтична галузь були здебільшого підпорядковані державі²⁸². У воєнні роки також були запроваджені обов'язкові пенсійні схеми для моряків і робітників, 10 % із яких покривала держава, а роботодавці та робітники — по 5,5 % кожен від зарплатні останніх. Також були зроблені перші кроки в напрямку забезпечення великої кількості людей житлом за державні кошти. Таким чином те, що відбулося в Японії після війни, переважно стало продовженням політики «держави загального добробуту в стані війни».

Новим гаслом нині було «всі люди мають бути забезпечені пенсіями». Тепер замість патерналістської практики тримати робітників на мізерній зарплаті у важкі часи, запроваджувалося страхування на випадок безробіття. Тож не дивно, що дехто в Японії вважав систему соціального захисту національним продуктом, своєрідним засобом для звеличення власної нації в мирні часи. Насправді звіт 1950 р., що містив рекомендації за британським зразком, уряд відхилив. Більшість цих рекомендацій узяли до уваги лише в 1961 р., аж тоді, коли американці залишили Японію. Наприкінці 1970-х рр. японський політик Накаґава Яцугіро вихвалявся тим, що Японія стала «наддержавою загального добробуту» саме завдяки тому, що її система відрізнялася від західних моделей (і, звісно, була досконалішою)²⁸³.

Японська система не була унікальна в інституційному плані. Більшість держав загального добробуту прагнули запровадити універсальне страхування, що забезпечує захист «від колиски до могили». Утім, японська держава загального добробуту, здавалося, була якимось чудом ефективності. Країна посідає перше місце у світі за тривалістю життя. Вона також вийшла в число лідерів у сфері освіти. Близько 90 % населення в середині 70-х років мало повну середню освіту, тоді як в Англії — лише 32 %²⁸⁴. Показник рівності в японському суспільстві був значно вищим, ніж у країнах Заходу, за винятком Швеції. А ще Японія мала найбільший у світі пенсійний фонд, тож кожен японець, який виходив на пенсію, міг розраховувати не лише на постійний прибуток упродовж усіх (зазвичай доволі тривалих) років заслуженого відпочинку, а ще й на щедрі премії. Наддержава загального добробуту була також чудом ощадливості. Лише 9 % національного прибутку в 1975 р. пішло на соціальний захист, для порівняння з 31 % у Швеції²⁸⁵. Тягар податків і соціальних виплат тут був майже удвічі меншим, ніж в Англії. На таких засадах держава загального добробуту була цілком виправдана. Японія зуміла убезпечити всі категорії населення (мінімізувавши ризики), а водночас країна розвивалася так швидко, що в 1968 р. вона посіла друге місце серед найбільших економік світу. За рік до того Герман Кан спрогнозував, що на 2000 р. Японія випередить США за показником доходу на душу населення. Насправді ще Накаґава Яцугіро стверджував, що коли взяти до уваги всі додаткові пільги, «реальний дохід японського робітника [вже] принаймні утричі перевищує дохід американського»²⁸⁶. Війна так і не перетворила Японію на провідну державу, але що не зробила війна, змогла надолужити соціальна політика. Ключем до цього було не забезпечення імперського домінування в інших

державних, а встановлення «убезпечувальної сітки» у власній країні²⁸⁷.

Утім, була в цьому одна пастка — один фатальний недолік розробленої в повоєнні роки ідеї держави загального добробуту. Ця ідея могла доволі добре працювати в Японії 1970-х рр. Але цього не можна було сказати про країни західного світу. Незважаючи на позірну топографічну й історичну схожість (архіпелаги на відстані від Євразійського континенту, імперське минуле, стримана поведінка у тверезому стані), японці й британці вельми відрізнялися за культурними особливостями. Зовні їхні системи соціального захисту могли видаватися схожими: державні пенсії, що фінансуються з податків за старою моделлю «сплачує сьогодні за сьогодні»; вихід на пенсію у визначеному віці; загальне медичне страхування; допомога з безробіття; субсидії для фермерів; доволі суворі обмеження на ринку праці. Але в двох зазначених країнах все це працювало по-різному. У Японії важливою метою соціальної політики була рівність, водночас культура соціального конформізму спонукала дотримуватися встановлених правил. На противагу цьому, через свій індивідуалізм, англійці схильні цинічно кидати виклик системі. У Японії фірми і родини надалі відігравали важливу роль у підтримці системи соціального захисту. Роботодавці пропонували додаткові пільги і неохоче звільняли робітників. Ще в 1990-х рр. дві третини японців, старших за 64 роки, жили разом зі своїми дітьми²⁸⁸. На противагу цьому, британські роботодавці без вагань скорочували робітників у важкі часи, а діти зазвичай частіше залишають літніх батьків на милість Національної служби охорони здоров'я. Можливо, ідея держави загального добробуту і перетворила Японію на економічну наддержаву, але в Британії 1970-х рр. ця ідея, здається, мала протилежний ефект.

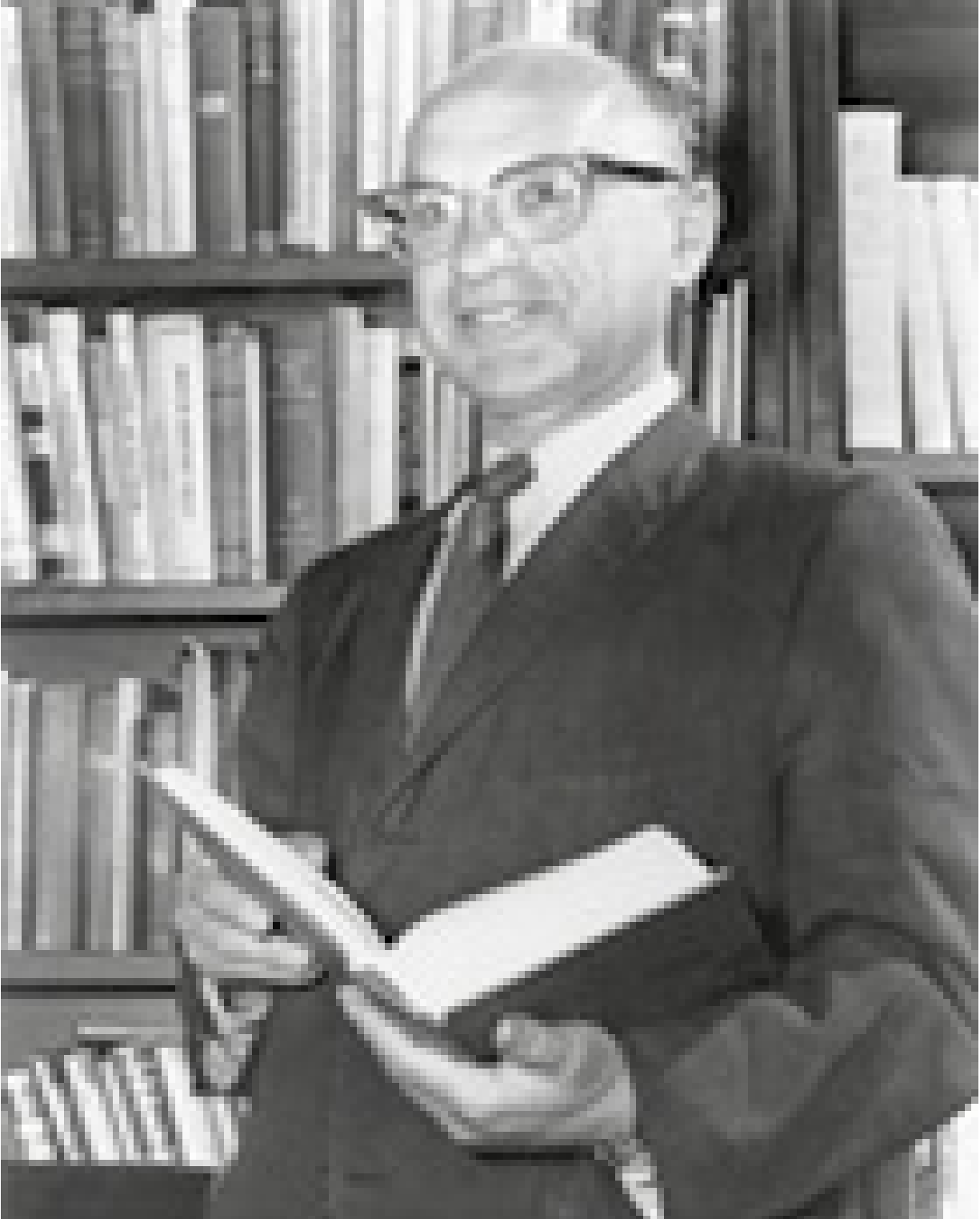
На думку представників консервативної партії Британії, те, що розпочиналося як система національного страхування, деградувало в систему державних подачок і грабіжницьких податків, яка катастрофічно підкосила економічні стимули. У період із 1930 до 1980 р. соціальні видатки в Британії збільшилися з 2,2 % від ВВП до 10 % у 1960 р., 13 % — у 1970 р. і майже 17 % — у 1980 р., більше ніж на 6 % перевищуючи аналогічні японські видатки²⁸⁹. На охорону здоров'я, соціальні служби й соціальне страхування йшло втричі більше державних коштів, ніж на оборону. Утім, результати цих витрат були гнітючі. Збільшення витрат Британії на соціальну сферу супроводжувалося уповільненням економічного зростання і зростанням інфляції до рівня, який перевищував

середній показник для розвинутих країн. Особливу проблему становило хронічно повільне зростання продуктивності (реальний ВВП на одного зайнятого працівника з 1960 до 1979 р. зріс лише на 2,8 % , у той час як у Японії він зріс на 8,1 %)290, що дуже нагадувало непоступливу тактику ведення переговорів британських профспілок (замість прямолінійного «відкласти інструменти — гайда страйкувати», вони надавали перевагу тактиці «працюємо ду-у-уже повільно»). А тим часом божевільно високі податки, які могли доходити до 100 % на особливо високі прибутки і зростання капіталу, відбивали будь-яке бажання заощаджувати та інвестувати. У британському варіанті держави загального добробуту, здається, зникли всі ті спонуки, без яких капіталістична економіка просто не могла функціонувати: прямики у вигляді серйозних грошей для тих, хто багато працює, і батіг злиднів для ледачих. Результатом стала «стагфляція»: надзвичайно повільне зростання, із високою інфляцією на додачу. Економіка США страждала від подібних проблем: тут видатки на охорону здоров'я, «Медікеа» (Medicare), забезпечення гарантованого доходу і соціальне страхування зросли з 4 % від ВВП у 1959 р. до 9 % — у 1975 р., уперше перевищивши видатки на оборону. Тож в Америці також спостерігалось повільне зростання продуктивності та буяла «стагфляція». Чим тут зарадити?

Один чоловік (як і його учні) вважав, що знає відповідь на це запитання. Здебільшого саме завдяки їхнім впливам, найвиразнішим економічним трендом останніх 25 років стала руйнація західного типу держави загального добробуту, а люди дістали різкий шок через те, що перед ними знову постало непередбачуване чудовисько, від якого, як вони вважали, їм удалося втекти, і ім'я цього чудовиська — ризик.

Чилійське диво

Мініатюрний професор із Чиказького університету в 1976 р. отримав Нобелівську премію з економіки. Мілтон Фрідман здобув репутацію поважного економіста, в основному завдяки тому, що довів: причиною інфляції є надмірне збільшення грошової маси. Він був співавтором однієї з найважливіших книжок про монетарну політику США, у якій було чітко сказано, що відповідальність за Велику депресію лежить на Федеральній резервній системі²⁹¹. Але на середину 70-х років він переймався іншим питанням: що не так із державою загального добробуту? У березні 1975 р. Фрідман полетів із Чикаго до Чилі, щоб спробувати відповісти на нього.



Мілтон Фрідман

Лише за 18 місяців до цього, у вересні 1973 р., столицю Чилі, Сантьяго, пройшлися танки, щоб повалити марксистський уряд президента Сальвадора Альєнде, чиї спроби перетворити Чилі на комуністичну державу вилилися в цілковитий економічний хаос і заклики парламенту до військового перевороту. Поки військові літаки бомбили президентський палац «Монеда», опоненти Альєнде спостерігали за цим із балконів розташованого неподалік готелю «Карера» і святкували, розпиваючи шампанське. А тим часом у палаці сам президент із АК-47 у руках (подарунком Фіделя Кастро, якого він намагався наслідувати) приєднався до оборони, від початку приреченої на поразку. Зачувши гуркіт танків, він зрозумів, що це кінець, і, загнаний у глухий кут однієї зі своїх кімнат, президент застрелився.

Цей переворот став підсумком повоєнної кризи держав загального добробуту, що охопила весь світ, а також поставив руба питання про вибір конкурентних економічних систем. Коли випуск продукції різко впав, а інфляція зашкалювала, стало очевидним, що чилійська система пільг для всіх категорій населення і державних пенсій не є життєздатною. Альєнде знайшов відповідь у запровадженні повномасштабного марксизму, коли — цілком у радянському стилі — під контроль держави перебиралися всі сфери економічного життя. Генерали та їхні прибічники були проти цього. Але тоді за що вони були? Адже зрозуміло, що статус-кво зберегти не вдасться. І тут на сцені з'явився Мілтон Фрідман. У перерві між лекціями і семінарами він знайшов 45 хвилин на розмову з новим президентом Чилі генералом Піночетом, а пізніше ще й написав для нього оцінку економічної ситуації в країні, закликаючи скоротити дефіцит державного бюджету, який він визначив основною причиною захмарної інфляції, щорічний показник якої в ті часи сягав 900 %²⁹². За місяць після візиту до Фрідмана чилійська хунта проголосила, що інфляцію треба зупинити, «хоч би чого це коштувало». Режим урізав державні видатки на 27 % і заходився спалювати банкноти пачками. Але Фрідман пропонував дещо більше за свою фірмову грошову шокову терапію. У листі до Піночета, написаному з Чикаго, професор доводив, що «ця проблема», пов'язана з інфляцією, з'явилася «ще сорок років тому через узятий на соціалізм курс і досягла логічної (і жахливої) кульмінації за режиму Альєнде». Він пізніше згадував: «Тоді я вважав... що їхні поточні проблеми майже повністю були результатом сорокарічної орієнтації на колективізацію, соціалізм і державу загального

добробуту...»²⁹³. І він запевнив Піночета: «подолання інфляції сприятиме швидкому розширенню ринків капіталу, а в подальшому — переведенню до приватного сектору підприємств і сфер діяльності, які досі зосереджені в руках держави»²⁹⁴.

За цю пораду Фрідмана засудила американська преса. Зрештою він консультував військового диктатора, на совісті якого були страти двох тисяч комуністів і тих, кого підозрювали в тому, що вони комуністи, а ще близько 30 тис. закатованих. «Нью-Йорк таймс» запитував: «...якщо чиказьку суто економічну теорію можна застосувати в Чилі лише шляхом репресій, чи не повинні її автори відчувати свою відповідальність за це?»³⁹

Роль Чикаго у становленні нового режиму не обмежилася одним візитом Мілтона Фрідмана. Починаючи з 1950-х рр. молоді талановиті чилійські економісти постійно приїздили на навчання до Чикаго в рамках програми обміну з Католицьким університетом Сантьяго, а поверталися вони повністю переконаними в необхідності збалансованого бюджету, скорочення грошової маси та лібералізації торгівлі²⁹⁵. Це були так звані чиказькі хлопчики, віддана Фрідманова піхота: Піночетів міністр фінансів, а пізніше «надміністр» економіки Хорхе Кауас, його наступник на посаді міністра фінансів Серджіо де Кастро, міністр праці, а пізніше голова центрального банку Мігель Каст і ще щонайменше восьмеро випускників із Чикаго, які працювали на уряд. Іще до повалення Альєндо вони розробили детальну програму реформ, викладену на величезній кількості сторінок, через що вона дістала назву El Ladrillo («Цеглина»). Проте найрадикальніші заходи запропонує студент Католицького університету, який надав перевагу навчання не в Чикаго, а в Гарварді. Він перший серед представників свого покоління розробив план найґрунтовнішого виклику ідеї держави загального добробуту. Тетчер і Рейган з'являться значно пізніше. У Чилі розпочалася Організована кампанія проти соціального захисту.

Коли Хосе Піньєра, якому на час захоплення влади Піночетом було 24 роки, запропонували повернутися до Чилі після завершення навчання в Гарварді, перед ним постала болісна дилема. Він не мав ілюзій щодо природи Піночетового режиму. Утім, він також вважав, що в нього з'явилася можливість утілити на практиці ідеї, які набирали обрисів у нього в голові ще відтоді, як він прибув до Нової Англії. На його думку, самого лише зменшення інфляції було недостатньо. Було важливо також налагодити

зв'язок між правом на власність і політичними правами, який лежав в основі успіху північноамериканського експерименту з капіталістичною демократією. Пін'єра вважав, що немає іншого шляху це зробити, ніж радикально перебудувати державу загального добробуту, починаючи із системи фінансування державних пенсій за принципом «сплачуйте сьогодні за сьогодні» та інших пільг. Ось як він це бачив:

Те, що починалося як система широкомасштабного страхування, перетворилося на систему оподаткування, в якій сьогоднішні внески йдуть на оплату сьогоднішніх же пільг, замість сформувати фонд для використання в майбутньому. Через такий підхід принцип ощадливості витіснило переконання, що держава комусь щось винна... Але в основі [цього підходу] лежить неправильне розуміння людської поведінки. Таким чином на особистому рівні руйнується ланка між зробленими внесками і отриманими пільгами. Іншими словами, між докладеними зусиллями і винагородою. Коли таке трапляється у великих масштабах і впродовж тривалого часу — це призводить до катастрофи²⁹⁶.

Коли Пін'єра з 1979 до 1981 р. був міністром праці (а пізніше — міністром видобувної галузі), він створив для Чилі радикально нову пенсійну систему, запропонувавши кожному робітнику можливість за бажання відмовитися від державної пенсійної системи. Замість сплачувати податок із зарплатні, вони могли вкладати таку саму суму (10 % від зарплати) на індивідуальний Особистий пенсійний рахунок, яким керуватимуть приватні й конкурентні компанії, що мали назву Administradora de Fondos de Pensiones (Управління пенсійними фондами — УПФ)²⁹⁷. Досягнувши пенсійного віку, учасники програми знімають гроші зі свого рахунку, щоб придбати на них щорічну ренту, або можуть далі працювати, сплачуючи внески. На додаток до пенсії, схема також містила премії на страхування життя і на випадок інвалідності. Метою реформи було зробити так, щоб чилійські робітники відчували, що гроші, які вони відкладають, — це справді їхній особистий капітал. За словами Ернена Бучі (який допомагав Пін'єрі розробити законодавство в галузі соціального страхування, а пізніше запроваджував реформу охорони здоров'я), «соціальні програми мають у своєму складі якісь стимули для того, щоб люди докладали зусиль і поступово відчували відповідальність за власну долю. Немає нічого жалюгіднішого за соціальні програми, які спонукають до соціального паразитизму»²⁹⁸.

Пін'єра зробив свою ставку. Він дав робітникам вибір: залишитися зі

старою системою «сплачує сьогодні за сьогодні» або перейти на нові особисті пенсійні рахунки. Він умовляв їх, регулярно з'являючись на телебаченні, щоб запевнити робітників, що «ніхто не відбирає у вас бабусині заощадження» (зі старої державної системи). Він твердо стояв на своєму, саркастично відкидаючи пропозиції про те, що не робітники особисто, а профспілки країни мають обирати, в які УПФ підуть внески їхніх членів. Нарешті 4 листопада 1980 р. реформа була затверджена і набула чинності через рік, за іронічною пропозицією Піньєри — 1 травня, у Міжнародний день солідарності трудящих²⁹⁹. Громадськість відповіла з великим захопленням. На 1990 р. понад 70 % робітників перейшли на приватну систему³⁰⁰. Кожен із них отримав новесеньку ощадну книжку, у якій фіксувалися внески і відсотки від інвестицій. На кінець 2006 р. близько 7,7 млн чилійців мали особисті пенсійні рахунки; 2,7 млн перейшли на приватне медичне страхування, за так званою системою ISAPRE, яка дозволяла робітникам відмовитися від державного медичного страхування на користь приватних компаній. Можливо, це звучить неправдоподібно, але вкупі з іншими реформами, на які надихнули чиказькі вихованці та які були втілені за правління Піночета, ця реформа спричинила значно більшу революцію, ніж та, на яку марксист Альєнде міг сподіватися в 1973 р. Ба більше, реформа запроваджувалася в період надзвичайної економічної нестабільності, яка стала наслідком погано прорахованого рішення прив'язати чилійську валюту до долара в 1979 р., коли здавалося, що дракона інфляції повністю подолано. А невдовзі по тому відсоткові ставки США підвищилися і дефляційний тиск занурив Чилі в таку глибоку рецесію, що перед чиказько-гарвардським експресом постала небезпека навечно зійти з рейок. Економіка в 1982 р. скоротилася на 13 %, що нібито реабілітувало лівих критиків Фрідманової «шокової терапії». Лише під кінець 1985 р. можна було вважати, що криза залишилася позаду. У 1990 р. стало зрозуміло, що реформа виявилася успішною: сукупні державні витрати скоротилися з 34 % від ВВП до 22 % і доброю половиною це скорочення завдячувало реформі системи соціального захисту.

Чи воно було того варте? Те, що чиказькі й гарвардські хлопці пішли на моральний компроміс, ускочивши до ліжка військового диктатора — ката і вбивці? Відповідь залежить від того, чи вважаєте ви, що ці економічні реформи допомогли прокласти стежку для повернення стійкої демократії в Чилі. Лише через сім років після перевороту, в 1980 р., Піночет погодився на нову конституцію, за якою передбачалося в десятирічний термін

повернутися назад до демократичного ладу. Після того як на референдумі в 1990 р. люди відмовилися від його керівництва, він зрікся президентства (хоча далі очолював армію ще цілих вісім років). Демократію було відновлено, а економічне диво, яке на той час уже розгорнулося на повну силу, забезпечило її виживання. Адже завдяки пенсійній реформі не лише утворився новий клас власників, які мали заощадження на пенсію. Вона також стимулювала всю чилійську економіку, бо в результаті рівень заощаджень значно зріс (на 1989 р. він становив 30 % від ВВП — найвищий показник в усій Латинській Америці). Від самого початку було запроваджено поріг: УПФ могли інвестувати за межі Чилі не більше від 6 % (пізніше — 12 %) зі своїх нових пенсійних фондів³⁰¹. Ці заходи мали на меті забезпечити, щоб нові джерела чилійських заощаджень спрямовувалися на розвиток економіки країни. Я відвідав Сантьяго в січні 2008 р. і спостерігав за тим, як брокери Банку Чилі заклопотано інвестують пенсійні внески чилійських робітників у власний фондовий ринок. Результати вражають. Щорічний показник прибутку з особистих пенсійних рахунків перевищує 10 %, віддзеркалюючи неймовірні успіхи чилійського фондового ринку, який із 1987 р. зріс у 18 разів.

Безперечно, у системи є і свої недоліки. Іноді кажуть про те, що адміністративні й бюджетні витрати на підтримку системи зависокі³⁰². Оскільки не всі мають постійну роботу, то й не всі долучаються до системи. Ті, хто працює на себе, не зобов'язані робити внески на особисті пенсійні рахунки і ті, хто працює нерегулярно, також нічого не сплачують. Таким чином значний відсоток населення взагалі не отримує пенсії, включно з мешканцями району Ла-Вікторія, котрий колись був осередком народного опору режиму Піночета, та й досі залишається тим місцем, де на стінах фарбою з балончиків намальовані обличчя Че Гевари. З другого боку, уряд готовий покрити різницю для тих, чиїх заощаджень не вистачає на мінімальну пенсію, якщо людина пропрацювала щонайменше 20 років. А ще є «базова пенсія солідарності» для тих, хто не задовольнив цих вимог³⁰³. Та найголовніше, важко сперечатися з тим, що стан економіки Чилі значно покращився від часів реформ «чиказьких хлопчиків». Показник зростання за 15 років до візиту Фрідмана дорівнював 0,17 %. За 15 років він уже становив 3,28 % — майже у 20 разів більше. Рівень бідності значно скоротився — до 15 % проти 40 % у решті країн Латинської Америки³⁰⁴. На сьогодні Сантьяго — це прекрасне місто посеред Анд, найбагатше і найпривабливіше місто на континенті.

Показником успішності чилійської пенсійної реформи є те, що її запозичують по всьому континенту і навіть по всьому світу. У Болівії, Сальвадорі та Мексиці чилійську схему скопіювали з точністю до останньої літери. Перу й Колумбія запровадили приватні пенсії як альтернативу державним³⁰⁵. Казахстан також запозичив чилійський досвід. Навіть члени британського парламенту проклали стежку від Вестмінстеру до порога Піньєри. Іронія полягає в тому, що чилійські реформи були значно радикальніші за ті, які в різні періоди намагалися запровадити в США, цьому центрі вільної ринкової економіки. Утім, реформа соціального забезпечення в Північній Америці наближається, незалежно від того, подобається це комусь чи ні.

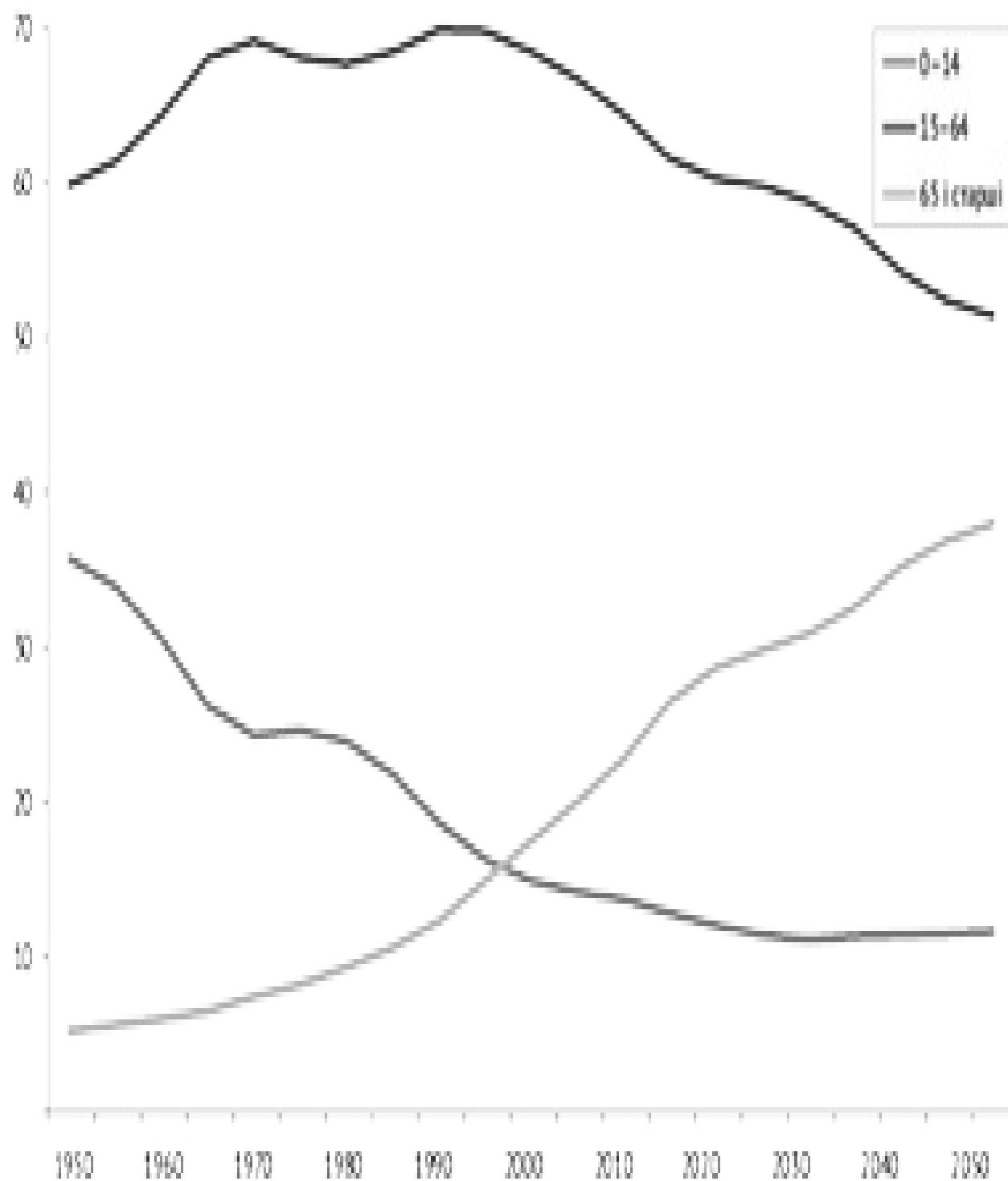
Коли по Новому Орлеану вдарив ураган «Катріна», на поверхню вийшли реалії американської системи, яких багато людей намагалися не помічати. Так, Америка мала систему соціального захисту. І ні, вона не працювала, як належить. Адміністрації Рейґана і Клінтона запровадили те, що видавалося радикальними реформами сфери соціального захисту, знизивши допомогу з безробіття і скоротивши періоди, упродовж яких таку допомогу можна вимагати. Але жодна реформа не може відгородити систему від факту старіння населення США і зростання цін на послуги приватних компаній, що спеціалізуються на медичному страхуванні.

США має унікальну систему соціального захисту. Служба соціального забезпечення гарантує мінімальні державні виплати всім пенсіонерам, водночас система «Медікеа» покриває всі медичні витрати літніх людей та інвалідів. Через допомогу малозабезпеченим та витрати на медичну допомогу, федеральні програми соціального захисту обходяться державі майже в 11 % ВВП. Утім, послуги у сфері охорони здоров'я в США майже повністю забезпечуються приватними компаніями. У кращому випадку, це дуже якісні послуги, але недешеві. Якщо вам потрібне медичне обслуговування до того, як ви вийдете на пенсію, вам знадобиться медичний страховий поліс від приватної компанії, якого не мають приблизно 47 млн американців, адже такий поліс можуть собі дозволити лише ті, хто має постійну офіційну роботу. У результаті складається так, що система соціального захисту не є всеосяжною, покриває значно менше громадян, ніж аналогічні європейські системи, але водночас влітає в копійку. Починаючи з 1993 р. держава витрачає на службу соціального захисту більше, ніж на національну безпеку. Державні витрати на освіту в відсотковому вираженні від ВВП (5,9 %) вищі, ніж у Британії, Німеччині

чи Японії. Держава витрачає на охорону здоров'я близько 7 % ВВП, стільки само, як Британія, але приватні особи витрачають на медичні послуги значно більше (8,5 % проти мізерних 1,1 % у Британії)³⁰⁶.

Така система соціального захисту абсолютно не готова до швидкого зростання кількості претендентів на отримання допомоги. Але саме із цим зіткнулася Америка тепер, коли представники покоління так званих бебі-бумерів, народжених після Другої світової війни, виходять на пенсію³⁰⁷. За даними ООН, відтепер і до 2050 р. середня тривалість життя чоловіків у США найімовірніше зросте з 75 до 80 років. Упродовж наступних 40 років відсоток американців, старших за 65 років, за прогнозами, має зрости з 12 до 21 %. На жаль, чимало майбутніх пенсіонерів не спромоглися гідно забезпечити своє життя на час після закінчення трудової діяльності. Згідно з опитуванням 2006 р. про впевненість у майбутній пенсії, 6 із 10 американських працівників відповіли, що заощаджують на пенсію, і лише 4 із 10 відповіли, що підраховували, скільки саме коштів їм треба заощаджувати. Багато з тих, хто не заощаджує достатньо, вважає, що зможе компенсувати це, працюючи довше. Середньостатистичний працівник планує працювати до 65 років. Але виявляється, що фактично він чи вона йде на пенсію в 62 роки; насправді приблизно 4 з 10 американських працівників припиняють працювати раніше, ніж планували³⁰⁸. Це має сумні наслідки для федерального бюджету, адже за тих, хто не розрахував свої сили, швидше за все, у той чи інший спосіб заплатять платники податків. На сьогодні середньостатистичний пенсіонер щорічно отримує допомогу служби соціального забезпечення, «Медікеа» та «Медікейд» (Medicaid) на суму 21 тис. доларів на рік. Помножте це на 36 млн сьогоднішніх пенсіонерів і ви зрозумієте, чому ці програми поглинають таку величезну частку податкових надходжень із федерального бюджету. І ця частка ще зростатиме, не лише через те, що кількість пенсіонерів зростатиме, а ще й тому, що ціна послуг «Медікеа», наприклад, не контролюється і зростає вдвічі швидше за показник інфляції. Справи ще погіршилися, коли в 2003 р. програма «Медікеа» почала покривати ще й видатки на прописані ліки. За прогнозом одного з членів правління «Медікеа», який має промовисте ім'я Томас Р. Сейвінг (saving — «заощадження»), на 2019 р. лише «Медікеа» буде поглинати 24 % всіх федеральних податкових зборів. Із наявних цифр також випливає, що федеральний уряд має значно більше незабезпечених коштами зобов'язань, ніж показує в офіційних даних. За останніми підрахунками Рахункової палати США, приховані кредитні зобов'язання за незабезпеченими в

майбутньому витратами служби соціального забезпечення і «Медікеа» становлять 34 трлн доларів³⁰⁹. Це вчетверо перевищує суму офіційного державного боргу.



Демографія кризи соціального забезпечення: Японія, 1950–2050 рр.
(відсоток населення за віковою групою)

За іронією долі, є лише одна країна, у якій проблема старіння населення має ще серйозніші наслідки для економіки, ніж у США. Ця Японія. Проект «наддержави загального добробуту» в Японії виявився настільки успішним, що на 1970-ті рр. тривалість життя в цій країні була найбільшою у світі. Але через це, вкупі зі скороченням народжуваності, виникло найстаріше у світі суспільство, в якому понад 21 % населення старші за 65 років. Згідно з Міжнародним економічним дослідженням «Накамае», на 2044 р. кількість літніх людей зрівняється з кількістю тих, хто працює³¹⁰. Через це Японія тепер бореться з глибокою структурною кризою системи соціального захисту, яка не передбачає давати собі раду з тим, що японці називають «довговічним суспільством»³¹¹. Попри підвищення пенсійного віку, уряд ще не вирішив проблему системи державних пенсій. (Не поліпшує справи і той факт, що багато людей, які працюють на себе, а також студентів — уже не кажучи про деяких провідних політиків — не сплачують необхідні внески до фондів соціального захисту). Тим часом, від початку 1990-х рр. державні фонди медичного страхування відчувають значний дефіцит коштів³¹². Нині на бюджет сфери японського соціального захисту йде три чверті податкових зборів. Борг у цій сфері вже перевищив квадрильйон єн — це близько 170 % ВВП³¹³. Утім, аналогічні приватні інституції тут також не в кращому становищі. Компанії, що спеціалізуються на страхуванні життя, відчайдушно намагаються вижити ще з часів біржового краху 1990 р.; три найбільші страхові компанії збанкрутували між 1997 і 2000 рр. Пенсійні фонди перебувають у не менш відчайдушній ситуації. Оскільки більшість розвинених країн світу тепер рухаються в тому самому напрямку, популярна пісня 1980-х рр. про «перетворення на японця» набуває цілком нового змісту. Нині активи найбільших у світі пенсійних фондів (серед яких фонд японського уряду, аналогічний голландський фонд, а також фонд Державних службовців Каліфорнії), зрісши на 60 % у період із 2004 по 2007 р., перевищують 10 трлн доларів³¹⁴. Але чи, врешті-решт, їхні зобов'язання зростуть настільки, що навіть цих величезних сум буде недостатньо?

Довша тривалість життя — це добра новина для окремих осіб, але погана — для держави загального добробуту, а також політиків, які мають переконати виборців у необхідності реформувати її. Ще гіршою новиною за те, що населення світу старішає, може бути новина, що сам світ стає дедалі небезпечнішим³¹⁵.

Із захистом і без

А якщо атаки міжнародних терористичних організацій відбуватимуться частіше і/чи з більш фатальними наслідками, поки Аль-Каїда шукає зброю масового знищення? Насправді є серйозні підстави цього боятися.

Зважаючи на те, що наслідки терористичних атак 2001 р. були ще відносно обмеженими, Аль-Каїда має серйозні спонуки влаштувати «ядерне 11 вересня»³¹⁶. Її прихильники цього не заперечують: навпаки, вони відкрито вихваляються тим, що мають амбіції «вбити 4 млн американців, із них — 2 млн дітей, ще вдвічі більшу кількість зробити біженцями, поранити і покалічити ще сотні тисяч»³¹⁷. Цього не можна відкидати як пустопорожні вихваляння. Як каже Грем Еллісон із Белферівського центру в Гарварді, «якщо США та інші держави продовжуватимуть у тому самому дусі, то на 2014 р. цілком можна очікувати ядерної атаки терористів на якесь із великих міст». На думку одного з розробників водневої бомби Річарда Гарвіна, уже тепер «вірогідність ядерного вибуху, в тому числі в якомусь американському чи європейському місті, у кожен окремий рік досягла 20 %». За іншими підрахунками, зробленими колегою Еллісона Метью Банном, шанси ядерної терористичної атаки впродовж наступних 10 років оцінюються у 29 %³¹⁸. Навіть невеликий ядерний пристрій у 12,5 кілотонн знищить до 80 тис. людей, якщо здетонує в американському місті середнього розміру, а воднева бомба в 1 мегатонну може знищити аж 1,9 млн людей. Приблизно така сама кількість людей може загинути в разі успішної біологічної атаки з використанням збудників антраксу (сибірки)³¹⁹.

А якщо глобальне потепління спричинить ще більше стихійних лих? Тут теж є серйозні підстави для занепокоєння. На думку наукових експертів Міжурядової групи з питань кліматичних змін (МГКЗ), у результаті спричиненого людьми глобального потепління «в усіх регіонах почастишали сильні опади». Є «дані спостережень, які свідчать про збільшення значної активності тропічних циклонів у Північній Атлантиці починаючи приблизно з 1970 р.» Підвищення рівня Світового океану, спрогнозоване МГКЗ, неминуче призведе до збільшення шкоди від

повеней, спричинених ураганами на кшталт «Катріни»³²⁰. Не всі вчені погоджуються з тим, що ураганна активність уздовж Атлантичного узбережжя США зростає (як стверджує Ел Гор у своєму фільмі «Незручна правда»). Але буде помилкою безтурботно вважати, що це не так, особливо якщо брати до уваги той факт, що у штатах, вразливих до ураганів, триває масштабна житлова забудова. Для урядів, які й без того хитаються під вагою дедалі більших соціальних зобов'язань, збільшення частотності й масштабу катастроф може стати фатальним у фінансовому плані. Витрати, пов'язані зі страхуванням (і перестраховуванням) після терористичних атак 11 вересня, становили, за різними оцінками, 30–58 млрд доларів, майже стільки само склали страхові витрати після урагану «Катріна»³²¹. В обох цих випадках федеральному уряду США довелося прийти на допомогу приватним страхувачам, щоб ті могли виконати свої зобов'язання, швидко запровадивши після 11 вересня федеральне страхування на випадок терористичних атак, а також узявши на себе значну частину витрат на термінову допомогу і відбудову вздовж узбережжя Мексиканської затоки. Іншими словами, як і під час світових війн, держава загального добробуту виходить на сцену тоді, коли приватні страхувачі перевантажені. Але коли йдеться про стихійні лиха, це має і зворотний бік. Виходить так, що платники податків із відносно безпечних регіонів країни мають фінансово підтримувати тих, хто живе в регіонах, де урагани трапляються досить часто. Можливим шляхом виправлення такої несправедливості може бути створення федеральної програми перестраховування для покриття в разі таких масштабних катастроф. Замість змушувати платників податків віддавати свої гроші на випадок великих катастроф, страхувачі встановлюватимуть диференційовані внески (вищі для тих, хто живе найближче до ураганних зон) і зможуть уникнути наслідків, аналогічних тим, що були спричинені «Катріною», переклавши частину ризику на уряд³²². Але є ще й інший варіант.

Страхування і соціальний захист — це не єдині варіанти забезпечити собі захист від майбутніх потрясінь. Найрозумніший спосіб це зробити — вдатися до геджування. На сьогодні всі чули про гедж-фонди, як-от «Цитадель» Кеннета Гріффіна зі штаб-квартирою в Чикаго. Як засновник інвестиційної групи «Цитадель», одного із 20 найбільших гедж-фондів світу, нині Гріффін розпоряджається активами на суму приблизно 16 млрд доларів. Серед них є чимало так званих проблемних активів, які Гріффін за найнижчу ціну купує в збанкрутілих компаній на кшталт «Енрону». Не буде перебільшенням сказати, що Кен Гріффін обоює ризик. Він живе і

дихає невизначеністю. Ще з тих часів, як він розпочав торгувати конвертованими облігаціями зі студентського гуртожитку в Гарварді, він бенкетував на «товстих хвостах». Головний офшорний фонд «Цитаделі» починаючи з 1998 р. щорічно дає 21 % прибутку³²³. Коли в 2007 р. всі інші фінансові інституції втрачали мільярди через кредитну кризу, Гріффін особисто заробив понад мільярд доларів. Серед витворів мистецтва, які прикрашають його квартиру в пентгаузі на Норт-Мічиган-авеню, — картина «Фальстарт» Джаспера Джонса, за яку він заплатив 80 млн доларів, а також Сезанн, який обійшовся йому в 60 млн доларів. Весілля Гріффіна відбулося у Версалі (у французькому палаці, а не в однойменному містечку в штаті Іллінойс)³²⁴. Геджування, очевидно, є вигідним бізнесом у цьому ризикованому світі. Але що саме воно означає і звідки бере свій початок?

Геджування (від англ. hedge — «огорожа»), цілком очікувано, бере свій початок у сільському господарстві. Для фермера, який вирощує зернові, немає нічого важливішого за ціну, яку дадуть за збіжжя, після того, як він збере врожай і привезе його на ринок. Але ціна може виявитися нижчою або вищою за ту, на яку він сподівався. Ф'ючерсна угода дозволить фермеру захистити свої інтереси, зобов'язавши купця придбати збіжжя, коли його привезуть на ринок за тією ціною, про яку домовилися ще під час сівби. Якщо ринкова ціна в день доставки виявиться нижчою, ніж очікувалося, інтереси фермера будуть захищені; купець, який підписав із ним контракт, звісно ж, сподівається на те, що ціна буде вищою і він отримає вигоду. Коли американські прерії переорали й засіяли, а канали і залізничні колії з'єднали їх із великими містами промислового північного сходу країни, вони перетворилися на державну житницю. Але пропозиція і попит, а отже, і ціни, надзвичайно сильно коливалися. У період із січня 1858 р. по травень 1867 р., почасти внаслідок Громадянської війни, ціна пшениці злетіла з 55 центів до 2 доларів 88 центів за бушель, а тоді в березні 1870 р. знову впала до 77 центів. Перші форми захисту інтересів фермерів — це так звані форвардні угоди, тобто звичайні двосторонні домовленості між продавцем і покупцем. Проте ф'ючерсна угода — це вже стандартний інструмент, який випускається на ф'ючерсній біржі, а отже, нею можна торгувати. Коли розвинулися стандартні ф'ючерсні угоди «до часу доставки» товару, були встановлені правила розв'язання суперечок і нарешті виникла рахункова палата — тоді народився перший справжній ф'ючерсний ринок. Сталося це в Місті Вітрів — Чикаго. А місцем народження постійної ф'ючерсної біржі в 1874 р. була Чиказька продуктова біржа, предтеча нинішньої Чиказької товарної біржі, бази для геджування

на товарних ринках США325.

Справжнє геджування повністю ліквідує будь-який ризик для цін. Воно передбачає, що спекулянт, який виступає контрагентом, візьме ризик на себе. Проте на практиці більшість залучених у геджування так чи інакше вдаються до спекуляцій, шукаючи шляхів отримати прибуток від майбутніх змін у цінах. Почасти через занепокоєння громадськості (їм здавалося, що ф'ючерсні ринки не набагато кращі, ніж казино), лише в 1970-х рр. стало можливим укладати ф'ючерсні угоди на курси валют і відсоткові ставки, і лише в 1982 р. ф'ючерсні угоди з'явилися на фондовій біржі.

Гріффін у «Цитаделі» звів разом математиків, фізиків, інженерів, інвестиційних аналітиків і передові комп'ютерні технології. Деяко з їхніх занять насправді є фінансовим відповідником ядерної фізики. Але в основі їхніх дій лежать прості принципи. Оскільки всі ф'ючерсні угоди відштовхуються від ціни активів, що лежать в їх основі, то вони є похідними фінансовими інструментами — деривативами. Близько пов'язаними з ф'ючерсами, хоч і відмінними від них, є фінансові угоди, відомі як опціони. По суті, покупець кол-опціону має право, але не обов'язок, купити у продавця (райтера) опціону обумовлену кількість певного товару чи фінансових активів у встановлений час (час, коли спливає термін дії опціону) за певну ціну (знану як страйк-ціна). Звісно, покупець очікує, що в майбутньому ціна фінансового інструменту, про який ідеться, зросте. Коли ціна досягає домовленої позначки — страйк-ціни, опціон «перетворюють на гроші» — із грошима ж залишається і той розумник, що придбав його. Пут-опціон є дечим протилежним: покупець цього опціону має право, але не обов'язок, продати встановлену кількість чогось продавцю цього опціону. Третім різновидом похідного фінансового інструменту є своп, який, по суті, є не чим іншим, як парі, що укладається між двома сторонами, наприклад, щодо майбутньої траєкторії руху відсоткових ставок. Справжній відсотковий своп дозволяє двом сторонам, які вже отримують відсоткові виплати, обмінятися (англ. swap — «обмін») ними, тож той, хто отримує змінну відсоткову ставку, може обміняти її на фіксовану, на випадок, якщо ставка знизиться. Водночас кредитний дефолтний своп пропонує захист на випадок, якщо компанія відмовиться здійснювати виплати за своїми зобов'язаннями. Проте найдивовижнішим різновидом похідних фінансових інструментів є погодні деривативи — облігації на природні лиха, які дозволяють страховим компаніям та іншим відшкодувати виплати за наслідки екстремальних температур чи стихійних

лих, продаючи так звані хвостові ризики таким гедж-фондам, як «Фермат капітал» (Fermat Capital). У результаті покупець облігацій на випадок катастрофи продає страховий поліс: якщо зазначена катастрофа відбудеться, покупець зобов'язується сплатити домовлену суму. З другого боку, продавець сплачує привабливо високу відсоткову ставку. Сукупна номінальна вартість погодних деривативів у 2006 р. склала близько 45 млн доларів.

Колись більшість цих похідних інструментів були стандартними фінансовими інструментами, що випускалися на біржах, як-от Чиказька товарна біржа, яка стала першим ринком, де з'явилися погодні деривативи. Проти нині великий відсоток деривативів готують на замовлення і продають поза біржами, часто це роблять банки, які беруть за цю послугу чималі комісійні. Згідно з даними Банку міжнародних розрахунків, у грудні 2007 р. загальна умовна сума непогашених позабіржових деривативних угод (тобто укладених із конкретною метою між двома сторонами) досягла приголомшливих 596 трлн доларів, за валової ринкової ціни, що трохи перевищує 14,5 трлн доларів⁴⁰. Хоча деривативи і називають «фінансовою зброєю масового знищення», традиційні інвестори, як, от Воррен Баффет (який, однак, також заробляв на них), у Чикаго в 2007 р. вважали, що світова економічна система ще ніколи не була краще захищеною від несподіванок, — наступного року ця позиція зазнала серйозного удару, коли гедж-фонди в середньому втратили понад 21 %, а фонди «Цитаделі» впали на 51 %.

Проте фактом залишається те, що в результаті цієї фінансової революції світ розділився на дві частини: на захищених геджуванням (чи принаймні тих, хто може собі це дозволити) і незахищених. На геджування потрібні чималі гроші. Зазвичай гедж-фонди вимагають мінімальних інвестицій на шести- чи семизначну суму, а також нараховують щонайменше 2 % за керування вашими грошима («Цитадель» бере учетверо більше), а ще 20 % із доходів. Це означає, що більшість великих корпорацій можуть дозволити собі захиститися геджуванням від несподіваних збільшень відсоткових ставок, курсів валют чи цін на товари. За бажання, вони також можуть захиститися від майбутніх ураганів чи терористичних атак, продаючи облігації на випадок катастрофи та інші похідні інструменти. Для порівняння: більшість звичайних домогосподарств узагалі не можуть дозволити собі геджування, а навіть якби й могли, то не знають, як це робиться. Ми, прості смертні, усе ще покладаємося на відносно прості й

часто недешеві інструменти, як-от страхові поліси, щоб захиститися від неприємних життєвих несподіванок, або ж сподіватися на те, що нам на допомогу примчить держава загального добробуту.

Звісно, є ще й третя, значно простіша стратегія — старі добрі заощадження на чорний день. А ще краще — позика на купівлю активів, ціна на які, ймовірно, зросте в майбутньому і стане тим буфером, що захистить нас від негараздів. Останніми роками для багатьох родин убезпечення від невизначеності майбутнього набуло дуже простої форми інвестування в нерухомість (зазвичай через позику, тобто в борг): вони сподіваються, що ціна на нерухомість поступово зростатиме аж до того дня, коли годувальники родини зберуться на пенсію. Якщо накопиченої пенсії виявиться недостатньо, нічого страшного. Якщо у вас закінчиться термін дії медичного страхового поліса — не панікуйте. Адже у вас завжди буде дім, любий дім.

Проте ця стратегія як альтернатива страховому полісу чи пенсійному плану має один очевидний недолік. Із нею у вас тільки один шлях — ви робите абсолютно непевну ставку лише на один ринок — ринок нерухомості. На жаль, як ми побачимо з наступного розділу, ставлячи на цеглу й будівельний розчин, ви не можете почуватися так само безпечно, як за мурованою стіною. І зовсім не обов'язково жити в Новому Орлеані, щоб переконатися в цьому на власному гіркому досвіді.

[31 Типовий страховий поліс, який отримує власник нерухомості на узбережжі Мексиканської затоки, містить Припис про відрахування в разі урагану, де зазначено відсоток, який вираховується, якщо трапиться один із таких випадків, як «безпосередня фізична втрата чи пошкодження застрахованого майна, спричинені вітром, поривами вітру, градом, дощем, торнадо чи циклонами, які стали результатом урагану». Проте зазвичай із цього переліку є винятки: «Ми не страхуємо... жодні втрати, які б не трапилися за відсутності одного чи більше з перерахованих виключених випадків», серед яких «школа від води, а саме... повінь, поверхневі води, хвилі, приливна вода, цунамі, сейш \[хвилі на озері\], розливи водойм, або похідне від будь-чого із цього, незалежно від того, чи було це принесено вітром чи ні». Ба більше: «Ми не страхуємо випадки таких втрат, незалежно від а\) причин виключених випадків; чи б\) інших причин втрат; в\) того, чи інші причини діяли одночасно чи до або після виключених](#)

випадків, які призвели до втрат; г) того, чи події відбулися несподівано чи поступово...» Це класичний випадок приписів дрібним шрифтом, щоб обмежити відповідальність страхової компанії так, щоб власник поліса цього не зрозумів.

32 Чистий дохід американських компаній, що опікуються страхуванням майна і життя, після сплати всіх податків у 2005 р. становив 43 млрд доларів, а 2006 р. — 64 млрд доларів; для порівняння: упродовж трьох попередніх років їхній дохід був меншим за 24 млрд доларів.

33 На плівку було записано, як Скрагґсів колега Тімоті Балдуччі пропонував суддеві Леккі 40 тис. доларів. «Єдина у світі особа, окрім нас із вами, яка обговорювала це зі мною, — це Дік, — сказав пан Балдуччі Леккі. — Ми, е-е-е, як я казав... усього лише трьом особам у цьому світі щось відомо про це... і дві з них сидять тут, а ще одна, е-е-е, це Скрагґс... Ми з ним, е-е-е, як би це сказати, за останні п'ять–шість років, ну, поховали кількох мерців, ну, знаєте, і лише ми з ним знаємо, про що йдеться». Балдуччі зателефонував Скрагґсові 1 листопада 2007 р., щоб повідомити, що суддя тепер видається «трохи більш схильним ознайомитися з фактами і законом, ніж раніше», і запитати, чи Скрагґс «готовий запропонувати трохи, знаєш, більше, щось типу 10 штук чи трохи більше». Скрагґс відповів, що «потурбується про це».

34 Більше про дискусії щодо цього важливого розрізнення див. у післямові (с. 328).

35 Історія страхування від пожеж є прекрасною ілюстрацією того, що поки грім не вдарить, мужик не перехреститься. Лише після нью-йоркської пожежі 1835 р. американські штати почали вимагати, щоб страхові компанії тримали відповідні резерви. Лише після гамбурзької пожежі 1842 р. було винайдене вторинне страхування, яке дозволяло страховим компаніям розподілити між собою ризики, пов'язані з масштабними катастрофами.

36 Воллас також був членом Единбурзького філософського товариства, у якому він представив свою «Дисертацію про кількість людства в давні й нові часи» — працю, яка в деяких моментах стала передтечею пізнішого «Есея про принципи населення» Томаса Мальтуса.

37 Скотт став жертвою фінансової кризи, запущеної першою борговою

кризою в Латинській Америці (див. розділ 2). Імовірно, він також став жертвою власних апетитів до нерухомості. Щоб знайти кошти на свій улюблений маєток в Ебботсфорді, автор погодився стати партнером видавців, які публікували його книжки, а також пов'язаного з ними видавничого дому «Джеймс Баллантайн і Ко». Ще він став інвестором свого видавця Арчибальда Констебля, сподіваючись, що відсоток від цих інвестицій буде більшим за традиційні роялті. Він тримав ці ділові справи в таємниці, адже вважав їх несумісними з обов'язками секретаря Сесійного і шерифського судів. Через банкрутство видавництва Баллантайна і Констебля в 1825 р. у Скотта з'явилися борги на суму 117–130 тис. фунтів. Замість продати Ебботсфорд, Скотт запрягся повернути собі нормальне фінансове становище письменництвом. Йому це вдалося, але за це довелося розплачуватися власним здоров'ям і передчасною смертю в 1832 р. Якщо б він помер ще раніше, кредитори стали б його бенефіціаріями за полісом «Скоттіш відоус».

38 Перша реклама 1986 р. була знята Девідом Бейлі з донькою актора Роджера Мура Деборою в ролі неправдоподібно спокусливої шотландської вдови.

39 Фрідман у 1988 р. зауважив, що подібні поради щодо боротьби з інфляцією він давав китайському урядові, втім, це не збурило «лавини заперечень проти моєї готовності давати поради настільки лихому урядові», попри те, що він «був і лишається значно репресивнішим за чилійську військову хунту».

40 Тобто умовна ціна непогашених угод, якщо всі деривативи будуть сплачені, майже в 4,5 раза перевищує приблизну ринкову ціну контрактів.

5. Як за мурованою стіною

Улюбленою економічною грою англomовного світу є гра з нерухомістю. Жодна інша сфера фінансового життя так не зачаровує звичайних обивателів. Жодні інші рішення про розміщення активів не викликали так багато обговорень під час святкових обідів. Ринок нерухомості є унікальним. Кожна доросла людина, незалежно від того, наскільки вона економічно неграмотна, має власну думку щодо майбутніх перспектив цього ринку. Навіть дітей, ще задовго до того, як у них з'являться власні гроші, навчають, як іти вгору майновою драбиною⁴¹. А навчаємо ми їх цьому, буквально пропонуючи зіграти в гру з нерухомістю.

Гру, яку ми сьогодні знаємо під назвою «Монополія», у 1903 р. виграла американка на ім'я Елізабет (Лізі) Філіпс, віддана послідовниця радикального економіста Генрі Джорджа. Вона мріяла про утопічний світ, у якому існуватиме єдиний податок — земельний. Початковою метою гри було викрити несправедливість соціальної системи, де значна меншість землевласників має зиск із рент, отриманих від орендарів. Ця гра-предтеча «Монополії» оригінально звалася «Гра в землевласника», але вже тоді мала низку знайомих нам рис — видовжена прямокутна доріжка, кут «До в'язниці», але вона виявилася надто складною і дидактичною, щоб привабити пересічного гравця. Насправді серед перших поціновувачів цієї гри була пара ексцентричних університетських професорів — Скот Нирінг із Вартонського університету і Гай Тагвелл — із Колумбійського, які адаптували її для використання у навчальному процесі. Комерційний потенціал гри зумів розгледіти безробітний інженер-водопровідник на ім'я Чарльз Дерроу, після того як друзі показали йому версію гри, адаптованої під вулиці Атлантик-Сіті, приморського курорту в штаті Нью-Джерсі. Дерроу змінив дизайн гральної дошки, тож тепер кожен квадратик перетинала яскрава стрічка з назвою вулиці, а також вручну вирізав фігурки будиночків і готелів, які гравці могли побудувати на придбаних ділянках. Дерроу мав вправні руки (за вісім годин він міг повністю виготовити одну гру), а до того ж і комерційну жилку, тож зміг умовити філадельфійський універмаг Джона Вонамейкера й іграшковий магазин Ф. А. О. Шварца придбати його гру до різдвяного сезону 1934 р. Невдовзі він уже продавав

більше, ніж міг зробити самотужки. Компанія-виробник настільних ігор «Паркер бразерз» (яка свого часу відмовилась виготовляти «Гру в землевласника») у 1935 р. викупила в нього гру³²⁶.

Здавалося б, Велика депресія була непідходящим часом, щоб запускати виробництво гри, яка на сьогодні перетворилася на гру майбутніх власників нерухомості. Але ймовірно, ті різнокольорові іграшкові гроші були тим, чим приваблювала «Монополія». «Як можна здогадатися з назви гри», — анонсували «Паркер бразерз» у квітні 1935 р.:

гравці мають справу з нерухомістю, залізницями і місцями публічного використання, намагаючись здобути монополію на якусь власність, із тим, щоб отримувати орендну плату з інших гравців. Дух захоплює, коли маєте справу з такими знайомими проблемами, як іпотека, податки, фонд взаємодопомоги, опціони, орендна плата, відсоткові ставки, занедбана нерухомість, готелі, багатоквартирні будинки, енергетичні компанії та інші операції, для яких ми надаємо купу грошей³²⁷.

Гра мала неймовірний попит. На кінець 1935 р. було продано 250 тис. коробок. Уже за чотири роки свої версії гри створили в Британії (тут компанія «Веддингтонс» (Waddington's) створила лондонську версію — першу, у яку мені довелося грати), Франції, Німеччині, Італії та Австрії — хоча фашистські уряди мали, щонайменше, неоднозначне ставлення до цієї гри з її неприховано апологетичним ставленням до капіталізму³²⁸. На час Другої світової війни гра була настільки популярна, що британська розвідка могла використовувати коробки з-під «Монополії», котрі розповсюджував Червоний Хрест, для підпільного передавання британським військовополоненим у німецьких таборах наборів для втечі, які містили мапи та справжні європейські гроші³²⁹. Безробітні американці й полонені британці полюбили грати в «Монополію» з однієї причини: навіть коли за вікном важкі часи, граючи в «Монополію», ви можете помріяти про те, як скуповуєте цілі вулиці. Гра навчає нас — і це повністю суперечить оригінальному задуму винахідниці гри, — що мати нерухомість — це мудро. Що її у вас більше, то більше грошей ви заробляєте. Загальноновизнаною істиною, особливо в англомовному світі, стало те, що найвигідніше інвестувати в цеглу і будівельний розчин.

Є англійський вислів «безпечний як дім» — він пояснить вам усе, що потрібно знати, щоб зрозуміти, чому люди по всьому світу прагнуть стати

власниками житла. Але у світі фінансів ця фраза має іще конкретніше значення. Вона означає, що найбезпечніше позичати гроші людям із нерухомістю. Чому? А тому, що в разі, коли вони не зможуть погасити позику, ви просто відберете в них житло. Навіть якщо вони втечуть, дім залишиться на місці. Не дарма ж земля і будинки в деяких мовах зветься «нерухомим» майном. Тож не випадково, що головним джерелом фінансування бізнесменів-початківців у США є позика під заставу житла. Відповідно фінансові інституції чимдалі — то більш охоче давали позики тим, хто бажає придбати власне житло. Від 1959 р. сукупний непогашений іпотечний борг у США зріс у 25 разів. На кінець 2006 р. американці — власники нерухомості заборгували суму, що дорівнює 99 % ВВП країни, для порівняння — 50 років тому цей борг складав лише 38 %. Цей сплеск позик допоміг профінансувати інвестиційний бум на ринку нерухомості, який у 2005 р. сягнув піку за останні п'ятдесят років. На даний момент складається враження, що нова забудова не встигає за зростанням попиту. У першій половині 2005 р. ВВП майже половиною свого збільшення завдячував житловому будівництву.

В англomовному світі пристрасть до нерухомості також лягла в основу політичного експерименту: створення перших у світі демократій, які справді спиралися на домовласників, адже тут 65–83 % домогосподарств є власниками житла, у якому мешкають⁴². Іншими словами, більшість виборців є власниками нерухомості. Дехто каже, що цілий світ має наслідувати цю модель. Насправді останніми роками вона досить швидко поширювалася, і ціни на житло злетіли не лише в англomовному світі (Австралії, Британії, Ірландії, Канаді та США), але також в Індії, Італії, Іспанії, Китаї, Південній Кореї, Росії та Франції. У 2006 р. інфляція номінальної ціни на нерухомість перевищила 10 % у 8 з 18 країн-членів Організації економічної співпраці й розвитку. Фактично бульбашка на ринку нерухомості США між 2000 і 2007 рр. не була чимось унікальним: у Нідерландах і Норвегії ціни на нерухомість зросли ще більше³³⁰.

Але чи нерухомість справді дає відчуття захищеності, як за мурованою стіною? Чи гра з нерухомістю більше нагадує гру в картковий будиночок?

Аристократи — власники нерухомості

Володіння власною нерухомістю вважається чимось винятковим хіба що в найбідніших районах Британії та США, як-от східний район Глазго чи Іст-сайд у Детройті. Проте впродовж більшої частини історії володіння нерухомістю було винятково привілеєм аристократичних еліт. Маєтки разом із пишними титулами і політичними привілеями передавалися у спадок від батька до сина. Решта людей були звичайними орендарями, що сплачували ренту землевласникам. Навіть право голосу на виборах початково було виключно функцією власників нерухомості. До 1832 р. в сільській місцевості Англії, згідно зі статутом, виданим ще у XV ст., брати участь у виборах мали право лише чоловіки, які володіли нерухомим майном, яке щорічно у певному графстві давало прибуток щонайменше в 40 шилінгів. А таких в Англії та Веллсі було щонайбільше 435 тис., більшість із яких тонкими нитками патронажу були прив'язані до найбагатших землевласників. У парламенті на початку XIX ст. із 514 членів Палати общин, які представляли Англію і Веллс, майже 370 були обрані завдяки покровительству близько 180 землевласників. Понад одна п'ята членів Парламенту були синами перів.

У певному розумінні, відтоді у Британії мало що змінилося. Близько 40 млн акрів із 60 млн належать 189 тис. родин³³¹. Третім у списку найзаможніших людей Великої Британії залишається герцог Вестмінстерський, який володіє активами приблизно на 7 млрд фунтів; ще у списку 50 найбагатших людей країни є граф Кадоган (2,6 млрд фунтів) і баронеса Говард де Вальден (1,6 млрд фунтів). Різниця полягає в тому, що аристократія вже не має монополії на участь у політичному житті. Останній прем'єр-міністр, виходець з аристократичних кіл, — Алек Дуглас-Г'юм, XIV граф Г'юм, який залишив цю посаду в 1964 р. (на виборах його переміг, як він казав, «чотирнадцятий пан Вілсон»). Насправді завдяки реформі Палати лордів, традиція передавати перство у спадок нарешті пішла в минуле, як пройдений етап британської парламентської системи.

Існує багато пояснень занепаду аристократії як політичної сили. Утім, в основі всіх пояснень лежать фінансові причини. Аж до 1830-х рр. доля

всміхалася еліті, яка складалася з близько 30 родин, щорічний дохід із земель яких перевищував 60 тис. фунтів. Під час наполеонівських війн ціни на землю злетіли, водночас ціна на пшеницю подвоїлася через демографічний тиск та інфляцію воєнного часу. Пізніше завдяки індустріалізації збагатилися ті, хто мав у своєму володінні вугільні родовища чи нерухомість у містах, а домінування аристократії в політичній системі забезпечило їм постійний прибуток у вигляді винагород із державних фондів. Ніби цього було не досить, великі магнати ще й на повну користалися змогою брати максимально великі позики. Дехто з них брав їх, щоб «удосконалити» свої маєтки, осушуючи поля і огороджуючи общинні землі. Інші брали позики, щоб забезпечити собі невимовно розкішний спосіб життя. Наприклад, герцоги Девонширські близько 40–55 % свого щорічного доходу витрачали на сплату відсотків, настільки великими були їхні позики впродовж ХІХ ст. «Усе, чого вам не вистачає, — скаржився один із їхніх юридичних представників, — це вміння обмежувати себе»³³².

Проблема з нерухомістю полягає в тому, що незалежно від того, наскільки багато її у вас є, вона убезпечує лише тих, хто позичає вам гроші. Як каже пані Демоланс у романі Ентоні Троллопа «Барсетширські хроніки», «земля нікуди не втече»⁴³. Ось чому так багато інвесторів у ХІХ ст. (місцевих повірених, приватних банків і страхових компаній) вважали, що вкладати в іпотеку відносно безпечно. Навпаки, єдине, що може захистити позичальника від втрати майна на користь кредиторів, — це його дохід. На превеликий жаль великих землевласників вікторіанської Британії, їхній дохід несподівано різко впав. Починаючи з кінця 1840-х рр. економічне становище землевласників значно підірвало збільшення виробництва зернових по всьому світу, різке зниження ціни на транспортні перевезення і зникнення тарифних бар'єрів (для прикладу можна згадати про скасування в 1894 р. Хлібних законів). Разом зі зниженням цін на зерно — від пікової ціни 3 долари за бушель у 1847 р. до найнижчої — 50 центів у 1894 р. — так само знижувався дохід із сільськогосподарських земель. Рівень доходу із замських маєтків упав із 3,65 % у 1845 р. до 2,51 % у 1885 році³³³. Як писали в журналі «Економіст» (The Economist), «жодні інші гарантії не користувалися більшою довірою, ніж англійська земля, останнім же часом вона перебуває у великій скруті». Для тих, чиї маєтки розташовані в Ірландії, проблема ще ускладнювалася дедалі активнішими політичними заворушеннями. Ілюстрацією до цього економічного занепаду й падіння може бути доля родини, що побудувала Стоу-гаус у Бекінгемширі.

Є дещо безперечно чарівне в маєтку Стоу-гаус. Масивні колони, неймовірний портик роботи Ванбру, чудовий сад, спроектований ландшафтним архітектором на прізвисько Здібний Браун, — перед нами один із найкращих прикладів аристократичної архітектури XVIII ст., що зберігся до нашого часу. Але є дещо, точніше, багато чого, що відсутнє в нинішньому Стоу. Колись у кожному з альковів еліптичного Мармурового салону височіли статуї в романському стилі. На місці пишних георґіанських камінів у парадних залах тепер стоять дешеві й мініатюрні каміни вікторіанської доби. Кімнати, колись заповнені прекрасними меблями, тепер порожні. Що трапилось? Відповідь полягає в тому, що цей будинок колись належав людині, яка стала найвідомішою жертвою першого в модерній історії землевласницького краху, — Річардові Плантаґенету Темпл-Ньюджент-Брайджес-Шендос-Ґренвілю, шостому віконтові Кобему і другому герцоґові Бекінґему.



Стоу-гаус – приклад аристократичної величі,
закладений до останнього цвяха

Стоу був лише частиною величезної імперії нерухомості, яку придбали герцог Бекінгем і його нащадки, котрі за якісь 125 років зуміли піднятися з баронів до герцогів, удаючись як до допомоги могутніх покровителів, так і до вигідних шлюбів³³⁴. Загалом, герцог володів близько 67 тис. акрів землі в Англії, Ірландії та на Ямайці. Здавалося, що цього цілком достатньо, щоб забезпечити його екстравагантний спосіб життя. Він витрачав гроші так, ніби вони от-от мали вийти з моди: на коханок, незаконнонароджених дітей, на суди з виконавцями духівниці свого тестя, на забезпечення собі членства в ордені Підв'язки, на протидію виборчій реформі та відкликання Хлібних законів — одним словом, на все, що, як він вважав, має робити герцог і уособлення земельних володінь. Він вихвалявся, що «протистоїть усім заходам, які можуть зашкодити інтересам землевласників, незалежно від того, який саме уряд пропонує їх». Він і справді вирішив, що краще відмовитися від повноважень Лорда-хранителя Малої печатки в уряді сера Роберта Піла, ніж підтримати скасування Хлібних законів³³⁵. Проте на 1845 р. (іншими словами, ще до падіння цін на зерно в середині століття) борги вже значно підкосили його. Отримуючи щорічний дохід у 72 тис. фунтів, він щорічно витрачав 109 140 фунтів, і його борги становили 1 027 282 фунти³³⁶. Більша частина його прибутків ішла на виплату відсотків за позиками (відсоткові ставки на деякі з його боргів сягали 15 %), а також на страхові внески за полісом, із яким кредитори пов'язали, мабуть, єдину надію колись знову побачити свої гроші³³⁷. Утім, він утнув іще одну дурницю, яка стала останньою краплею.

Готуючись у січні 1845 р. до візиту королеви Вікторії та принца Альберта, на якому герцог тривалий час наполягав, Бекінгем повністю оновив обстановку Стоу-гаусу. Увесь будинок був обставлений найновішими розкішними меблями. У королівській ванній кімнаті на підлозі лежали тигрові шкіри. Королева Вікторія уїдливо зауважила: «У жодному з двох моїх палаців немає такої пишності». Так, ніби цього було не досить, герцог викликав цілий полк королівських йоменів (своїм коштом), щоб ті привітали королеву і принца-консорта на в'їзді до маєтку артилерійськими залпами. Чотириста орендарів вишикувалися верхи на конях, щоб вітати гостей, із цією самою метою покликали кілька сотень гарно одягнених робітників, три духових оркестри і загін поліції, спеціально привезений із Лондона на цілий день³³⁸. Це стало останньою краплею для герцогських фінансів. Щоб запобігти остаточному банкрутству родини, син Бекінгема,

маркіз Шендос, дослухався до поради взяти під свій контроль батьківські маєтки, тільки-но досягне повноліття. У болісних судових суперечках перемогу здобув син³³⁹. У серпні 1848 р., на превеликий жах герцога, усе начиння Стоу-гаусу пішло з молотка. Тепер маєток його предків розчинив двері, щоб впустити юрбу охочих робити ставки на придбання тарілок, вина, порцеляни, предметів мистецтва і рідкісних книжок, так, ніби в очах усього світу, як глузували на сторінках «Економіст», герцог уподібнився до «якогось збанкрутілого торгівця керамікою»³⁴⁰. Розпродаж приніс усього 75 тис. фунтів. Годі й уявити кращу ілюстрацію до нової доби занепаду аристократії.

Три покоління аристократії:



Джордж Гренвіль,
перший герцог
Бекінгем



Річард Гренвіль,
другий герцог
Бекінгем



Річард Гренвіль,
третій герцог
Бекінгем

Багатостраждальна шотландська дружина герцога, якій він постійно зраджував і увесь гардероб якої був конфіскований у Лондоні офіцерами шерифа, розлучилася з ним. А самого герцога змусили виїхати зі Стоугаусу до орендованого помешкання. Він провів решту днів у своєму лондонському клубі «Карлтон», написав кілька не вартих жодної довіри спогадів і до кінця життя залишився невинуватим ловеласом: і далі переслідував актрис і чужих дружин. Він, що звик колись витрачати гроші без будь-яких обмежень, тепер гірко нарікав на те, що син видає йому «утримання, якого не вистачило б навіть на повну ставку офіцера в моєму ранзі, який не має жодних інших витрат, окрім особистих»³⁴¹:

Лихої години [він] вигнав свого батька у широкий світ, занедбаного, покинутого і переслідуваного... Коли [він] отримав у своє розпорядження маєтки і землю, [він], усупереч усім принципам честі й справедливості, забрав їх собі, залишивши батькові самі шкоду й збитки... а тепер є свідком батькового безчестя і деградації³⁴².

«Ви бачите мене отруєним і пограбованим», — жалівся він кожному в «Карлтоні», хто тільки мав охоту його слухати³⁴³. На час своєї смерті в 1861 р. герцог жив коштом сина в готелі «Грейт вестерн» (Great Western) біля залізничного вокзалу Паддінгтон. Символічно, що тоді його більш ощадливий син був головою Лондонської та Північно-Західної залізничної компанії³⁴⁴. Як з'ясувалося, у сучасному світі постійна робота важила більше, ніж спадковий титул, незалежно від того, скількома акрами землі ви володіли.

Падіння герцога Бекінгема стало передвісником нового, демократичного століття. Виборчі реформи 1832, 1867 і 1884 рр. остаточно послабили мертву хватку, якою аристократія тримала британську політику. На кінець XIX ст. ви могли стати виборцем, якщо платили 10 фунтів щорічної ренти на тих самих підставах, що й ті, хто заробляв зі щорічної оренди нерухомості на суму 10 фунтів. Тепер кількість виборців сягнула 5,5 млн, або 40 % дорослого чоловічого населення. У 1918 р. цю останню економічну умову було нарешті усунуто, і з 1928 р. все доросле населення (як чоловіки, так і жінки) мало право голосу. Утім, надання права голосу всім категоріям дорослого населення зовсім не означало, що всі вони стали власниками нерухомого майна. Зовсім навпаки: ще в 1938 р. менше

третини будинків Британії належали тим, хто в них мешкав. Справжня демократія домовласників виникне на іншому боці Атлантики. І постане вона з однієї з найсерйозніших економічних криз в історії.

Демократія домовласників

Для англійців будинки є їхніми замками, принаймні так стверджується в англійській приказці. Американцям також відомо (як каже Дороті в «Чарівнику країни Оз»), що немає місця, кращого за дім, — навіть при тому, що один дім може бути дуже подібним на всі інші. Витоки англо-американської моделі родини, як орієнтованої на придбання власного житла, можна шукати не лише у сфері культурних особливостей, а й у царині державної політики. Якщо стара класова система, в якій нерухомістю володіли лише представники еліт, була виразно британською, то демократія домовласників є американським витвором.

До 1930-х рр. власними помешканнями володіли трохи більше за 40 % американських домогосподарств. Якщо тільки ви не були фермером, на іпотеку могли навіть не розраховувати (хіба тільки у виняткових випадках). Ті обрані, котрим вдалося позичити гроші на придбання будинків у 1920-х рр., опинилися у скрутці, коли почалася Велика депресія, особливо якщо основний годувальник родини — один із мільйонів тих, хто втратили роботу і дохід. Іпотеки були короткотерміновими, зазвичай від трьох до п'яти років, і не амортизувалися. Іншими словами, люди сплачували відсотки, але не основну суму (тіло) позики аж до кінця терміну погашення, коли вони мали сплатити роздуту до величезних розмірів суму останньої виплати. У середньому впродовж 1920-х рр. різниця (спред) між відсотковими ставками за іпотекою і виплатами за висококласними корпоративними облігаціями становила близько двох відсоткових пунктів, тоді як у попередні 20 років ця різниця дорівнювала половині відсотка (50 базових пунктів). Розмір відсоткової ставки за іпотекою міг також значно відрізнятись, залежно від регіону³⁴⁵. Коли економіка пішла у стрімке піке, занепокоєні кредитори просто відмовилися продовжувати термін виплат. У 1932 і 1933 рр. понад півмільйона людей були позбавлені права викупу заставної. На середину 1933 р. щодня це право втрачало понад тисяча людей, що сплачували іпотеку. Ціни на будинки впали на понад 20 %³⁴⁶. Житлове будівництво пішло на спад, продемонструвавши (як повторюватиметься під час кожної рецесії ХХ ст.), наскільки зростання

економіки США залежало від інвестицій у цей сектор³⁴⁷. Хоча, мабуть, найкатастрофічніший вплив Велика депресія мала в сільському секторі, де ціни на землю впали більше ніж уполовину, як порівняти з піком 1920 р., все ж американські міста опинилися в не менш скрутному становищі. Орендарі житла також ледь могли сплачувати ренту, адже весь їхній прибуток складала допомога з безробіття. У Детройті, наприклад, автомобільна індустрія тепер залучала до праці лише половину тої кількості робітників, що була в 1929 р., ще й за вповоловину менші зарплати. Сьогодні нам важко уявити всю масштабність Великої депресії: жахлива бідність, спричинена справді всеохопним безробіттям, нужденність, яку можна було спостерігати під час роздачі безкоштовного супу, відчайдушні блукання країною в пошуках роботи, якої не було ніде. На 1932 р. виснажені Великою депресією нужденні вирішили, що вони так більше не можуть.

Тож 7 березня 1932 р. 5000 безробітних, звільнених автомобільною компанією Форда, пройшли центральними вулицями Детройта, вимагаючи допомогу. Коли незброєний натовп дійшов до четвертих воріт заводу компанії «Рівер-Руж» у Дірборні, почалися сутички. Несподівано розчахнулися ворота заводу, із яких вибігли озброєні поліціанти й охоронці й почали стріляти в юрбу. П'ятеро робітників загинуло. Коли через кілька днів їх ховали, шістдесят тисяч людей співали над ними «Інтернаціонал». У газеті комуністичної партії звинувачували Едсея Форда, сина засновника компанії Генрі, у тому, що він допустив це кровопролиття: «Ви, покровитель мистецтв, опора Єпископальної церкви, стояли там, на мосту, і спостерігали, як убивають ваших робітників. Ви навіть пальцем не поворухнули, щоб зупинити це». Чи можливо було хоч щось зробити, щоб розрядити ситуацію, яка загрожувала перерости в революційну?

Едсель Форд зробив дивовижний жест примирення, звернувшись до мексиканського художника Дієго Рівери, запрошеного Детройтським інститутом мистецтв із пропозицією створити фреску, на якій би економіка Детройта постала не як арена класового конфлікту, а радше як місце співпраці. Для розпису обрали стіни Інституту навколо центрального подвір'я — це місце настільки вразило Ріверу, що він запропонував розписати не дві панелі, як початково планувалося, а всі 27. На Форда справили враження попередні замальовки Рівери, тож він погодився заплатити за всю роботу, ціна якої сягнула близько 25 тис. доларів. Робота розпочалася у травні 1932 р., лише через два місяці після зіткнень, а на

березень 1933 р. Рівера вже завершив фрески. Форд знав, що Дієго Рівера був комуністом (хоча й неортодоксальним троцькістом, якого вигнали з лав Мексиканської комуністичної партії)³⁴⁸. Його ідеалом було суспільство, в якому не буде приватної власності, а засоби виробництва належатимуть усім. На думку Рівери, Фордів завод «Рівер-Руж» був чимось абсолютно протилежним: капіталістичним суспільством, де робітники працюють, а власники, які пожинають вигоду від докладених робітниками зусиль, стоять осторонь і дивляться. Рівера також прагнув дослідити расовий поділ, характерний для Детройта, антропоморфізувавши елементи, необхідні для виробництва сталі. Сам він так пояснював цю алегорію:

Жовта раса уособлює пісок, оскільки його запаси є найбільші. А червона раса — найперша, що з'явилася в цій країні, нагадує залізну руду — перше, що необхідно для виробництва сталі. Чорна раса — як вугілля, оскільки має виразне вроджене естетичне чуття, справжнє полум'я почуттів і краси у своїх давніх скульптурах, традиційних ритмах і музиці. Тож їхнє естетичне чуття — як вогонь, а праця забезпечує міцність, яку вуглець із вугілля додає сталі. Біла раса — як вапно, і не лише тому, що воно біле, а ще й тому, що вапно є речовиною, що об'єднує інші у процесі виробництва сталі. Воно з'єднує інші речовини так само, як і біла раса гуртує і організовує решту світу.

Коли в 1933 р. фрески були відкриті, міські сановники були приголомшені. За словами доктора Джорджа Деррі, президента коледжу Мерігров:

Сеньйор Рівера влаштував своєму роботодавцю-капіталісту Едселю Форду жорстокий розіграш. Рівера дістав замовлення на пояснення сутності Детройта, замість цього він підсунув панові Форду і музею комуністичний маніфест. Головне панно, котре одразу впадає у вічі, тільки-но ви заходите до приміщення, містить комуністичний мотив, який оживляє весь фресковий ансамбль і пояснює його сутність. Чи будуть втішені дами Детройта, коли зрозуміють, що їх уособлює жінка з важким, чоловікоподібним, абсолютно не сексуальним обличчям, яка несамовитим поглядом шукає допомоги і підтримки у своєї млосної та вульгарно чутливої сестри-азійки, розміщеної в іншому кінці панно³⁴⁹?



Голодний марш
у Детройті.
(березень 1932 р.)



Поліція застосовує
сльозоточивий газ проти
учасників Голодного маршу



«Геть поліцейський терор Форда і Мерфі!»
Акція протесту після загибелі п'яťох демонстрантів

Один із членів міської ради стверджував, що просто замазати фрески білою фарбою — не варіант, адже тоді в майбутньому їх можна буде відновити. Він волів, щоб роботу Рівери повністю знищили, як «знущення із самого духу Детройта». Майже це і сталося з наступним замовленням Рівери (його запросив Джон Д. Рокфеллер-молодший розписати стіни нью-йоркського Рокфеллер-центру), коли художник наполіг на тому, щоб на розписі був портрет Леніна і комуністичні гасла, як-от: «Геть імперіалістичні війни!», «Робітники — єднайтеся!» і приголомшливий — «За вільні гроші!». Ці гасла мали бути написані на транспарантах, які демонстранти несуть, крокуючи Волл-стрит. Обурений Рокфеллер наказав знищити фрески.

Сила мистецтва — дивовижна річ. Але, очевидно, для того, щоб склеїти суспільство, розколоте під час Великої депресії, потрібно було щось потужніше за мистецтво. Багато країн світу схилилося до крайнощів тоталітаризму. Але в США відповідь знайшли в «Новому курсі». Під час першого терміну Франкліна Д. Рузвельта виникла низка нових федеральних урядових органів та ініціатив, покликаних відновити довіру до виснаженої американської економіки. За бурхливим потоком нових акронімів, створених під час «Нового курсу», легко випустити з уваги той факт, що найуспішнішою і найнадійнішою програмою став новий курс, спрямований на житлове будівництво. Значно збільшивши можливості для того, щоб американці могли придбати власне житло, адміністрація Рузвельта спрямувала перший крок до ідеї демократії домовласників. Це виявилось прекрасним засобом протидії червоним революціям.

У якомусь сенсі «Новий курс» був спробою держави заступити на територію, де ринок зазнав невдачі. Деякі з розробників «Нового курсу» надавали перевагу ідеї того, щоб держава активніше долучалася до забезпечення житлом; таку модель використовували в більшості європейських країн. Насправді Управління громадських робіт витратило близько 15 % свого бюджету на будівництво дешевого житла і розчистку нетрів. Але значно важливішим було те, що адміністрація Рузвельта простягла руку допомоги іпотечному ринку, що стрімко йшов на дно. На сцену вийшла нова Корпорація позик домовласникам, щоб рефінансувати іпотеки, подовживши їх на термін до 15 років. Рада Федерального банку житлових позик була заснована ще в 1932 р., щоб сприяти місцевим позикодавцям іпотек і наглядати за ними — за ощадно-кредитними

спілками (або ж «економками»), спілками взаємодопомоги на зразок британських будівничих товариств, які приймали депозитні вклади й надавали позики тим, хто бажав придбати житло. Щоб повернути довіру вкладників, в останніх три роки травмованих тим, що банки не повертали їхні гроші, Рузвельт запровадив федеральне страхування вкладів. В основі цього була ідея, що відтепер, вкладаючи гроші в іпотеку, можна почуватися безпечніше, ніж за мурованою стіною: адже в разі, якщо позичальники не зможуть повернути позики, уряд запропонує кредиторам компенсацію³⁵⁰. Теоретично тепер уже не мали повторитися панічні зняття коштів із рахунків ощадно-кредитних спілок — на кшталт тієї, що в класичному фільмі Френка Капри «Це дивовижне життя» 1946 р. зазнала родинна фірма «Будівництво і позики Бейлі», котру Джордж Бейлі (зіграний Джиммі Стюартом) з усіх сил намагався втримати на плаву «Знаєш, Джордже, — казав йому батько, — мені здається, ми робимо щось важливе. Задовольняємо основну потребу. Глибоко в кожній людині закладене бажання мати власний дах над головою, стіни і камін, і ми в нашій пошарпаній конторі допомагаємо їй це отримати». Джордж добре затямив це, адже після смерті Бейлі-старшого він пристрасно пояснює лихому власнику нетрів Поттерові:

[Мій батько] ніколи не думав про себе... Але він насправді допоміг кільком людям вибратися з ваших нетрів, пане Поттер. То що в цьому поганого? Чи вони не стали після цього кращими громадянами? Кращими клієнтами?.. Ви сказали... що вони мали почекати і заощадити гроші, перш ніж навіть мріяти про гідне житло. Почекати! Чого чекати? Коли їхні діти повиростають і пойдуть від них? Коли вони самі постарішають, відживуть своє... Знаєте, скільки часу піде на те, щоб робітник заощадив п'ять тисяч доларів? Не забувайте про те, пане Поттер, що потолок, про яку ви говорите... є тими, хто в нашій громаді найбільше працює, платить, живе і помирає. Що ж, чи настільки вже складно зробити так, щоб вони працювали, платили, жили і вмирали в скромних квартирах із ванною?



**«Це дивовижне життя»:
режисер Френк Капра оспівує
чесноти місцевих ощадно-
кредитних спілок, знявши
Джиммі Стюарта в ролі милого
іпотечного позикодавця**

Таке радикальне твердження про благо володіння власним житлом було чимось новим. Але справді змінити життя американських покупців нерухомості вдалося Федеральному управлінню житлового будівництва (ФУЖБ). Надавши державні гарантії іпотечним позикодавцям, ФУЖБ прагнуло заохочувати до позик, які були б достатньо великими (до 80 % від загальної ціни), тривалими (на 20 років), повністю амортизованими та мали низьку відсоткову ставку. Завдяки цьому іпотечний ринок не просто ожив, а це вже був цілком новий ринок. ФУЖБ зробило нормою довготривалі іпотечні позики й створило національну систему офіційних перевірок і оцінювання, чим заклало підґрунтя для загальнонаціонального вторинного ринку. Цей ринок виник у 1938 р., коли нова Федеральна національна іпотечна асоціація (також відома як Фанні Мей⁴⁴) здобула повноваження випускати облігації та використовувати дохід на придбання іпотек у місцевих ощадно-кредитних спілок, діяльність яких тепер обмежували правила: з одного боку, обмеження стосувалися географії (вони не мали права давати позики тим, хто мешкав далі ніж за 80 км від їхньої контори), з другого — обмеженими тепер були відсоткові ставки, які вони могли запропонувати своїм вкладникам (так зване правило К'ю, за яким запроваджувалася низька верхня межа відсоткової ставки). Оскільки ці зміни мали на меті зменшити середню місячну виплату за іпотекою, ФУЖБ зробив власне житло реальністю для значно більшої кількості американців, ніж будь-коли раніше. Насправді не буде перебільшенням сказати, що сучасні Сполучені Штати з їхніми привабливо однотипними передмістями народилися саме тоді.

Починаючи з 1930-х рр. уряд США успішно виступав гарантом іпотечного ринку, заохочуючи позикодавців і позичальників до співпраці. Саме через це кількість власників житла (а також розмір іпотечного боргу) після Другої світової війни значно зросла, а відсоток домовласників на 1960 р. зріс із 40 до 60 %. Але була тут одна пастка. Далеко не кожна людина в американському суспільстві мала право долучитися до лав домовласників.

У 1941 р. один детройтський забудовник наказав звести двометровий мур через цілий район Восьма миля. Таким чином він сподівався виконати умову, необхідну для отримання державної позики від ФУЖБ. Позики надавалися лише на будівництво по той бік муру, де мешкали переважно білі. На забудову частини міста, населеної здебільшого чорношкірими,

державні позики не надавалися, адже афроамериканці вважалися некредитоспроможними³⁵¹. Це було частиною системи, за якою ціле місто поділялося, теоретично — за кредитоспроможністю, практично — за кольором шкіри. Іншими словами, сегрегація була не наслідком збігу обставин, а прямим наслідком державної політики. На мапах Ради Федерального банку житлових позик можна побачити, що населені переважно чорношкірими мешканцями райони Детройта (Нижній Іст-сайд, а також деякі так звані колонії у Вест-сайді та на Восьмій милі) позначені літерою «D» і заштриховані червоним. Райони, позначені літерами «A», «B» чи «C», були заселені здебільшого білими мешканцями. Таке розмежування пояснює, звідки пішов звичай називати цілі райони міст США з негативним кредитним рейтингом — «у червоній межі» (redlining)³⁵². Саме тому, коли люди з районів «D» хотіли взяти іпотеку, вони сплачували вищі відсоткові ставки, ніж люди з районів від «A» до «C». У 1950-х рр. 1 із 5 чорношкірих іпотечних позичальників сплачував від 8 % і більше, тоді як майже ніхто з білих не платив більше від 7 %³⁵³. Це було прихованим фінансовим виміром боротьби за громадянські права.

Детройт був домівкою успішних чорношкірих підприємців, як-от Беррі Голді, засновника звукозаписувальної компанії «Мотаун» (Motown), найпершим хітом якої в 1960 р., цілком очікувано, стала пісня Баррета Стронга Money, That's What I Want («Усе, що мені потрібно, — це гроші»). Інші зірки «Мотаун» — Арета Франклін і Марвін Гей також жили в Детройті. Утім, упродовж 1960-х рр. досі панувало упередження про те, що «чорні квартали» пов'язані з великими кредитними ризиками. Тож за заворушеннями, які розпочалися 23 липня 1967 р. на Дванадцятій вулиці Детройта, стояв гнів через таку фінансову дискримінацію. Упродовж п'яти днів сутичок, які розпочалися з поліцейського рейду на «сліпу свиню» (так місцеві називають бари без ліцензії), було вбито 43 людини, 467 — поранено, понад 7200 заарештовано і майже 3000 будівель — пограбовано чи спалено, усе це було потужним символом того, що демократія домовласників відштовхує чорношкірих і досі вважає їх неповноцінними громадянами³⁵⁴. Дотепер ви можете побачити порожні ділянки в місті, які залишилися від перших днів повстань. Знадобилися війська регулярної армії з танками та кулеметами, щоб придушити те, що офіційно визнали повстанням.

Як і в 1930-х рр., застосування насильства спричинило політичну відповідь. На світанку Руху за громадянські права, у 1960-х рр., коли тільки

запроваджували відповідне законодавство, відбулися й перші кроки в напрямку розширення доступу до іпотек. У 1968 р. Фанні Мей реорганізували у два відділи: Державну національну іпотечну асоціацію (Джинні Мей⁴⁵), яка мала обслуговувати бідних позичальників, як-от ветеранів війни, а також переформатовану Фанні Мей, яка тепер стала приватним підприємством із державною підтримкою, якому дозволялося купувати як звичайні іпотеки, так і гарантовані державою. Через два роки, щоб створити якусь конкуренцію на вторинному ринку, було засновано Федеральну корпорацію житлового іпотечного кредитування (Фредді Мак⁴⁶). У результаті вторинний ринок іпотечних кредитів планували розширити, а також, теоретично, нарешті знизити відсоткові ставки за іпотеками. Зайвим буде казати, що відгородження «червоною межею», ґрунтоване на расовій дискримінації, не зникло одразу ж, але тепер це вважалося федеральним злочином³⁵⁵. Насправді після запровадження в 1977 р. Закону про реінвестиції для громад американські банки відчували на собі тиск із боку держави, яка вимагала від них позик для громад, що склалися з бідніших меншин. Тож тепер, коли американський ринок житла був захищений гарантіями фінансових інституцій, назви яких нагадували імена учасників групи «Мамас енд папас», — усіма цими Фанні, Джинні та Фредді, політичний вітер вгамувався і все було готово для повноцінної демократії домовласників. Керівники ощадно-кредитних спілок могли жити за зручним правилом 3–6–3: сплачує 3 % за депозитами, позичай гроші під 6 % і вирушай на поле для гольфу о третій годині щодня.

По той бік Атлантики значно відставали за темпами зростання кількості власників житла серед різних категорій населення. У повоєнній Британії здоровий глузд підказував політикам-консерваторам, так само як і лейбористам, що держава має надавати житло представникам робітничого класу, чи принаймні допомагати з його купівлею. І справді, Гарольд Макміллан намагався обігнати лейбористів за кількістю побудованого житла, тож запланував щорічно будувати по 300 тис. (пізніше — по 400 тис.) будинків. У 1959–1964 рр. чи не третина нових будинків у Британії була зведена коштом місцевих бюджетів, а впродовж наступних шести років лейбористського правління такі будинки вже становили половину від усіх. Тож на обох партіях лежить відповідальність за те, що майже всі британські міста тепер спотворені негарними і малоприсадними для життя висотками і житловими масивами. Єдине, що відрізняло правих від лівих, — це готовність консерваторів зняти обмеження з ринку приватної оренди житла, сподіваючись, що таким чином вони заохотять приватних

орендодавців до співпраці, а з другого боку, настільки ж рішучий, але протилежний намір лейбористів запровадити контроль за орендними платами і позбутися так званого рахманізму (експлуаторського ставлення орендодавця до орендаря), яскравою ілюстрацією якого був Пітер Рахман, котрий залякував мешканців квартир, які сплачували обмежену державним регулюванням оренду, щоб позбутися їх, а на їхнє місце заселити іммігрантів із Західної Індії, змушених сплачувати за оренду ринкову ціну³⁵⁶. Ще в 1971 р. менше половини британського житла перебувало у власності мешканців.

У США, де державне житло ніколи не відіграло помітної ролі, сплачені за іпотекою відсотки завжди вираховувалися з податків, ще відтоді, як у 1913 р. було запроваджено федеральний податок на прибуток³⁵⁷. Як відповів Рональд Рейган на претензії щодо доцільності цього податкового послаблення, така пільга для виплати відсотків за іпотекою є «частиною американської мрії»⁴⁷. У Британії таке послаблення відіграло значно меншу роль аж до 1983 р., коли радикально консервативний уряд Маргарет Тетчер увів початкову пільгу на виплату відсотків за іпотекою (англ. Mortgage Interest Relief At Source — MIRAS) на перші 30 тис. фунтів іпотеки, що відповідала вимогам. Коли канцлер скарбниці її уряду Найджел Лоусон спробував обмежити відрахування (з тим, щоб декілька позичальників не могли скористатися ним для сплати за одне житло), він «наштовхнувся на стіну тої пристрасної відданості, із якою Маргарет [Тетчер] ставилася до збереження до останньої крихти пільги на виплату відсотків за іпотекою»³⁵⁸. Ці пільги були не єдиним інструментом, за допомогою якого Тетчер намагалася заохотити купівлю житла. Продаючи півтора мільйонам охочих родин робітничого класу житло, побудоване за найнижчою можливою ціною коштом місцевих бюджетів, вона заохочувала дедалі більше англійців і англійок до того, щоб вони придбали власне житло. Як результат кількість мешканців-власників підскочила з 54 % у 1981 р. до 67 % у 1991 р. Кількість житла у володінні мешканців злетіла з трохи більше ніж 11 млн у 1980 р. до більше ніж 17 млн за останніми оцінками³⁵⁹.

Аж до 1980-х рр. заохочення уряду до того, щоб звичайні домогосподарства брали позики і купували житло, мали сенс. Адже насправді тенденція кінця 1960-х — 1970-х рр. була такою, що рівень інфляції перевищував відсоткові ставки, тож реальна ціна їхніх боргів і відсоткових виплат знизилася. Тоді як американські покупці нерухомості середини 70-х рр. очікували, що

рівень інфляції в 1980 р. сягне 12 %, іпотечні позикодавці пропонували позики на 30 років із фіксованою ставкою 9 % чи менше³⁶⁰. Якийсь час кредитори фактично платили людям за те, щоб вони позичили в них гроші. Тим часом, ціни на нерухомість у період із 1963 до 1979 р. потроїлися, тоді як споживчі ціни зросли у 2,5 раза. Усе це закінчилося несподівано і неприємно. З'ясувалося, що ті самі уряди, які декларували свою віру в «демократію домовласників», водночас сподівалися на стабілізацію цін, чи принаймні на зменшення рівня інфляції. А це означало вищі відсоткові ставки. Неочікуваним наслідком цього став один із наймасштабніших бумів і падінь на ринку нерухомості в історії.

Від ощадно-кредитних спілок до субстандартних іпотек

Якщо ви машиною проїдетеся від Далласа, штат Техас, по трасі номер 30, то ви обов'язково звернете увагу на недобудовані одноповерхові та багатоквартирні будинки, що простяглися на багато кілометрів. Вони є останнім наочним підтвердженням одного з найбільших фінансових скандалів в американській історії — шахрайства, яке глузувало з самої ідеї, що інвестиції в нерухомість є надійними. Далі ви побачите історію не стільки про реалії ринку нерухомості, скільки про його сюрреалістичний виворіт.

Ощадно-кредитні спілки (ОКС) — американська версія британських будівничих спілок були тим фундаментом, на якому закріпилась американська демократія домовласників. Власниками цих спілок були всі їхні вкладники, а державне регулювання одночасно і захищало, і стримувало їх³⁶¹. Уряд страхував депозитні вклади до 40 тис. доларів лише за 1/12 % від суми депозитів. З другого боку, спілки могли позичати гроші лише тим покупцям нерухомості, які мешкали на відстані до 80 км від їхнього головного офісу. А ще з 1966 р. за правилом К'ю встановлювалася межа у 5,5 % на відсоткові ставки за депозитами — лише на 0,25 % більше, ніж дозволялося платити банкам. Наприкінці 1970-х рр. по цьому сонному сектору спершу вдарила інфляція, яка в 1979 р. сягнула 13,3 %, а тоді ще й різке зростання відсоткових ставок, адже таким чином сповільнивши темпи розширення грошової маси, новий голова ФРС Пол Волькер намагався зупинити стрімке зростання зарплат і цін. Цей подвійний удар виявився смертельним. ОКС одночасно втрачали гроші на довготермінових іпотеках із фіксованими ставками через інфляцію і страждали через відтік депозитів до фондів грошового ринку, які пропонували вкладникам вищі відсоткові ставки. У відповідь на це адміністрації Картера і Рейгана у Вашингтоні спробували врятувати ОКС, запровадивши податкові канікули і дерегуляцію⁴⁸, вважаючи, що вільний ринок допоможе вирішити цю проблему³⁶². Коли нове законодавство було ухвалене, президент Рейган заявив: «Загалом, я вважаю, що це саме те, що треба»³⁶³. Для когось, безперечно, саме так і було.

З одного боку, тепер ОКС могли інвестувати гроші у що завгодно, не лише у довгострокові іпотеки. У комерційну нерухомість, акції, ризикові облигації: усе було дозволено. Вони могли навіть видавати кредитні картки. З другого боку, тепер вони могли пропонувати будь-які відсоткові ставки за депозитами. Разом із тим, усі їхні депозити досі були надійно застраховані, а максимальна гарантована сума зростає з 40 до 100 тис. доларів. А якщо звичайних депозитів їм було недостатньо, ОКС могли заробляти на брокерських депозитах, придбаних у посередників, котрі збирали та «спаковували» разом дрібніші вклади, щоб потім продати гігантські депозитні сертифікати по 100 тис. доларів³⁶⁴. Раптом виявилось, що людям, які керували ощадно-кредитними спілками, — нічого втрачати, це був яскравий приклад того, що економісти називають «моральною безвідповідальністю»³⁶⁵. Ідеальною ілюстрацією до того, що відбулося потім, є геніальна фінансова заповідь, уперше сформульована Вільямом Кроуфордом, уповноваженим Каліфорнійського відділення ощадно-кредитних спілок: «Найкращий спосіб пограбувати банк — стати його власником»³⁶⁶. Деякі ОКС почали закладати гроші своїх вкладників, беручи участь у надзвичайно підозрілих проектах. Багато хто з них просто крав гроші, так ніби дерегуляція означала, що закон на них більше не розповсюджується. Найпоширенішими ці практики були в Техасі.

Коли даллаські ковбої нерухомості не влаштовували вечірки в стилі ранчо Саутфорк із серіалу «Даллас», вони люблять збиратися й укладати угоди в ресторані «Вайз серкл грілл» (Wise Circle Grill)³⁶⁷. Серед завсідників пізніх недільних сніданків тут бували Дон Діксон, чия фірма «ОКС Вернон» представники регуляційних органів між собою називали Vermin («Паразит»)³⁶⁸, Ед Макбірні з «Санбелт» (Gunbelt — «пояс для пістолета») і Тирелл Баркер, власник і голова «Стейт сейвінгз енд лоун» (State Savings and Loan), котрий часто казав забудовникам: «За вами — сміття, за мною — гроші»³⁶⁹. Людиною, за якою і сміття, і гроші, був Маріо Ренда, нью-йоркський брокер із «Тімстерс юніон» (Teamsters Union); найвірогідніше, він використовував ОКС для відмивання грошей мафії. Коли йому було потрібно більше грошей, він навіть давав оголошення до «Нью-Йорк таймс»:

Гроші на винайм: усі перешкоди для позик зникають, коли ми вкладаємо гроші до ваших регіональних банків. абсолютно новий підхід до фінансування³⁷⁰

Якщо вам хочеться побудувати імперію нерухомості, то чому б відверто не сказати про це? «Ощадно-кредитна імперія» надала групі даллаських забудовників ідеальну можливість заробити капітал на порожньому місці — точніше, на рівнинній техаській землі. Сюрреалізм розпочався тоді, коли в одну команду об'єдналися голова «Імперії» Спенсер Блейн-молодший, мер містечка Гарланд Джеймс Толер і колоритний чолов'яга на ім'я Денні Фолкнер, який покинув школу і став забудовником, а ще вирізнявся надмірною щедрістю, коли йшлося про витрачання чужих грошей. Ці гроші надходили у вигляді брокерських депозитів, за які «Імперія» пропонувала привабливо високі відсоткові ставки. Аванпостом цієї імперії нерухомості став так званий пункт Фолкнера, розташований неподалік від непримітної штучної водойми — озера Рея Габбарда за 30 км на схід від Далласа. Згодом навколо нього з'явилися ще Коло Фолкнера, Струмок Фолкнера, Дуби Фолкнера, навіть Водограї Фолкнера.



**Майстер робити «сальто»
з нерухомістю: Денні Фолкнер
зі своїм гелікоптером**

Улюбленим Фолкнеровим трюком було сальто: він купляв земельну ділянку за безцінь, а тоді за надзвичайно роздуту ціну продавав її інвесторам, котрі позичали гроші в «Ощадно-кредитній імперії». Якось Фолкнер купив ділянку за 3 млн, а вже за кілька днів продав її за 47 млн доларів. Денні Фолкнер стверджував, що не знав основ грамоти. Утім, він, безперечно, добре знав арифметику.

У 1984 р. забудова в околицях Далласа геть вийшла з-під контролю. Багатоповерхові будинки простяглися на багато кілометрів уздовж траси номер 30. Лінія горизонту в місті помітно змінилася через те, що місцеві мешканці назвали «прозорими» офісними будівлями (прозорими вони були тому, що стояли здебільшого порожні). А будівництво тривало, платили за нього з гарантованих державою депозитних вкладів, які фактично йшли в кишеню забудовників. Принаймні на папері активи «Імперії» лише за два роки зросли з 12 млн до 257 млн доларів. На січень 1984 р. вони сягнули 300 млн доларів. Більшість інвесторів навіть не мали можливості побачити свою власність зблизька: Фолкнер показував їм будинки з гелікоптера і ніколи не приземлявся. Заробляли всі: Фолкнер заробив собі на літак «Лірджет» (Learjet) за 4 млн доларів, Толер — на білий «роллс-ройс», Блейн — на «ролекс» за 4 тис. доларів, уже не кажучи про оцінників майна, зіркових спортсменів-інвесторів і представників місцевих контрольно-наглядових органів. У чоловіків з'явилися золоті браслети, у їхніх дружин — шуби³⁷¹. «Це працювало як друкарський верстат, — визнав один з учасників афери, — і все, що він виробляв, ішло на потреби Денні. Якщо Денні потрібен новий літак, ми уклали угоду про продаж ділянки. Якщо Денні хотів нову ферму, ми уклали ще одну. Денні робив усе можливе для себе любого, усе до найменшої дрібниці»³⁷². Вважається, що є межа між багатством і крадіжкою. Фолкнер із друзями зробили її майже непомітною.

Проблемою для них стало те, що попит на багатоквартирні будинки вздовж траси номер 30 ніколи б не наздогнав надзвичайно щедрю пропозицію, забезпечену Фолкнером, Блейном і їхніми поплічниками. На початку 1980-х рр. агенти з продажу нерухомості жартували, що венеричні хвороби відрізняються від багатоквартирних будинків лише тим, що перших можна позбутися. Окрім того, розрив між активами і зобов'язаннями більшості ощадно-кредитних спілок сягнув катастрофічного рівня, а вони й далі

надавали довгострокові позики (для своїх) з грошей, позичених на короткий термін (у чужих). Ці реалії вже важко було не помічати тоді, коли в 1984 р. контрольно-наглядові органи з великим запізненням почали діяти. Тодішній голова Ради Федерального банку житлових позик Едвін Ґрей 14 березня 1984 р. наказав закрити «Імперію». Федеральній корпорації зі страхування ощадно-кредитних спілок, яка була гарантом ОКС, це коштувало 300 млн доларів. Але це був лише початок. Коли дійшло до перевірки інших фірм, законодавці завагалися, особливо ті з них, які під час передвиборчих кампаній отримували щедрі внески від ОКС49. Утім, що довше вони чекали, то більше грошей втрачали. На 1986 р. стало зрозуміло, що сама Федеральна корпорація зі страхування ощадно-кредитних спілок стала неплатоспроможною.

У 1991 р. після двох судів (під кінець першого з яких присяжні так і не змогли дійти спільного рішення), Фолкнера, Блейна і Толера визнали винними в шахрайстві й викраденні 165 млн доларів із коштів «Імперії» та інших ОКС, шляхом укладання шахрайських угод про продаж землі. Кожного засудили до двадцятирічного терміну ув'язнення, а також до виплати мільйонів доларів відшкодувань. Один зі слідчих сказав, що «Імперія» — це «одна з найбільш необачних і шахрайських схем земельних інвестицій», які йому доводилося бачити³⁷³. Щось подібне можна було б сказати про кризову ситуацію, пов'язану з ощадно-кредитними спілками, загалом: Едвін Ґрей назвав її «найбільш масштабним, безвідповідальним і шахрайським періодом у банківській історії держави». Загалом, близько 500 ОКС збанкрутували чи були змушені закритися, приблизно стільки само злилися з іншими компаніями і зникли, за сприяння заснованої Конгресом Трастової корпорації з вирішення проблеми, покликаної розчистити весь цей безлад. Згідно з офіційними підрахунками, майже половина неплатоспроможних інституцій заявила про «шахрайство і потенційно злочинну діяльність своїх співробітників». На травень 1991 р. 764 особи були звинувачені в низці злочинів, серед яких 550 були визнані винними і 326 були засуджені до ув'язнення. Усього було призначено штрафів на 8 млн доларів.³⁷⁴ Остаточо криза ОКС у період із 1986 до 1995 р. коштувала 153 млрд доларів (близько 3 % ВВП), із яких 124 млрд доларів взяли з кишень платників податків, через що це стало найдорожчою кризою з часів Великої депресії³⁷⁵. По всьому Техасу були розкидані археологічні рештки цієї кризи: нікому не потрібні житлові масиви, побудовані за безцінь на крадені гроші, а згодом знесені бульдозерами чи спалені. За 24 роки вздовж більшої частини траси номер

30 знову було пустище.

Для американських платників податків криза ощадно-кредитних спілок стала надзвичайно дорогим уроком про небезпеку непродуманої дерегуляції. Та навіть коли ОКС спливли черевом догори, вони лише розчистили шлях до швидкого збагачення для іншої групи американців. Для нью-йоркського інвестиційного банку «Саломон бразерз» (Salomon Brothers), що спеціалізувався на торгівлі облігаціями, занепад іпотечної системи «Нового курсу» обернувся не кризою, а чудовими новими можливостями. Жадібні до здобичі, сварливі «великі хитрі покидьки» з «Саломон», як вони себе називали, побачили, як можна скористатися злетом відсоткових ставок початку 1980-х рр. Коли ощадно-кредитні спілки почали відчайдушно продавати іпотеки у марних спробах зберегти платоспроможність, на сцену вийшов Льюїс Раньєрі, головний іпотечний трейдер «Саломон». Звісно ж, Лу придбав їх за найнижчою можливою ціною. Здоровань Раньєрі (який починав працювати в «Саломон» кур'єром) у дешевих сорочках і з бруклінськими жартами уособлював новий дух Волл-стрит і був повною протилежністю охайним інвестиційним банкірам у підтяжках і костюмах від «Брукс бразерс». Виникла ідея переформатувати іпотеки, зібравши до купи тисячі іпотек для покриття для нових, привабливих цінних паперів, які можна було продавати як альтернативу традиційним урядовим і корпоративним облігаціям — коротко кажучи, перетворити іпотеки на облігації. Після об'єднання іпотек виплати відсотків за ними можна було розподілити на різні категорії, відповідно до терміну погашення і ступеня кредитних ризиків. Перший випуск цих нових цінних паперів, забезпечених іпотеками (вони стали називатися іпотечними облігаціями), відбувся у червні 1983 р.³⁷⁶ Це був початок нової доби американських фінансів.

Процес дістав назву «сек'юритизація» — це була інновація, що спричинила зміни на Волл-стрит: із приспаного ринку облігацій тепер здмухнули пил і проголосили про початок нової доби, у якій анонімні банківські операції важитимуть більше за особисті зв'язки. Проте і тут держава висловила готовність узяти на себе відповідальність у разі кризи. Оскільки більшість іпотек досі мали безумовні гарантії від урядової трійки Фанні, Фредді та Джині, це означало, що облігації, які використовували іпотеки для забезпечення, могли зійти фактично за урядові облігації, а отже, дістати високий інвестиційний рівень. У період із 1980 по 2007 р. ціна таких гарантованих державою і забезпечених іпотеками цінних паперів зростає з

200 млн доларів до 4 трлн. Із появою приватного страхування облігацій такі компанії, як «Саломон», могли запропонувати також гарантії для нестандартних кредитів, які не підлягали державному страхуванню. На 2007 р. житловий іпотечний борг було сек'юритизовано на 2 трлн доларів із приватного капіталу 377. У 1980 р. лише 10 % іпотечного ринку було сек'юритизовано, а на 2007 р. цей показник зріс до 56 %⁵⁰.

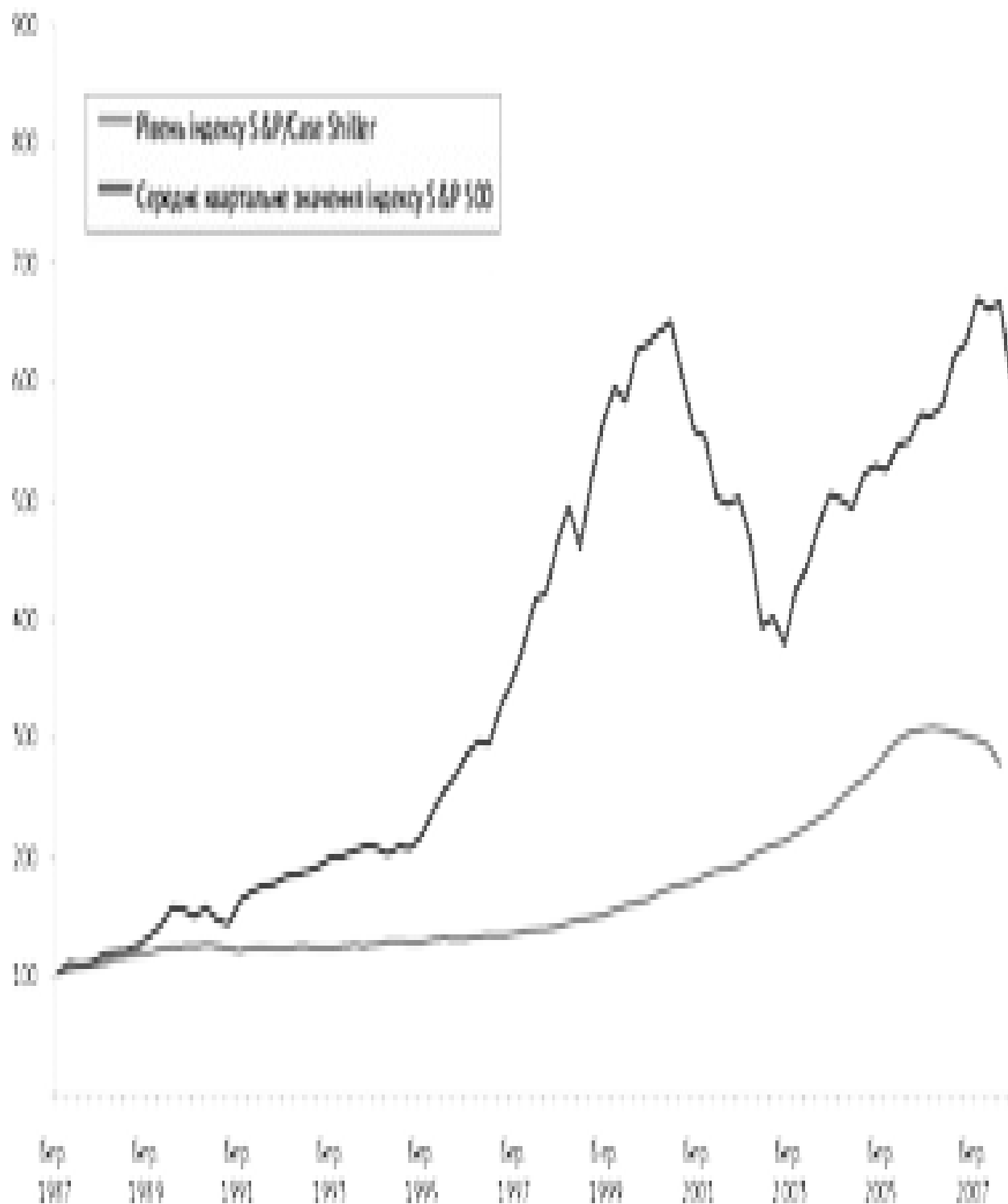
У багатті, на яке в 1980-х рр. перетворилася Волл-стрит, згоріло не лише людське марнославство. У ньому також були знищені рештки бізнес-моделі, змальованої у фільмі «Це дивовижне життя». Колись між іпотечними кредиторами і позичальниками існували тісні соціальні зв'язки. Джиммі Стюарт знав як своїх вкладників, так і своїх боржників. На противагу цьому, в умовах сек'юритизованого ринку (зовсім як у відкритому космосі) ніхто не почує вашого крику — адже відсотки, які ви сплачуєте за іпотекою, в кінцевому підсумку йдуть комусь, хто навіть уявлення не має про те, що ви десь існуєте. Чим це обернеться для пересічних власників нерухомості, стане зрозуміло лише через 20 років.

В англomовному світі ми вважаємо, що вкладати в нерухомість — це виграшний спосіб інвестицій. Щоб збагатити, необхідно вкласти гроші в ринок нерухомості. Фактично, вас вважають дурником, якщо ви вкладаєте у щось інше. Що цікаво: реальність часто демонструє, що ця нібито істина насправді виявляється неправдою. Уявімо, ви вклали 100 тис. доларів в американський ринок нерухомості ще в першому кварталі 1987 р. За даними індексу Управління федерального нагляду за житловим сектором чи Національного індексу цін на нерухомість Кейса—Шиллера, у першому кварталі 2007 р. ви б майже потроїли інвестовані гроші — до 275 тис. доларів (за першим індексом) або 299 тис. доларів (за другим). Але якщо б ви ту саму суму вклали в ключовий індекс американської фондової біржі S&P 500, а далі доінвестували б з отриманих з індексу дивідендів, ви заробили б 772 тис. доларів — удвічі більше, ніж заробили б на цеглі й будівельному розчині. У Великій Британії різниця була б приблизно такою самою. Якби в 1987 р. ви вклали 100 тис. фунтів у нерухомість, то згідно із Загальнонаціональним індексом цін на нерухомість, за 20 років інвестована сума збільшилася б учетверо. Але якби ви інвестували її в індекс FTSE All Share, ваша сума збільшилася б усемеро. Звісно, є важлива відмінність між будинком та індексом фондової біржі: ви не зможете жити в останньому. (З другого боку, податками обкладається нерухомість, а не фінансові активи). Щоб порівняння було більш точним, необхідно взяти до уваги економію на

сплаті за оренду житла, якщо ви володієте власною нерухомістю (або ж узяти до уваги дохід з оренди житла, якщо у вас два помешкання у власності й одне з них ви здаєте в оренду). Продовжувати розрахунки буде простіше, якщо відкинути як дивіденди, так і орендну плату. За два десятиліття, що минули з 1987 р., індекс S&P 500, навіть якщо не брати до уваги дивіденди, зріс понад уп'ятеро, тобто впевнено випередив дохід із нерухомості. Різниця скоротиться, але повністю не зникне, якщо додати дохід від оренди до портфелю нерухомості та дивіденди до портфелю акцій, адже в середньому дохід від оренди за цей період скоротився з 5 до 3,5 % на піку буму на ринку нерухомості (іншими словами, звичайне житло за 100 тис. доларів у середньому дає щомісячний дохід з оренди, менший за 416 доларів)³⁷⁸. На противагу цьому, для Британії капіталізація фондового ринку зростала не так повільно, як у США, а дивіденди були важливішим джерелом доходу інвесторів. Водночас обмеження на будівництво нових будинків (наприклад, за законами, що захищають так звані зелені зони) сприяло подорожчання оренди житла. Якщо відкидаємо дивіденди й орендну плату, ми таким чином не беремо до уваги переваги акцій над нерухомістю. Говорячи про чисте підвищення вартості капіталу в період 1987–2007 рр., цегла і будівельний розчин (зросли в 4,5 раза) обігнали акції (зросли лише у 3,3 раза). Лише в тому разі, якщо починати відлік із 1979 р., британські акції переможуть британську цеглу⁵¹.

Проте є ще три умови, про які треба пам'ятати, намагаючись порівняти нерухомість з іншими різновидами капітальних активів. Перша умова — це амортизація. Акції не зношуються і не потребують нового даху, а от для будинків ці проблеми актуальні. Друга умова — ліквідність. Житло як актив значно важче конвертувати в готівку, ніж акції. Третя умова — коливання цін. Із кінця Другої світової війни ціни на ринку нерухомості коливалися значно менше, ніж на фондових біржах (не в останню чергу через вартість банківських операцій, пов'язаних із ринком нерухомості). Утім, це не означає, що ціни на нерухомість завжди рухалися лише в одному напрямку — вгору. Наприклад, у Британії в період 1989–1995 рр. ціна на житло в середньому впала на 18 %, а з урахуванням інфляції, що зросла понад утричі, — і на всі 37 %. У Лондоні реальне падіння становило майже 47 %³⁷⁹. У Японії в період 1990–2000 рр. ціни на нерухомість впали на понад 60 %. І звісно ж, коли я писав цю книжку, ціни на нерухомість у США (вперше за покоління) впали. І падають далі. Індекс Кейса—Шиллера цін на нерухомість у 20 великих американських містах, досягнувши піку в червні 2006 р., на лютий 2008 р. впав на 15 %. У тому місяці падіння

сягнуло 13 % у річному обчисленні — показника, небаченого з початку 1930-х рр. У деяких містах (у Феніксі, Сан-Дієго, Лос-Анджелесі та Маямі) сталося загальне падіння аж на 20–25 %. Ба більше, на час написання (травень 2008 р.) більшість експертів очікує дальшого падіння.



Порівняння американських акцій з нерухомістю
(1987–2007 рр.)

У занепалому Детройті спад цін на нерухомість почався ще раніше — у грудні 2005 р., і коли я відвідав місто в липні 2007 р., ціни знизилися на понад 10 %. Я поїхав до Детройта, адже відчував: те, що відбувається тут, невдовзі охопить усі Сполучені Штати, а ймовірно, що й цілий англomовний світ. За 10 років нерухомість у Детройті (житловий фонд якого, мабуть, найгірший в усій Америці, після хіба що Нового Орлеана) подорожчала на майже 50 % — як порівняти із загальнонаціональною бульбашкою нерухомості (ціни на житло подекуди зросли на 180 %), це не так і багато, але навіть це зростання важко пояснити, зважаючи на хронічно депресивний економічний стан міста. Як я з'ясував, пояснення варто шукати у ґрунтовних змінах правил гри з нерухомістю. Ці зміни найкраще демонструє приклад детройтської вулиці Вест-Аутер-драйв. Це вулиця зі жвавим рухом транспорту, але при цьому мешкають тут поважні представники середнього класу — у великих особняках із просторими галявинами і гаражами. Колись тут мешкали найкращі виконавці компанії «Мотаун», нині ж це просто одна з вулиць країни всередині країни: економіка, що розвивається посеред США380, також відома під назвою «Субстандартія».

Місцеві брокери пропонують «субстандартні» іпотеки родинам чи цілим районам із поганою чи уривчастою кредитною історією. Як і гігантські іпотеки, котрі є завеликими, щоб задовольнити умови Фанні Мей (а отже, і умови державних гарантій), субстандартні іпотеки є занадто ризикованими. Утім, саме через цю ризикованість вони здаються кредиторам потенційно прибутковими. Це вже були не старі тридцятилітні іпотеки з фіксованою ставкою, запроваджені під час «Нового курсу». Навпаки, більша частина з них — це іпотеки зі змінною ставкою, іншими словами, відсоткова ставка могла коливатися, залежно від змін короткострокових ставок кредитування. Багато з них були іпотеками, за якими передбачалася лише сплата відсотків, без виплати тіла кредиту, навіть якщо воно дорівнювало 100 % оціночної вартості нерухомості, на яку видавалася іпотека. Багато кредиторів пропонували початковий «тизерний» період (зазвичай на перші два роки), під час якого початкові відсоткові виплати були штучно занижені, відкладаючи основні виплати на пізніший період. Усі ці заходи були покликані, щоб одразу ж скоротити вартість обслуговування боргу. Але за додатковими умовами до субстандартних угод, надрукованими дрібним шрифтом, передбачалися величезні прибутки саме для кредиторів. За

умовами однієї особливо кричущої детройтської субстандартної позики на перші два роки передбачалася виплата відсоткової ставки 9,75 %, але після цього мали сплачувати 9,125 % на додаток до опорної короткострокової ставки, за якою банки позичають гроші один одному — зазвичай за Лондонською міжбанківською ставкою пропозиції (Libor). Іще до початку субстандартної кризи ця ставка вже перевищувала 5 %, що означало: на третій рік сплати кредиту відсоткова ставка різко злітала вгору.

Детройт завалило субстандартними позиками як зливою штучних грошей із «Монополії». Місто атакували з усіх боків: по радіо, по телебаченню, у рекламних розсилках і з уст численних агентів і брокерів лунали пропозиції нібито привабливих угод. Лише у 2006 р. субстандартні позикодавці влили понад 1 млрд доларів у 22 райони Детройта з різними поштовими індексами. На район із поштовим індексом 48235, до якого входив квартал 5100 Вест-Аутер-драйв, припала понад половина всіх позик, виданих у період із 2002 по 2006 р. Субстандартні позики отримали 7 із 26 домогосподарств у кварталі 5100381. Варто зауважити, що лише незначна частина цих позик пішла власне покупцям нерухомості. Майже всі позичальники рефінансували попередні борги, що дозволяло їм використовувати свої будинки як банкомати й конвертувати наявний капітал у готівку. Більшість із них використовувала отриманий дохід, щоб сплатити борги за кредитними картками, зробити ремонт чи придбати товари тривалого використання⁵². Проте в інших місцевостях поєднання все нижчих довгострокових відсоткових ставок і все спокусливіших умов іпотек приваблювало нових покупців на ринок нерухомості. На 2005 р. уже 69 % домогосподарств США були домовласниками, як порівняти з 64 % 10 років тому. Майже половина нових домовласників з'явилася завдяки буму субстандартних кредитів. Показово, що непропорційно велика кількість позичальників субстандартних кредитів належала до етнічних меншин. Насправді, коли я їхав вулицями Детройта, то зловив себе на думці, чи, бува, не стала субстандартна іпотека новим фінансовим евфемізмом на позначення чорношкірих. Це було не безпідставним припущенням. Згідно з дослідженням Массачусетського союзу доступного житла, у 2005 р. з числа всіх чорношкірих і латиноамериканських позичальників Бостона, які отримали кредити на купівлю житла для однієї родини, 55 % отримали субстандартні іпотеки проти лише 13 % із числа білих позичальників. Понад 75 % чорношкірих і латиноамериканських позичальників банку «Вашингтон м'ючуал» (Washington Mutual) отримали субстандартні іпотеки проти лише 17 % білих позичальників³⁸². Згідно з даними Міністерства

житлового будівництва і міського розвитку, із 2002 до 2007 р. кількість власників нерухомості серед представників меншин зросла на 3,1 млн людей.

То, звісно, був час розквіту демократії домовласників. Здавалося, що іпотечний ринок здійснив американську мрію про власний дім для тисяч людей, які раніше не мали змоги отримати фінансування, через ставлення кредитно-рейтингових агенцій і через тонко замасковані расові упередження. Згодом, в останні роки перебування на посаді голови Федеральної резервної системи Алана Грінспена, на нього посипалася критика за те, що він не зміг належним чином врегулювати видачу іпотечних кредитів. Утім, незважаючи на його горезвісну промову 2004 р., де він схвалював іпотеки зі змінною відсотковою ставкою (позиція, якої він із часом зрікся), Грінспен не був головним захисником ідеї розширення кількості домовласників. Не варто також звинувачувати монетарну політику в усіх надуживаннях останніх років.

«Ми б хотіли, щоб усі американці володіли власним житлом», — казав президент Джордж Буш-молодший у жовтні 2002 р. Закликавши кредиторів забезпечити 5,5 млн представників меншин власним житлом до кінця десятиліття, Буш підписав у 2003 р. Закон про «передплату американської мрії». Цей захід був покликаний субсидувати купівлю першого житла для представників груп із низькими прибутками. Адміністрація президента заохочувала кредиторів не вимагати від субстандартних позичальників усього пакету документів. Під тиском Міністерства житлового будівництва і міського розвитку, Фанні Мей і Фредді Мак також були змушені підтримувати субстандартний ринок. Як сказав Буш у грудні 2003 р., «це в наших же національних інтересах, щоб дедалі більше людей мали власний дім»³⁸³. Незгодних було небагато. Гарвардський професор Альфонсе Флетчер і директор Інституту африканських і афроамериканських досліджень ім. В. Е. Б. Дюбуа Генрі Луїс («Скіп») Гейтс-молодший у своїй статті в «Нью-Йорк таймс» від листопада 2007 р. вочевидь вітав такий розвиток подій, зазначаючи, що 15 із 20 успішних афроамериканців, яких він досліджував (серед яких були Опра Вінфрі та Вуппі Голдберг), «принаймні за одним із батьків походили з родини колишніх рабів, які на 1920 р. спромоглися заволодіти власною нерухомістю». Гейтс, недбало поставившись до того, що бульбашка нерухомості луснула кілька місяців тому, запропонував дивовижне вирішення проблеми «бідності й соціальної дисфункції серед чорношкірих», а саме: «надати власність людям, які

колись самі вважалися власністю»:

Ймовірно, найвдалішу програму, яка може допомогти вирішити проблему, запропонувала Маргарет Тетчер. У 1980-х рр. вона перетворила 1,5 млн учасників програм державного житла Британії на домовласників. Звісно, це було найліберальнішим із того, що зробила пані Тетчер, прогресистам є чого в неї повчитися... Сміливим і новаторським підходом до вирішення проблеми бідності серед чорношкірих... буде знайти можливість перетворити орендарів на домовласників... Справжній прогрес настане лише тоді, коли чорношкірі бідні зможуть отримати свою частку власності в американському суспільстві. Люди, яким належить нерухомість, відчують свою причетність до власного майбутнього і майбутнього суспільства. Вони навчаються, заощаджують, працюють, докладають зусиль і голосують. А ті люди, які застрягли в тенетах орендної культури, цього не роблять...384

Біні Селф, лідер афроамериканської громади мемфіського району Фрейзер, відзначив фатальну помилку в словах Гейтса: «Американська мрія полягає у володінні власним житлом, і хоча ця мрія чудова, дещо мене в цьому непокоїть — насправді ми не готові до неї. Люди не розуміють, що існує індустрія нерухомості, індустрія оцінки її вартості, іпотечна індустрія, які тепер можуть змусити людей вселитися в будинки, котрі вони насправді не можуть собі дозволити»385.

Як бізнес-модель субстандартні кредити працювали просто чудово доти, поки відсоткові ставки залишалися на низькому рівні, поки в людей була робота, а ціни на нерухомість зростали. Звісно, такі умови не могли тривати довго, надто в такому місті, як Детройт. Але субстандартні кредитори цим не переймалися. Вони просто йшли шляхом, протоптаним у 1980-х рр. основними іпотечними позикодавцями. Замість ризикувати власними грошима, вони після підписання оригінальної кредитної угоди клали собі в кишені здоровезні комісійні, а тоді масово перепродавали ці кредити банкам із Волл-стрит. А банки об'єднували ці кредити у високодохідні цінні папери під заставу житлових іпотек (RMBS), а тоді продавали їх інвесторам по всьому світу, готовим на все задля збільшення своїх капіталів на кілька сотих пунктів відсотка. Перепаковані як забезпечені боргові зобов'язання (CDOs), ці субстандартні цінні папери могли перетворитися з ризикованих позик ненадійним позичальникам на цінні папери з високим інвестиційним рейтингом AAA. Усе, що для цього було потрібно, —

отримати сертифікат від однієї з двох головних рейтингових агенцій — «Мудіс» (Moody's) чи «Стандард енд Пурз» (Standard & Poor's), який би підтверджував, що принаймні вершечок цих цінних паперів не зазнає дефолту. Нижчі «поверхи» цих цінних паперів визнавалися більш ризиковими, але ж за них, зрештою, і відсоткові ставки платилися вищі.

Ключиком до цієї фінансової алхімії було те, що між позичальниками іпотек у Детройті та тими, хто в кінцевому підсумку отримував відсоткові виплати, могло пролягати тисячі кілометрів. Ризики розподілилися по всій планеті: від американських державних пенсійних фондів до австралійської мережі державних інституцій охорони здоров'я і навіть до міських рад за Північним полярним колом. Наприклад, у Норвегії муніципалітети Рана, Гемнес, Гаттьельдал і Нарвік інвестували близько 120 млн доларів із грошей платників податків у боргові зобов'язання, забезпечені американськими субстандартними іпотеками. На той час продавці цих «структурованих продуктів» вихвалялися, що сек'юритизація допомагає перерозподілити ризики, спрямувавши їх «на тих, хто зможе найкраще впоратися з ними». Лише згодом з'ясувалося, що ризики були спрямовані на тих, хто найменше розумів, із чим має справу. Ті, хто найкраще знав про ненадійну природу субстандартних кредитів (люди, які напряду мали справу з позичальниками і знали про їхні економічні обставини), ризикували найменше. Вони могли видати кредит на 100 % вартості житла людині без прибутку, без роботи чи активів і того самого дня перепродати його великим банкам, які мали справу з CDO. Ризики, які й без того не були низькими, в одну мить здіймалися до висоти фіордів.

У Детройті злет субстандартних іпотек фактично збігся в часі з черговим різким неблаганним падінням автомобільного виробництва, під час якого місто втратило 20 тисяч робочих місць. Це стало передвісником загального сповільнення американської економіки, яке було майже неминучим, унаслідок більш жорсткої монетарної політики Федеральної резервної системи, яка збільшила короткострокові відсоткові ставки з 1 до 5,25 %, що незначно, але все ж помітно вплинуло на середні ставки за іпотеками, які зросли майже на чверть (із 5,34 до 6,66 %). Ця нібито невинна зміна в умовах надання кредитів виявилась катастрофічною для іпотечного ринку. Як тільки спливав термін «тизерних» відсоткових ставок та іпотеки «перезапускалися» з новими і значно вищими відсотковими ставками, сотні детройтських домогосподарств припиняли виплати за іпотеками. Уже в березні 2007 р. за кожною третьою іпотекою, виданою в районі з поштовим

індексом 48235, було зафіксоване відставання за графіком виплат на понад 60 днів, через що вони опинилися на межі позбавлення права викупу заставної. Як результат, бульбашка нерухомості луснула, через що ціни на нерухомість почали падати вперше з початку 1990-х рр. Тільки-но це розпочалося, люди, які взяли іпотечний кредит на 100 % вартості житла, зрозуміли, що їхні борги тепер вартують дешевше за житло. Що більше падали ціни на нерухомість, то більше домовласників залишалися з «негативним капіталом» — цей термін ще з початку 1990-х рр. був добре відомий британцям. Вест-Аутер-драйв був передвісником масштабної кризи на американському ринку нерухомості, наслідки якої аж до основ похитнуть фінансову систему західного світу.

Спекотного вечора п'ятниці, невдовзі після прибуття з Детройта до Мемфіса, я спостерігав за тим, як на сходах міського суду за безцінь розпродавали понад півсотні будинків. У кожному із цих випадків іпотечні кредитори позбавили власників заставленого житла за те, що вони заборгували відсоткові виплати⁵³. Мемфіс — це не лише американська столиця банкрутства (як ви могли побачити в розділі 1). На літо 2007 р. це місто швидко перетворювалося ще й на столицю відчуження нерухомості. Як мені пояснили, за останні п'ять років кожне четверте домогосподарство в місті отримало попередження про те, що в них відберуть будинок. І знову джерелом проблем були субстандартні іпотеки. Лише в 2006 р. субстандартні фінансові компанії видали 14 мемфіським районам кредитів на 460 млн доларів. Те, свідком чого я став, було лише початком зливи відчуження нерухомості. У березні 2007 р. Центр відповідальних кредиторів спрогнозував, що кількість таких випадків може сягнути 2,4 млн³⁸⁶. Може статися, що вони недооцінили ситуацію. На час написання книжки (травень 2008 р.) було оголошено дефолт за майже 1,8 млн іпотек, але ще приблизно 9 млн американських домогосподарств, а це мешканці кожного десятого будинку на одну родину, вже мали «негативний капітал». Близько 11 % позичальників іпотек за змінними відсотковими ставками вже втратили заставлене житло. Згідно з підрахунками компанії «Кредит Свісс» (Credit Suisse), упродовж наступних п'яти років загальна кількість відчуженої нерухомості за всіма різновидами іпотек сягне 6,5 млн. Після цього 8,4 % усіх американських домовласників, або 12,7 % позичальників іпотек, будуть позбавлені своїх домівок³⁸⁷.

Відтоді як на початку літа 2007 р. на іпотечному ринку розпочалися проблеми, ударними хвилями зачепило кредитні ринки всього світу, в

результаті чого були знищені деякі гедж-фонди, а банки та інші фінансові компанії втратили сотні мільярдів доларів. Головну проблему становили CDO, яких у 2006 р. було продано на понад півтрильйона доларів, а половина з них містила субстандартні іпотеки. Виявилося, що багато із цих боргових зобов'язань були серйозно переоцінені в результаті помилкових розрахунків можливого рівня дефолтів за виплатами субстандартних іпотек. Коли дефолти почали оголошувати навіть за цінними паперами з високим рейтингом AAA, першими жертвами цього стали гедж-фонди, що спеціалізувалися на купівлі пакетів CDO з високим рівнем ризику. Хоча ознаки проблем були помітні вже з лютого 2007 р., коли речники банку «Ейч-ес-бі-сі» (HSBC) визнали, що він зазнав великих втрат через американські іпотеки, більшість аналітиків усе ж схильні пов'язувати початок кризи субстандартних кредитів із червнем того року, коли банк «Меррілл Лінч» попросив два гедж-фонди, що належали банку «Біар Стернс»⁵⁴, надати додаткове забезпечення — «Меррілл Лінч» позичив їм гроші, але тепер занепокоївся через те, що вони надто покладаються на активи, забезпечені субстандартними іпотеками. «Біар Стернс» врятував один фонд, але іншому дозволив збанкрутувати. Уже наступного місяця рейтингові агенції почали знижувати рейтинги RMBS CDO (кредитні зобов'язання, забезпечені житловими іпотеками, — уже сам цей термін свідчив про надто складну природу цих фінансових продуктів). Тільки-но вони це зробили, усі фінансові інституції, які володіли RMBS і CDO, зрозуміли, що їм загрожують величезні втрати. Проблема значно погіршувалася наявністю значної кількості позик (боргів) у самій системі. Зокрема, гедж-фонди позичали величезні суми грошей у своїх головних посередників — банків, щоб збільшити потенційний дохід, який вони могли б отримати. А тим часом банки приховували власну вразливість, фіксуючи активи, пов'язані із субстандартними іпотеками, у позабалансних документах, відомих під назвою «водовідведення» і «структурованих інвестиційних компаній» (SIV), які у фінансуванні поклалися на короткострокові позики на ринках комерційних паперів і на міжбанківські позики на одну ніч. Коли занепокоєння тим, що партнер занадто ризикує (є небезпека того, що інша сторона, задіяна у фінансову операцію, може збанкрутувати), почало зростати, ці кредитні ринки закрилися. Криза ліквідності, про яку дехто з коментаторів попереджав уже принаймні понад рік, вибухнула в серпні 2007 р., коли корпорація «Американ гоум мортгейдж» (American Home Mortgage) оголосила про банкрутство, банк «Бе-ен-пе Паріба» (BNP Paribas) припинив дію трьох своїх іпотечно-кредитних фондів і корпорація «Кантрівайд фінаншіал» (Countrywide

Financial) вичерпала 11 млрд доларів усіх запасів своєї кредитної лінії. Майже ніхто не очікував, що відмова малозабезпечених родин із міст, на кшталт Детройта і Мемфіса, сплачувати іпотечні кредити може призвести до настільки масштабної економічної катастрофи⁵⁵: один банк — «Нозерн рок» (Northern Rock) був націоналізований; інший — «Біар Стернс», за гарантованою ФРС угодою, за безцінь продало конкуренту; численні гедж-фонди були ліквідовані; списання з банківських рахунків сягнули щонайменше 318 млрд доларів; сукупно очікувані втрати становили трильйон доларів. Метелик субстандартних іпотек махнув крильцями і спричинив ураган по всьому світу.

За іронією долі, пов'язаної із цією кризою, може статися так, що вона завдала смертельного удару підтриманій урядом матері демократії домовласників — Фанні Мей³⁸⁸. Одним із наслідків державної політики було збільшення кількості іпотек, підтриманих Фанні Мей і її молодшими братом і сестрою — Фредді та Джинні, тоді як значимість урядових гарантій, які від самого початку були ключовим складником усієї системи, помітно зменшилася. Із 1955 по 2006 р. частка нефермерських іпотек, застрахованих державою, знизилася з 35 до 5 %. Але за цей самий період частка іпотек, підтриманих цими державними підприємствами, зросла з 4 % до максимальної кількості — 43 % у 2003 р.³⁸⁹ Управління федерального нагляду за житловим сектором, послаблюючи правила, що регулювали співвідношення капіталу до активів, спонукало Фанні й Фредді брати ще більше забезпечених житловими іпотеками зобов'язань (включно із зобов'язаннями, забезпеченими субстандартними іпотеками). Але ці дві фінансові інституції мали лише 84 млрд доларів спільного капіталу, що становили лише якихось 5 % від 1,7 трлн доларів активів з їхніх балансових звітів, уже не кажучи про ще 2,8 трлн доларів RMBS, за якими вони виступили гарантами³⁹⁰. Якщо в цих інституціях почнуться проблеми, то цілком логічним буде припустити, що державна підтримка може обернутися державним володінням, із відповідними серйозними наслідками для федерального бюджету⁵⁶.

Отже, ні, як виявилось, будинки не є аж такими винятково безпечними інвестиціями. Ціни на них можуть не лише зростати, а й падати. І, як ми могли побачити, житло — це не надто ліквідні активи, тобто їх важко продати швидко, якщо ви потрапили в якусь фінансову халепу. Ціни на житло «залипають», коли рухаються вниз, оскільки продавці терпіти не можуть урізати ціну: тож у результаті маємо надлишок нерозпроданої

нерухомості, а люди, які за інших обставин могли б швидко переїхати, замість цього довго споглядають свою табличку з написом «На продаж». А це означає, що володіння нерухомістю знижує трудову мобільність і таким чином уповільнює економічне відновлення. Хоч якою привабливою видавалася колись ідея перетворити орендарів на власників житла, отакими виявилися недоліки демократії домовласників. Залишається відповісти на запитання: чи маємо ми експортувати цю надзвичайно ризиковану модель до решти світу?

Надійні як домогосподарки

Здається, що між нетрями містечка Кільмес, яке, по суті є південним передмістям Буенос-Айреса, і елегантними бульварами центру аргентинської столиці пролягли мільйони кілометрів. Але чи люди, які там мешкають, насправді настільки бідні, як здається? Перуанський економіст Ернандо де Сото вважає, що містечка з халупами, на кшталт Кільмеса, попри свій вутлий вигляд, містять буквально трильйони доларів нереалізованих багатств. Де Сото підрахував, що сукупна вартість нерухомості, у якій мешкають усі бідняки світу, становить 9,3 трлн доларів. Він підкреслює, що це сума майже повної ринкової капіталізації всіх відомих компаній 20 провідних економік світу і вона майже в 90 разів більша за суму допомоги, наданої розвитковим країнам у період 1970–2000 рр. Проблема становить те, що мешканці Кільмеса та інших незліченних містечок-нетрів по всьому світу не мають визнаних законом прав на володіння своїм житлом. А без бодай якогось законно визнаного права володіння нерухомістю не може бути використана як закладна для отримання позики. Результатом цього є стримування економічного зростання, переконує де Сото, адже якщо ви не можете взяти позику, ви не можете знайти капітал, щоб розпочати власний бізнес. Потенційним підприємцям це дуже заважає. Енергія капіталізму задихається³⁹¹.

Значна частина проблеми полягає в тому, що в таких місцях, як Південна Америка, на шляху отримання юридичного права на власність стоїть безліч бюрократичних перепон. Згідно з даними Світового банку, на сьогодні процес реєстрації нерухомості в Аргентині забирає близько 30 днів, але раніше на це йшло значно більше часу. У деяких країнах (найгірші в цьому плані Бангладеш і Гаїті) цей процес може забрати близько 300 днів. Коли де Сото з іншими дослідниками в Перу спробували отримати юридичне право на будівництво на землі, що належить державі, вони витратили на це 6 років 11 місяців, упродовж яких їм довелося мати справу з 51 урядовою інстанцією. Донедавна на Філіппінах, щоб отримати офіційне право власності на нерухомість, необхідно було пройти процес зі 168 етапів, із залученням 53 державних і приватних інстанцій, — на це йшло від 13 до 25

років. На противагу цьому в англomовному світі на цей процес потрібно лише 2 дні й лише в рідкісних випадках на це витрачається понад 3 тижні. На думку де Сото, бюрократичні перепони на шляху встановлення права власності перетворюють активи бідних на настільки ж «мертвий капітал... як і вода з озера на вершечку Анд — незаймане джерело потенційної енергії». Він стверджує, що вдихнути життя в цей капітал — означає подарувати таким країнам, як Перу, перспективніше майбутнє. Лише тоді, коли система права на власність працює належним чином, на ринку можна встановити відповідну ціну на нерухомість; її можна легко придбати і продати; її можна на законних підставах використати як заставу під кредит; а її власник зможе покластися на неї, укладаючи угоди за іншими операціями. Окрім того, виключаючи бідних із числа тих, хто законно володіє нерухомістю, їх таким чином підштовхують до того, щоб вони діяли в сірій або тіншовій зоні економіки, поза контролем держави. Від цього є подвійна шкода. За таких умов неможливо ефективно збирати податки. І це також обмежує легітимність держави в очах народу. Іншими словами, бідні країни залишаються бідними через те, що їм не вистачає законних прав на власність, які є «прихованою структурою» успішної економіки. «Закон про власність — це не чарівна срібна куля, — визнає де Сото, — але це відсутня ланка... Без закону про власність ви ніколи не зможете довести до логічного завершення жодної реформи». Також бідні країни більш схильні сходити зі шляху демократії, оскільки в них немає електорату, який відчуває себе залученим до спільної справи. «Право на власність у кінцевому підсумку приведе до демократії, — доводив де Сото, — оскільки ви не зможете підтримувати орієнтовану на ринок систему власності, якщо не забезпечите існування демократичної системи. Це єдиний спосіб зробити так, щоб інвестори почувалися захищеними»³⁹².

Для когось (як-от для перуанської маоїстської терористичної групи «Сяючий шлях», представники якої в 1992 р. намагалися вбити його за допомогою бомби, у результаті чого загинуло троє людей) де Сото — лиходій³⁹³. Інші критики порівнюють його з Распутіним, який служив нині знеславленому перуанському президентові Альберто Фухіморі. Для інших спроби де Сото глобалізувати демократію власників нерухомості зробили його героєм. Колишній президент США Білл Клінтон називав його «мабуть, найвидатнішим із живих економістів», а його російський колега Владімір Путін вважав досягнення де Сото «надзвичайними». У 2004 р. американський лібертаріанський інтелектуальний центр Інститут Катона вручив йому щодворічну нагороду Мілтона Фрідмана за роботу, що

«представляє дух і практичне втілення свободи». Де Сото і його Інститут свободи і демократії давали рекомендації урядам Єгипту, Сальвадору, Гани, Гаїті, Гондурасу, Казахстану, Мексики, Філіппін і Танзанії. Критичним тут, звісно, є запитання: чи його теорія працює на практиці?

Кільмес є прикладом природного експерименту, який допоможе з'ясувати, чи де Сото справді вдалося розгадати «таємницю капіталу». Саме тут у 1981 р. група з 1800 родин кинула виклик військовій хунті, яка тоді була при владі в Аргентині, і самовільно зайняла пустку. Після відновлення демократії уряд провінції експропріював землі у власників, щоб надати цим сквотерам право власності на їхні будинки. Проте лише 8 із 13 землевласників погодилися на запропоновану компенсацію; інші ж (один із яких оселився тут у 1998 р.) розпочали тривалу судову боротьбу. У результаті деякі сквотери Кільмеса стали власниками нерухомості, заплативши номінальну суму оренди, яка за 10 років вважалася повною виплатою і давала право власності, а інші так і залишилися сквотерами. Сьогодні ви легко відрізните будинки, в яких мешкають власники, від інших за кращими огорожами і пофарбованими стінами. На противагу їм, самозахоплені будинки з невизначеними власниками — це пошарпані халупи. Як усім (включно зі «Скіпом» Гейтсом) відомо, власники краще за орендарів піклуються про своє житло.

Безсумнівно, володіння нерухомістю змінило людей Кільмеса. Згідно з одним з останніх досліджень, ті, хто отримав право власності, стали значно більшими «індивідуалістами» і матеріалістами, ніж ті, що лишилися сквотерами. Наприклад, власники нерухомості на 34 % частіше за сквотерів позитивно відповідали на запитання: «Чи вважаєте ви, що гроші — важливі для щастя?»³⁹⁴ Утім, у теорії були і прогалини, адже володіння нерухомістю не надто допомогло мешканцям Кільмеса з отриманням кредитів. Лише 4 % спромоглися отримати іпотеки³⁹⁵. На батьківщині де Сото, у Перу, також самого лише володіння нерухомістю недостатньо, щоб оживити мертвий капітал. Справді, після того, як у 1988 р. перуанський уряд дослухався до його перших рекомендацій, кількість часу, що витрачався на реєстрацію нерухомості, значно скоротилася (до одного місяця), ще більше скоротилися витрати на цей процес — аж на 99 %. До наступних спроб вдалися після того, як у 1996 р. було створено Комісію для узаконення незаконної нерухомості, тож уже за чотири роки 1,2 млн будівель у містах повернулися в межі юридичного регулювання. Утім, економічний поступ, який обіцяв де Сото, так і не відбувся. Із понад 200

тис. домогосподарств Ліми, які в 1998–1999 рр. здобули право власності, на 2002 р. лише чверть отримала якийсь кредит під заставу. В інших місцях, де випробували систему де Сото, зокрема у Камбоджі, надання права на володіння нерухомістю в містах просто заохотило нечесних забудовників і спекулянтів за безцінь скуповувати нерухомість бідних мешканців (або ж узагалі — виганяти їх)³⁹⁶.

Не забувайте: те, що ви володієте нерухомістю, забезпечує не вас, а ваших кредиторів. Справді безпечно можна почуватися лише тоді, коли у вас є стабільний прибуток, як це зрозумів герцог Бекінгем у 1840-х рр., а домовласники Детройта усвідомлюють це лише тепер. Тому, щоб заробити гроші, підприємці розвиткових країн не обов'язково мають закладати свої будинки. Те саме стосується жінок-підприємниць. Насправді ключ до багатства може бути зовсім не у володінні нерухомістю.

Дощового понеділкового ранку я зустрів Бетті Флорес на ринку в Ель-Альто, невеличкому болівійському містечку неподалік (чи точніше вище) Ла-Паса. Я йшов до місцевої організації «Про мухер» (Pro Mujer), що надавала мікрофінансування, але відчув утому через перебування на великій висоті та вирішив випити кави. Тут мені трапилася Бетті, яка заклопотано заварювала каву, розносила глечики і чашки з густою міцною болівійською кавою перехожим покупцям та продавцям з інших яток на ринку. Мене одразу ж вразила її енергійність і жвавість. На відміну від більшості болівійок, вона, здавалося, почувалася доволі розкуто, спілкуючись з очевидним іноземцем. З'ясувалося, що вона була клієнткою «Про мухер» й отримала в них позику на розширення своєї кавової ятки — на що не спромігся її чоловік, механік. І їй усе вдавалося — варто було поглянути на те, як вона невпинно рухалася, щоб це зрозуміти. Чи планує вона розширюватися? Так, звісно. Завдяки цьому бізнесу її доньки змогли закінчити школу.

Бетті Флорес не із числа тих, кого зазвичай вважають кредитоспроможними. У неї небагато заощаджень, вона не має власного житла. Утім, такі організації, як «Про мухер» позичають їй, як і тисячам інших жінок із бідних країн гроші, намагаючись у революційний спосіб вивільнити підприємницьку енергію жінок. Великим відкриттям руху за мікрофінансування в таких країнах, як Болівія, було те, що насправді жінки є більш кредитоспроможними за чоловіків, незалежно від того, мають вони нерухомість, яку можна закласти, чи ні. Це, звісно, суперечить

популярному образу марнотратної жінки, яка всі гроші витрачає на шоппінг. Це йде врозріз і з багатівіковим упередженням, яке дожило ще до 1970-х рр., за яким жінок систематично вважали менш кредитоспроможними, ніж чоловіків. Наприклад, у США одруженим жінкам зазвичай відмовляли в кредиті, навіть якщо вони працювали, але при цьому їхні чоловіки не мали роботи. Покинутим і розлученим жінкам велося ще гірше. У часи мого дитинства кредити досі надавали майже завжди тільки чоловікам. Проте у сфері мікрофінансів передбачається, що кредитоспроможність є рисою, притаманною жінкам.

Засновник руху мікрофінансування, нобелівський лауреат Мухаммад Юнус розгледів потенціал у наданні невеликих позик жінкам, коли досліджував бідність у сільській місцевості свого рідного Бангладешу. «Гремін (сільський) банк» (Grameen Bank), заснований у селі Йорба в 1983 р., і у якому Юнус був співвласником, надав мікрокредити майже 7,5 млн позичальників, переважно жінкам, які не мали застави. Фактично всі позичальниці брали кредити як члени груп із п'яти осіб (koota — «кута»), котрі щотижня зустрічаються і неформально відповідають за виплату позик одна одній. Від початку своєї діяльності «Гремін банк» надав мікропозик на понад 3 млрд доларів, спершу операції фінансувалися грошима з фондів надання допомоги, але нині банк залучає достатньо депозитів (на січень 2007 р. їх було близько 650 млрд доларів), щоб бути самодостатнім і справді прибутковим³⁹⁷. «Про мухер», заснований Лінн Паттерсон і Кармен Веласко у 1990 р., є одним із найуспішніших південноамериканських наслідувачів «Гремін банку»⁵⁷. Вони видають позики від 200 доларів на три місяці. Більшість жінок використовує ці гроші на придбання худоби для домашніх ферм або ж, як Бетті, — на заснування власного мікробізнесу, щоб продавати все, що завгодно: від тортілі до пластикових контейнерів.

Коли я нарешті змусив себе відійти від кавового прилавку Бетті, офіс «Про мухер» в Ель-Альто вже нагадував вулик. Мене надзвичайно вразило те, що я побачив: кілька десятків болівійських жінок, майже всі вони одягнені в традиційне вбрання (кожна мала мініатюрний капелюшок-казанок, прищеплений збоку), вишикувались у чергу, щоб сплатити відсотки за позиками. Коли вони розповідали мені про свій досвід, я подумав, чи не настав час змінити віковічну приказку «безпечний як дім» на «безпечний як домогосподарка». Адже те, що я побачив у Болівії, відбувається і в інших бідних країнах по всьому світу: від нетрів Найробі до сіл індійського штату

Уттар-Прадеш. І не лише в розвиткових країнах. Мікрофінансування може також добре працювати в анклавих бідності в розвинених країнах, як наприклад, у районі Глазго Каслмілк, де була заснована ціла мережа кредитних агенцій, що зветься кредитними союзами, щоб протидіяти хижацьким кредитам акул-лихварів (подібних до тих, із якими ми познайомилися в розділі 1). У Каслмілку кредити також отримують жінки. Як в Ель-Альто, так і в Каслмілку мені розповідали про те, що чоловіки більше схильні до того, щоб розтринькати всю зарплатню в пабі чи на тоталізаторі, замість заплатити відсотки за кредитами. Мені постійно повторювали про те, що жінки краще за своїх чоловіків розпоряджаються грошима.

Звісно, буде помилкою вважати, що мікрофінансування є чарівною паличкою, яка вирішить проблему глобальної бідності, як не змогли вирішити і приписи Ернандо де Сото про право власності на нерухомість. Майже 40 % населення світу фактично живе поза фінансовою системою, не має доступу до банківських рахунків, тим паче до кредитів. Але якщо просто дати їм позики, незалежно від того, вимагатимуть від них заставу чи ні, це не означатиме, що після цього, як висловився Юнус, бідність можна відправляти до музею. Не варто забувати і про те, що деякі особи надають мікрофінансування не для того, щоб покінчити з бідністю, а щоб заробити на ньому гроші³⁹⁸. Може шокувати той факт, що деякі мікрофінансові фірми вимагають надзвичайно високі відсотки, які сягають 80–125 % на рік — відсоткові ставки варті акул-лихварів. Вони виправдовуються тим, що це єдиний спосіб заробити, зважаючи на вартість адміністрування такої величезної кількості дрібних позик.

Глазго пережило багато всього відтоді, як мій земляк-шотландець Адам Сміт у 1776 р. написав першу книжку про вільний ринок «Багатство народів». Як і Детройт, Глазго пережило розквіт під час економічного піднесення індустріальної доби. Доба фінансів виявилась до нього менш лагідною. Але у Глазго, як і в інших містах Північної та Південної Америки, а також Південної Азії, люди засвоюють той самий урок. Попри те що фінансове невігластво всюдисуще, ми всі вважали себе експертами в одній галузі економіки — у ринку нерухомості. Ми всі знали, що ставка на нерухомість завжди буде виграшна. От тільки з'ясувалося, що це геть не так. (В останньому кварталі 2007 р. ціни на нерухомість у Глазго впали на 2,1 %. Єдине, що втішало, — в Единбурзі вони впали на 5,8 %). Ціни на житло в містах по всьому світу злетіли значно вище, ніж можна було

виправдати витратами на оренду чи будівництво. Це можна було пояснити тим, що економіст Роберт Шиллер назвав просто «поширеним уявленням про те, що нерухомість — це чудова інвестиція», через що утворилась «класична спекулятивна бульбашка», до надування якої були задіяні ті ж засоби, які традиційно впливали на фондові біржі ще від часів Джона Ло. Коротко кажучи, це було ірраціональне захоплення цеглою і будівельним розчином, а також тими капітальними зисками, які вони могли дати³⁹⁹. Ці уявлення, як ми могли побачити, почасти мали політичне коріння. Але політики, заохочуючи до володіння власним житлом заради розбудови політичного електорату для капіталістичної системи, з другого боку, призводили до спотворення ринку капіталу, змушуючи людей закладати свої будинки заради... того-таки будинку. Коли фінансові теоретики застерігають проти «домашнього ухилу», йдеться про тенденцію інвесторів вкладати гроші в активи власної країни. Але справді «домашнім ухилом» є те, коли ми вкладаємо майже все наше багатство у власне житло. Зрештою, нерухомість складає дві третини інвестиційного портфелю типової американської родини, а в інших країнах ця пропорція може бути навіть більшою⁴⁰⁰. Усюди — від Бекінгемширу до Болівії ключем до фінансової безпеки є розбудова диверсифікованого портфелю активів⁴⁰¹. Щоб зробити це, ми, звісно ж, можемо брати позики, в очікуванні майбутніх прибутків. Але ми маємо утриматися від того, щоб ставити все, що маємо, на гру на абсолютно не безпечному ринку нерухомості. Необхідно підтримувати постійну різницю між позиченими коштами і прибутком від інвестицій, а також постійний баланс між боргом і доходом.

Не варто й згадувати, що це стосується не лише бюджетів домогосподарств. Це стосується й економік держав. Тепер нам залишилося відповісти на одне запитання: наскільки найбільші економіки світу (в результаті процесу, який ми називаємо глобалізацією) схильні не брати до уваги цю пораду. Чого варта субстандартна наддержавна?

[41 Таким чином їм нав'язують очікування, котрі, ймовірно, неможливо здійснити. Коли з 1975 по 2006 р. ціна нерухомості в Англії зростає у п'ятнадцятеро, майже всі потенційні покупці, які не розраховують на фінансову допомогу своїх батьків, втратили шанс придбати власне житло.](#)

[42 Попереду йде Ірландія, у якій 83 % домогосподарств володіють власним житлом, за нею слідують Австралія і Британія \(в обох по 69 %\), Канада \(67](#)

%) і США (65 %). У Японії цей показник дорівнює 60 %, у Франції — 54 %, а в Німеччині — 43 %. Проте варто зауважити, що це дані 2000 р. Відтоді показник для США зріс до 68 %. Також потрібно звернути увагу на регіональні відмінності: серед мешканців Середнього Заходу і Півдня США значно більше власників нерухомості (72 %), ніж серед тих, хто живе на Заході й Північному Сході. На Середньому Заході й Півдні житло доступніше. 78 % мешканців Західної Вірджинії мають власні помешкання, і лише 46 % нью-йоркців.

43 «— Життя завжди таке непевне, пані Демолайнс.

— Я знаю, що ви дражнитесь. Але чи насправді вам не здається, що в Сіті гроші дуже залежать від удачі? Вони з такою швидкістю з'являються і зникають.

— Щодо їхнього зникнення, мені здається, що це стосується всіх грошей, — сказав Джонні.

— Але тільки не землі??? чи фондів. Мама вклала все до останнього шилінга в заставу на земельну власність під чотири відсотки. Це надає впевненості! Земля нікуди не втече» (розділ 25).

44 Англ. Fannie Mae — від абрєвіатури Federal National Mortgage Association — FNMA. — Прим. пер.

45 Англ. Ginnie Mae — від абрєвіатури Government National Mortgage Association — GNMA. — Прим. пер.

46 Англ. Freddy Mac — від абрєвіатури Federal Home Loan Mortgage Corporation — FHLMC. — Прим. пер.

47 На сьогодні в США близько 37 млн як окремих громадян, так і подружніх пар вимагають податкових пільг за іпотеками до 1 млн доларів, що коштує міністерству фінансів США 76 млрд доларів.

48 Вирішальними були Закон про дерегуляцію і грошовий контроль за депозитними інституціями 1980 р. і Закон Гарна-Сен-Жермена про депозитні інституції 1982 р.

49 Найгорезвісніший випадок пов'язаний із Чарльзом Кітінгом, чию

ощадно-кредитну фірму «Лінкольн» в Ірвіні, що в штаті Каліфорнія, взялися захищати п'ять сенаторів, серед яких був і Джон Маккейн, коли на неї чинили тиск представники Федерального банку житлових позик. Маккейн отримував внески на політичну діяльність від Кітінга, але Комісія Сенату з етичних питань визнала його непричетним до неправомірних дій.

50 На кінець 2006 р. підтримані державою підприємства мали найбільшу частку іпотек, що становила 30 % від усього сукупного боргу. Комерційні банки мали 22 %, на цінні папери, забезпечені іпотеками, а також забезпечені боргові зобов'язання та інші цінні папери припадало 14 %, на ощадні банки — 13 %, на державні й регіональні уряди — 8 %, а на страхові компанії — 6 %. Решта іпотек були в руках приватних осіб.

51 Таким чином, у тривалій суперечці з моєю дружиною про нерозсудливість рішення вкладати великі суми позичених коштів в ігри на ринку британської нерухомості (її улюблена фінансова стратегія), вона виявилась переможницею, при тому, що я б надав перевагу мешканню в орендованій університетській квартирі та грі на британській фондовій біржі. Звісно, оптимальною стратегією було б мати диверсифікований портфель, що містив би нерухомість і акції світових компаній, придбаних за помірні суми позичених коштів.

52 За 1997–2006 рр. американським споживачам вдалося отримати близько 9 трлн доларів готівки в заставу за свої будинки. На перший квартал 2006 р. гроші, отримані під заставу нерухомості, становили майже 10 % наявних доходів фізичних осіб.

53 Важливою рисою американських законів є те, що в багатьох штатах (хоч і не в усіх) іпотеки загалом вважаються «нерекурсивними» кредитами, тобто в разі невиплат іпотечний кредитор може лише претендувати на ціну нерухомості, але не може відбирати іншу власність (наприклад, машину чи гроші в банку) чи накладати арешт на майбутні зарплати. Деякі економісти вважають, що через це позичальники мають великий стимул не сплачувати борги.

54 Один із цих хедж-фондів мав горду назву «Висококласний фонд структурованих кредитних стратегій підвищеної ефективності».

55 Було мало таких, хто не погодився з Міжнародним валютним фондом,

який назвав це «найбільшим фінансовим шоком з часів Великої депресії».

56 Після написання мною цих рядків наступні події справді розвивалися в цьому напрямку.

57 Білла і Мелінду Ґейтс настільки вразила діяльність «Про мухер», що їхня фундація передала цій організації 3,1 млн доларів.

6. Від імперії до Кимерики

Якихось десять років тому, під час Азійської кризи 1997–1998 рр., загалом вважалося, що фінансові кризи з більшою вірогідністю можуть розпочатися десь на периферії світової економіки — на так званих посталих ринках (колись знаних під назвою «розвиткові країни») Східної Азії чи Латинської Америки. Утім, найбільшу небезпеку для глобальної фінансової системи в новому столітті становить не периферія, а центр. Після того як «бульбашка доткомів» Кремнієвої долини сягнула апогею в серпні 2000 р., американська фондова біржа впродовж наступних двох років упала більш ніж уполовину. Інвестори індексу S&P 500 змогли компенсувати свої втрати не раніше від травня 2007 р. А тоді, лише три місяці по тому, вдарила нова фінансова буря, цього разу на кредитних ринках, а не на ринках капіталів. Як ми бачили, ця криза також розпочалася в США, коли мільйони бідних американських домогосподарств зрозуміли, що не можуть дозволити собі виплачувати субстандартні іпотеки, сукупна ціна яких сягала мільярдів доларів. У минулі часи американська криза такого масштабу могла б занурити решту світової фінансової системи в рецесію, якщо не в депресію. Утім, на час написання цієї книжки, скидалося на те, що на Азію мало вплинула кредитна криза США. Насправді дехто з аналітиків, як-от головний економіст «Голдман Сакс» Джим О'Нілл, каже про те, що решта світу, на чолі з Китаєм, який переживає економічний бум, «від'єднується» від американської економіки.

Якщо О'Нілл має рацію, то ми переживаємо один із найдивовижніших зсувів в історії глобального балансу фінансових сил: кінець доби, яка тривала понад століття, коли фінансовий ритм розвитку світової економіки диктували англomовні країни: спершу Британія, а згодом — США. Китайська економіка дивовижно зросла за останні 30 років — ВВП на душу населення зростало зі щорічним сукупним показником 8,4 %. Але останніми роками темпи зростання пришвидшилися. Коли О'Нілл зі своєю командою вперше розрахував показники зростання ВВП у країнах так званого БРІКу (Бразилія, Росія, Індія і Китай), вийшло, що Китай зможе обігнати США приблизно в 2040 р.⁴⁰² Проте за новими підрахунками це може статися навіть раніше — у 2027 р.⁴⁰³ Економісти з «Голдман Сакс»

не оминули увагою ті виклики, які, безперечно, постануть перед Китаєм, не в останню чергу — демографічну бомбу з годинниковим механізмом, закладену комуністичною драконівською політикою щодо однієї дитини, а ще наслідки східноазійської інтенсивної промислової революції для навколишнього середовища⁴⁰⁴. Вони також свідомі інфляційного тиску на Китай, прикладом якого є злет цін на акції у 2007 р. і зростання цін на продукти харчування у 2008 р. Утім, загальні оцінки залишаються дивовижно позитивними. А це лише означає, що за нашого життя хід історії змінився.

300 чи 400 років тому рівень доходів на душу населення на Заході та на Сході мало відрізнявся. Стверджували, що рівень життя звичайного північноамериканського колоніста не був значно кращим за рівень життя пересічного китайського селянина. Насправді ж китайська цивілізація за династії Мін багато в чому перевищувала цивілізацію раннього Массачусетсу. Пекін століттями залишався найбільшим містом світу, проти нього Бостон був нікчемно малим, так само як у XV ст. нікчемно малою була Колумбова «Санта-Марія» проти корабля зі скарбами адмірала Чжен Хе. Здавалося, що головні технологічні інновації з підвищення продуктивності могли виникати в дельті Янцзи, так само, як і в долині Темзи⁴⁰⁵. Однак за період 1700–1950 рр. у рівні життя на Заході та на Сході виникли «великі розбіжності». Тоді як дохід на душу населення в Китаї цього періоду неймовірно впав, суспільства Північно-Західної Європи (зокрема, Британія та її колонії) стали свідками небаченого зростання, великою мірою завдяки наслідкам промислової революції. На 1820 р. дохід на душу населення в США майже вдвічі перевищував китайський, на 1870 р. — майже вп'ятеро, на 1913 р. — майже вдесятеро, а на 1950 р. — майже у 22 рази. Середній щорічний приріст рівня ВВП на душу населення у США в період 1820–1950 рр. становив 1,57 %. Відповідний показник для Китаю — 0,24 %⁴⁰⁶. Ще в 1973 р. середній дохід китайця в кращому разі становив 5 % від середнього доходу американця. Якщо перевести це в долари за ринковим обмінним курсом, різниця буде ще більшою. Навіть у 2006 р. співвідношення доходу на душу населення в США і Китаї дорівнювало 22,9:1.

Що в Китаї пішло не так між 1700-ми та 1970-ми рр.? Одне пояснення каже нам про те, що Китай програв два головних макроекономічних подарунки долі, які у XVIII ст. стали вирішальними для запуску економік Північно-Західної Європи. Першим подарунком було завоювання Америки, особливо

з огляду на перетворення Карибських островів на колонії з виробництва цукру: на «примарні акри», котрі допомогли звільнити європейське сільське господарство від тиску, який, за інших обставин, призвів би до спаду прибутковості, як це сталося в Китаї. Другим подарунком було близьке розташування багатих запасів вугілля до місцевостей, що перетворилися на центри промислового розвитку. Окрім дешевших калорій, дешевої деревини, вовни і бавовни, імперіалістична експансія також давала інші незаплановані економічні переваги. Вона стимулювала розвиток корисних військових знарядь — годинників, зброї, лінз і навігаційних інструментів, які виявилися надзвичайно важливими для розвитку промислової техніки⁴⁰⁷. Звісно ж, було запропоновано багато інших пояснень великої розбіжності між Сходом і Заходом: топографічні відмінності, наявність ресурсів, культура, ставлення до науки і технології, навіть відмінності в еволюції людини⁴⁰⁸. Утім, вірогідною гіпотезою залишається те, що проблеми Китаю були фінансові, а не лише ресурсні. Хоча б уже тому, що унітарний характер імперії перешкоджав виникненню податкової конкуренції, яка виявилася важливим каталізатором фінансових інновацій у Європи доби Відродження і наступних століть. А ще тому, що Китайська імперія могла з легкістю покривати дефіцит, друкуючи нові гроші, що завадило виникненню ринків капіталів європейського зразка⁴⁰⁹. Монет із дорогоцінного металу тут також було значно більше, ніж на Заході, через надлишки, які Китай отримував, ведучи торгівлю з європейцями. Коротко кажучи, Середина держава мала значно менше спонук для запровадження комерційних векселів, облігацій і фондових ринків. Коли сучасні фінансові інституції нарешті потрапили до Китаю наприкінці ХІХ ст., вони йшли в одному пакеті із західним імперіалізмом, а тому, як ми побачимо далі, завжди були вразливі перед патріотичними звинуваченнями проти іноземних впливів⁴¹⁰.

Глобалізація, у розумінні швидкої інтеграції міжнародних ринків сировини, виробництва, праці й капіталу, не є чимось новим. За 30 років до 1914 р. частка торгівлі товарами у світовій економіці майже сягнула того самого рівня, що й в останні 30 років⁴¹¹. У світі, у якому нагляд за кордонами був значно меншим, міжнародна міграція майже напевне була значно більшою у співвідношенні до кількості населення світу: серед населення США понад 14 % тих, хто народився в 1910 р., були іноземцями проти менше за 12 % у 2003 році⁴¹². Хоча без урахування всіх відшкодувань, запаси міжнародних капіталів у співвідношенні до глобального ВВП у 1990-х рр. були більші, ніж 100 років тому, у вираженні чистого прибутку кількість

інвестицій в інші країни (особливо інвестицій багатих країн до бідних) у попередній період була значно більшою⁴¹³. Підприємливий бізнесмен із Європи і Північної Америки, який жив понад століття тому, бачив спокусливі можливості в усіх країнах Азії. На середину XIX ст. основні технології промислової революції можна було перевезти куди завгодно. Перебої в комунікації значно скоротилися завдяки тому, що між континентами під водою проклали телеграфний кабель. Капіталу було вдосталь, і він був доступний, і, як ми побачимо, британські інвестори були готові ризикнути грошима в далеких країнах. Знаряддя було недороге, енергія — доступна, а робочої сили було так багато, що виробництво текстилю в Китаї чи Індії могло б стати вельми прибутковою справою⁴¹⁴. Утім, попри інвестування понад 1 млрд фунтів із західних фондів, обіцянка вікторіанської глобалізації так і залишилася не реалізованою в більшості країн Азії, залишивши по собі гіркий присмак від того, що й досі пам'ятають як колоніальну експлуатацію. Насправді в середині XX ст. реакція на глобалізацію була настільки негативна, що дві найгустіше заселені країни Азії в 1950–1970-х рр. зрештою ізолювалися від глобальних ринків.

Ба більше, остання спроба глобалізації завершилася аж ніяк не на щасливій ноті. Навпаки, менше від 100 років тому, влітку 1914 р., все завершилося навіть не плачем, а оглушливим вибухом, коли ті, хто отримував основний зиск від глобалізованої економіки, розпочали найкровопролитнішу війну, яку тільки бачив світ. Загалом зрозуміло, чому міжнародний капітал не спромігся забезпечити стабільне зростання економік Азії до 1914 р. Але чи існував зв'язок між наслідками глобальної економічної інтеграції та початком Першої світової війни? Останніми роками виникла гіпотеза про те, що війну слід сприймати як своєрідну негативну реакцію на глобалізацію, у результаті якої зросли тарифи, і ще за 10 років до початку війни запровадили обмеження на імміграцію. Війну ж найзавзятіше вітали представники аграрних еліт Європи, чії позиції десятиліттями підважувалися через зниження цін на сільськогосподарську продукцію, а також через еміграцію робочої сили до Нового світу⁴¹⁵. Перш ніж безтурботно вітати сьогоднішній чудесний, новий і нібито «постамериканський» світ⁴¹⁶, ми мусимо переконатися, чи не виб'є подібна непередбачувана реакція геополітичний ґрунт із-під ніг найновішої версії глобалізації.

Глобалізація і Армагеддон

Колись казали, що посталі ринки там, де є великі проблеми. Інвестуючи у віддалені країни, ви можете збагатитися, але коли щось іде не так, — це певний спосіб втратити останню сорочку. Як ми бачили в розділі 2, перша латиноамериканська боргова криза трапилася аж у 1820-х рр. Інша криза на посталому ринку в Аргентині у 1890 р. підкосила позиції банку «Беринг бразерз», а от Нік Лісон, шахраюватий торговець ф'ючерсами у Сингапурі, остаточно знищив «Берингів» через 105 років. Боргову кризу в Латинській Америці 1980-х рр. і азійську кризу 1990-х рр. важко назвати безпрецедентними. З історії фінансів випливає, що посталі ринки краще називати відродженими⁵⁸. На сьогодні головним «відродженим ринком» є Китай. Інвестори-китаєфіли, як-от Джим Роджерс, вважають, що там можна заробити майже безмежну кількість грошей⁴¹⁷. Утім, це не вперше, коли іноземні інвестори вливають гроші в китайські цінні папери, мріючи заробити величезні суми грошей у країні з найбільшою кількістю населення у світі. Варто пам'ятати, що останнього разу за такої нагоди вони втратили стільки сорочок, скільки всі знамениті гонконзькі кравці можуть пошити за один місяць.

Тоді, як і тепер, основна проблема із заокеанськими інвестиціями полягала в тому, що інвесторам із Лондона чи Нью-Йорка важко зрозуміти, що планує іноземний уряд чи керівництво компанії, якщо вони перебувають за океаном чи навіть далі. Окрім того, більшість незахідних країн до недавнього часу мали надзвичайно ненадійне законодавство. Якщо іноземний торговий партнер вирішив би відмовитися сплачувати борги, інвестор з іншого кінця світу мало що міг би тут вдіяти. За доби першої глобалізації цю проблему вирішили брутально просто, але ефективно — нав'язали заокеанським ринкам європейське управління.

Вільям Джардін і Джеймс Метісон — шотландські авантюристи, які в 1832 р. започаткували торговельну компанію в південнокитайському порту Гуанджоу (у ті часи відомому під назвою Кантон). Найуспішнішим напрямком їхнього бізнесу був імпорту опіуму, який виробляли в Індії на замовлення британського уряду. Джардін колись служив хірургом в Ост-

Індській компанії, але до Китаю опіум він завозив, вочевидь, не для медичного використання. Понад сто років тому, в 1729 р., імператор Юнчжен заборонив вживання опіуму, через велику шкоду, яку опіумна залежність завдавала китайському суспільству. А 10 березня 1839 р. до Кантона прибув імператорський чиновник Лінь Цзе-суй, який за наказом імператора Даогуана мав раз і назавжди викоринити торгівлю опіумом. Лінь блокував опіумні склади в порту Гуанчжоу, поки британські купці не погодилися визнати його вимоги. Загалом йому було передано близько 20 тис. скринь з опіумом на 2 млн фунтів. За сфальсифікованими результатами експертизи зилля було визнане непридатним для використання, і його буквально викинули в море⁴¹⁸. Китайці також наполягали на тому, щоб відтоді британські піддані на території Китаю дотримувалися китайських законів. Джардіну це зовсім не сподобалося. Під час кризи цей «залізний старий пацюк», як його називали китайці, перебував у Європі й, дізнавшись про неї, помчав назад до Лондона, щоб лобювати свої інтереси в британському уряді. Після трьох зустрічей із міністром закордонних справ віконтом Палмерстоном Джардін, здається, переконав його в необхідності продемонструвати силу, а також у тому, що «недостатня могутність їхніх бойових джонок» стане запорукою легкої перемоги, за умови залучення «достатньої кількості» британського війська. Тож 20 лютого 1840 р. Палмерстон видав наказ. На червень 1840 р. військово-морські приготування були завершені. Невдовзі імперія Цинь відчує всю могутність Британської імперії — найуспішнішої наркодержави за всю історію.

Як і передрікав Джардін, китайські сили не мали змоги протистояти могутньому британському флоту. Гуанчжоу взяли в облогу, а острів Чжоушань — захопили. Після десятимісячного протистояння британці захопили форти, які захищали гирло Чжуцзян (Перлової річки), яка сполучала Гонконг із Гуанчжоу. За умовами Хуанпійської угоди, підписаної в січні 1841 р. (але так і не ратифікованої імператором), Гонконг ставав британським володінням. Нанкінський договір, підписаний за рік, упродовж якого відбулася низка боїв між нерівними за силою противниками, підтвердив передачу Гонконгу, а також надав право вільної торгівлі опіумом у п'ятьох так званих договірних портах: у Кантоні, Амої (Сямені), Фучжоу, Нінбо і Шанхаї. Згідно із засадами екстериторіальності, британські піддані могли діяти в цих містах і почуватися цілком незалежними від китайських законів.



**«Залізний старий
пацюк»: Вільям Джардін,
співзасновник «Джардін,
Метісон»**



**Джеймс Метісон,
партнер Джардіна
з опіумної торгівлі**

Для Китаю перша Опіумна війна стала початком доби приниження. Країну накрило хвилею наркотичної залежності. Християнські місіонери підважили традиційне конфуціанство. А в хаосі Тайпінського повстання (селянського бунту під проводом самопроголошеного молодшого брата Христа проти знеславленої династії) головами наклали від 20 до 40 млн людей. Але для Джардіна і Метісона, які швиденько придбали землю на Гонконзі й перенесли штаб-квартиру своєї компанії на східну частину острова, настали славетні дні вікторіанської глобалізації. Із найвищої точки Гонконга, яка тепер зветься Джардінів пункт спостереження, дозорець постійно відстежував наближення вітрил кліперів компанії, що прибували з Бомбея, Калькутти чи Лондона. Коли Гонконг розквітнув як пункт перевезення на шляху до Китаю, опіум невдовзі вже не був єдиним напрямком діяльності компанії. На початок 1900-х рр. компанія «Джардін, Метісон» уже мала власні броварні, бавовняні фабрики, страхову компанію, компанію паромних перевезень, навіть власні залізниці, включно з побудованою в 1907–1911 рр. залізничною лінією Цзюлун—Кантон.

Тимчасом інвестори в Лондоні мали міради можливостей для інвестицій за кордоном. Найкращою ілюстрацією цього є гробухи компанії «Н. М. Ротшильд і сини», які демонструють неймовірне розмаїття цінних паперів, які Ротшильди тримали у своїх мультимільйонних портфелях. На одній-єдиній сторінці перелічено не менше від 20 різних цінних паперів, включно з облігаціями, випущеними урядами Чилі, Єгипту, Німеччини, Угорщини, Італії, Японії, Норвегії, Іспанії та Туреччини, а також цінні папери, випущені 11 різними залізничними компаніями, у тому числі 4 аргентинськими, 2 канадськими й 1 китайською⁴¹⁹. Але диверсифікувати свої іноземні інвестиції в такий спосіб могли не лише представники далеких від простих смертних фінансових еліт. Уже в 1909 р. британський інвестор за якихось 2 шилінги 6 пенсів міг придбати собі книжку Генрі Ловенфельда «Інвестиції — це точна наука», яка рекомендувала «слушну систему середніх чисел, ґрунтовану на географічному розподіленні капіталу» як засіб «зведення до мінімуму небезпеки спекуляції на інвестиціях»⁴²⁰. Пізніше Кейнс згадував у пасажі з книжки «Економічні наслідки миру», що лондонець зі скромними прибутками, навіть не докладаючи особливих зусиль, міг «ризикнути своїм багатством, вклавши його в природні ресурси й нові підприємства в будь-якій частині світу і, не напружуючись і навіть не турбуючись, отримати свою частку з їхніх

майбутніх прибутків і переваг»⁴²¹.

На той час існувало близько 40 іноземних фондових бірж, розкиданих по всьому світу, на 7 із яких у британській фінансовій пресі регулярно писалися огляди. Лондонська фондова біржа представляла облігації, випущені 57 незалежними й колоніальними урядами. Простеживши шлях грошей із Лондона до решти світу, можна уявити собі масштаб першої фінансової глобалізації. Близько 45 % британських інвестицій ішло до США, Канади і «країни антиподів» (Австралії), 20 % — до Латинської Америки, 16 % — до Азії, 13 % — до Африки і 6 % — до інших країн Європи⁴²². Якщо скласти разом весь британський капітал, зароблений у 1865–1914 рр. на випуску цінних паперів для публічного розміщення, ви побачите, що більшість цього капіталу пішла за кордон, менше третини було інвестовано в економіку самої Великої Британії⁴²³. Підраховано, що на 1913 р. у світі існувало цінних паперів на суму приблизно 158 млрд доларів, 28 % із яких — на суму 45 млрд доларів — тримали іноземні інвестори. З усіх цінних паперів, присутніх на Лондонській фондовій біржі, у 1913 р. близько половини (48 %) були іноземними облігаціями⁴²⁴. Загальна сума іноземних активів у 1913 р. дорівнювала майже 150 % британського ВВП, а щорічний профіцит бюджету того-таки року зріс до 9 % ВВП — приклад того, що сьогодні можна було б назвати «британським перенасиченням заощаджень». Прикметно, що до 1914 р. значно більша пропорція капіталів, які йшли на експорт, призначалася відносно бідним країнам, як порівняти з тим, скільки туди вкладається останнім часом. У 1913 р. 25 % капіталів світу було інвестовано в країни, дохід на душу населення в яких становить 20 % і менше від ВВП на душу населення США, у 1997 р. цей показник становив лише 5 %⁴²⁵.

Цілком можливо, британських інвесторів іноземні ринки приваблювали просто через те, що бідні на капітал регіони обіцяли високі прибутки⁴²⁶. Можливо, їх спонукало розповсюдження золотого стандарту або дедалі більша фіскальна відповідальність іноземних урядів. Утім, важко повірити в те, що до 1914 р. іноземних інвестицій було б так багато, якби не зроста імперська могутність Великої Британії. Близько 40–50 % усіх британських заморських інвестицій вкладалися у британські ж колонії. Значна частина також вкладалася в такі країни, як Аргентина і Бразилія, на які Британія мала значний, хоч і неформальний вплив. Британські іноземні інвестиції непропорційно зосереджувалися також на тих активах, які були покликані збільшити впливи Лондона: йдеться не лише про державні облігації, а й

про цінні папери, випущені для фінансування будівництва залізниць, портів і копалень. Почасти привабливість колоніальних цінних паперів пояснювалася тими гарантіями, які їм надавалися⁴²⁷. А ще Акт про колоніальні позики (1899) і Акт про колоніальні акції (1900) надавали колоніальним облігаціям такий самий статус довіри, як і основним британським державним безстроковим облігаціям — консолям, і таким чином довірчі ощадні банки мали право інвестувати в них⁴²⁸. Але справжні причини привабливості колоніальних цінних паперів були радше неочевидні.

Вікторіанці нав'язали колоніям низку інституцій, які мали збільшити привабливість цих колоній для інвесторів. Тут ішлося навіть про більше, ніж запропоновану Гледстоуном трійку: надійні гроші, збалансований бюджет і вільна торгівля, але також про верховенство права (особливо, право власності за британським зразком) і відносно некорумпований уряд — це були риси, важливі для «загального блага» з точки зору ліберального імперіалізму кінця XIX ст. Просто колонії значно легше змусити сплачувати за борговими зобов'язаннями, ніж незалежні держави. Саме тому, як пізніше зазначав Кейнс, «Південна Родезія (місцевість у Центральній Африці з кількома тисячами білого населення і менше від мільйона чорного) може розмістити негарантовані позики на умовах, що не надто відрізняються від наших власних [британських] воєнних позик», тоді як інвестори можуть надати перевагу «нігерійським акціям (які негарантовані британським урядом) [а не]... облігаціям Лондонської та Північно-Східної залізниці»⁴²⁹. Встановлення британського правління (як було в Єгипті у 1882 р.) практично означало гарантію того, що «дефолт неможливий»; єдине невизначене запитання, яке поставало перед інвесторами: скільки триватиме британське правління? До 1914 р., попри активізацію національних рухів у настільки різних володіннях, як Ірландія та Індія, політична незалежність здавалася надзвичайно віддаленою перспективою для більшості підкорених народів. На той момент навіть найбільші колонії з білим населенням дістали лише обмежену політичну автономію. І жодна колонія не була настільки далекою від перспективи здобуття незалежності, як Гонконг.

У 1865–1914 рр. британські інвестори вклали щонайменше 74 млн фунтів у китайські цінні папери. Це не надто багато, якщо порівнювати із загальною сумою 4 млрд фунтів, що вони тримали за кордоном на 1914 р., але це були значні гроші для зuboжілого Китаю⁴³⁰. Безсумнівно, інвесторів

заспокоювало те, що починаючи з 1854 р. Британія не лише керувала Гонконгом як однією зі своїх колоній, а й також контролювала всю систему Імператорської морської митниці Китаю і цим забезпечувала те, що принаймні частина митних зборів із китайських портів ітиме на сплату відсотків за облігаціями, які тримали британці. Утім, свої небезпеки були навіть у європейських кварталах так званих договірних портів, де тріпотів Юніон-Джек і тай-пен⁵⁹ пив свій джин із тоніком. Але хоч би як жорстко британці контролювали Гонконг, вони нічого не могли вдіяти, щоб запобігти спершу вступу Китаю у війну з Японією у 1894–1895 рр., потім Боксерському повстанню 1900 р. і нарешті — революції, під час якої в 1911 р. повалили династію Цін (однією з причин революції була розповсюджена в Китаї відразу до масштабного іноземного домінування в економіці країни). Кожен із цих політичних катаклізмів ударяв іноземних інвесторів по найбільшчому — по їхніх гаманцях. Так само як і під час пізніших криз (як-от японське вторгнення 1941 р. чи, якщо вже про це зайшла мова, — поглинання Гонконгу Китаєм у 1997 р.), інвестори в Гонконзі спостерігали за тим, як стрімко падають у ціні їхні китайські облігації й акції⁴³¹. Ця вразливість ранньої глобалізації перед війнами і революціями не була притаманна лише Китаю. Виявилося, що це справедливо для фінансової системи всього світу.

Три останні десятиліття перед 1914 р. стали золотими роками для міжнародних інвесторів. Комунікація з іноземними ринками швидкими темпами покращилася: на 1911 р. телеграма з Нью-Йорка доходила до Лондона за якихось 30 секунд, а її ціна становила лише 0,5 % від ціни 1866 р. Майже всі центральні банки Європи на 1908 р. дотримувалися золотого стандарту — це означало, що майже всі вони мали орієнтуватися на свої золоті резерви, підвищувати відсоткові ставки (інакше виникала загроза інтервенції), якщо спостерігався відтік грошей. Це щонайменше полегшувало життя інвесторам, адже ризики значних коливань обмінного курсу знижувалися⁴³². Уряди по всьому світу також, здавалося, покращували стан своїх фінансів, коли після дефляції 1870–1880-х рр., у 1890-х рр., почалася помірна інфляція, яка зменшила борговий тягар у реальному вираженні. Завдяки швидшому зростанню економіки, також підвищився дохід від податків⁴³³. Утім, довгострокові відсоткові ставки не змінилися. Хоча в період 1897–1914 рр. дохід з еталонного британського консолі зріс на понад 1 відсотковий пункт, ішлося всього лише про зростання від історичного мінімуму 2,25 %. Неймовірно звузилися спреди посталих ринків, як ми це назвали б сьогодні, незважаючи на кілька

відомих випадків боргових дефолтів 1870–1890-х рр. За винятком цінних паперів, випущених марнотратними Грецією і Нікарагуа, дохід за жодною з облігацій, випущених суверенними чи колоніальними країнами, із тих, якими торгували в Лондоні, у 1913 р. не перевищував консолі на понад 2 відсоткових пункти, а більшість давали значно нижчий дохід. Це означало, що прибуток того, хто придбав портфель іноземних облігацій, скажімо у 1880 р., помітно зріс, на радість власнику⁴³⁴.

Прибутковість і волатильність облігацій інших великих держав, на які припадало близько половини боргових зобов'язань іноземних суверенних держав перед Лондоном, також поступово знижувалась після 1880 р. Це означало, що зменшувались і винагороди за політичні ризики. До 1880 р. австрійські, французькі, німецькі та російські облігації у відповідь на політичні новини несамовито коливалися в ціні; але на лондонському ринку облігацій в останнє десятиліття перед 1914 р. різноманітні дипломатичні паніки та демарші, подібні до тих, що розгорталися навколо Марокко і Балкан, спричинювали хіба що легеньке тремтіння. Хоча британський фондовий ринок рівно зреагував на здуття в 1895–1900 рр. «кафрської»⁶⁰ бульбашки, пов'язаної з видобутком золота, доходність пішла трохи на спад. Є принаймні якісь свідчення того, що ці тенденції були пов'язані зі зростанням ліквідності у віддаленій перспективі, частково через збільшення видобутку золота, але, що важливіше, — через фінансові інновації, коли акціонерні банки розширили резерви у своїх балансових звітах, а ощадні банки успішно залучили активи інвесторів середнього і нижчого класів⁴³⁵.

Ці сприятливі економічні тенденції додавали оптимізму. Для багатьох бізнесменів, від Івана Бліоха в Російській імперії до Ендрю Карнегі в США, було очевидним, що велика війна обернеться катастрофою для капіталістичної системи. Бліох опублікував у 1898 р. шеститомну працю «Майбутня війна та її економічні наслідки», у якій йшлося про те, що через технологічний поступ у вдосконаленні зброї, у війни, за великим рахунком, немає майбутнього. Будь-яка спроба розпочати масштабну війну завершиться «банкрутством держав»⁴³⁶. У 1910 р., тоді, коли Карнегі започаткував свій Фонд за міжнародний мир, британський журналіст лівих поглядів Норман Енджелл опублікував книжку «Велика омана», у якій стверджував, що війна між великими державами неможлива з економічної точки зору саме через «тонку взаємозалежність міжнародних фінансових систем»⁴³⁷. Навесні 1914 р. міжнародна комісія оприлюднила звіт щодо

насилъств, учинених під час Балканських війн 1912–1913 рр. Незважаючи на ті свідчення про численні війни, що точилися між усіма мешканцями різних країн, із якими довелося працювати голові комісії разом із колегами, він зауважив у вступі до звіту, що великі держави Європи (на відміну від дрібних балканських держав) «зрозуміли ту очевидну істину, що найбагатші країни втратять від війни найбільше, тож кожна країна найбільше прагне миру». Один із британських членів цієї комісії Генрі Ноель Брейлсфорд (відданий прибічник Незалежної робітничої партії й автор завзятої критики військової індустрії у праці «Війна сталі й золота») проголошував:

Доба завоювань у Європі завершена і, за винятком хіба що Балканів і, можливо, деяких околиць Австрійської та Російської імперій, цілком очевидною політичною тенденцією є те, що кордони між нашими національними державами нарешті прокладені. На моє особисте переконання, між шістьма великими державами війн більше не буде⁴³⁸.

Початково фінансові ринки встояли після того, як 28 червня 1914 р. у боснійській столиці Сараєво Гаврило Принцип застрелив спадкоємця австрійського престолу ерцгерцога Франца-Фердинанда. Аж до 22 липня фінансова преса не висловлювала жодного серйозного занепокоєння щодо того, що балканська криза може перерости в щось більше і становитиме небезпеку для економіки. Проте, коли інвестори із запізненням зрозуміли, що масштабна європейська війна може ось-ось спалахнути, ліквідність зі світової економіки витекла так швидко, ніби у ванни відпало дно. Першим симптомом кризи стало підвищення страхових премій за перевезення одразу ж після того, як Австрія оголосила ультиматум Сербії (в якому, серед іншого, вимагали впустити австрійських представників до Сербії, щоб знайти там свідчення причетності Белграду, тобто місцевої влади, до вбивства ерцгерцога). Ціни на облігації й акції почали падати, коли обачні інвестори спробували збільшити ліквідність своїх статків, перевівши їх у готівку. Найперше європейські інвестори позбулися російських цінних паперів, а за ними — й американських. Обмінні курси розхитувалися внаслідок спроб іноземних кредиторів повернути свої гроші: стерлінги і франки підскочили в ціні, а рублі й долари — впали⁴³⁹. До 30 липня більшість фінансових ринків охопила паніка⁴⁴⁰. Першими в Лондоні постраждали фірми так званих джоберів на біржі, які значною мірою покладалися на позичені гроші, за які купували акції. Коли їх засипали замовленнями на продаж, ціна їхніх акцій опустилася нижче за суму їхніх

боргів, через що низка таких фірм (зокрема, «Деренберг енд Ко» (Derenberg & Co.)) збанкрутувала. Відчули на собі тиск і брокери, що працювали в Лондоні з комерційними векселями, багатьом із яких великі суми грошей були винні континентальні контрагенти, які тепер не могли чи не хотіли переказувати кошти. Проблеми цих брокерів також вплинули на акцептні банки (елітні комерційні банки), які першими тримали удар у разі, якщо іноземні позичальники не повертали борги, адже вони приймали векселі. Якщо акцептні банки ставали банкрутами, вексельні брокери йшли на дно разом із ними, імовірно, така сама доля чекала й на більші акціонерні банки, які щоденно давали мільйонні короткострокові позики на обліковому ринку. Рішення акціонерних банків відкликати позики лише поглибило те, що сьогодні зветься кредитною кризою⁴⁴¹. Коли всі кинулися продавати активи і збільшувати ліквідність, ціни на акції впали, поставивши під загрозу брокерів та всіх тих, хто позичав гроші, використовуючи акції як заставу. Клієнти всередині країни злякалися банківської кризи. Біля Банку Англії вишикувалися довгі черги з тих, хто прагнув обміняти банкноти на золоті монети⁴⁴². Лондон тимчасово перестав виконувати роль міжнародного кредитного центру, і це сприяло тому, що криза з Європи розповсюдилася по цілому світу.

Імовірно, найхарактернішою рисою кризи 1914 р. було закриття найбільших фондових бірж світу, яке могло тривати аж до п'яти місяців. Першою зачинила свої двері Віденська біржа (27 липня). На 30 липня закрилися всі біржі на Європейському континенті. Наступного дня те саме мушили зробити в Лондоні та Нью-Йорку. Хоча розрахунковий день 18 листопада минув, хай і зі спізненням, але без проблем, Лондонська фондова біржа поновила свою роботу лише 4 січня 1915 р. Подібного тут не траплялося від року її заснування — 1773-го⁴⁴³. Нью-Йоркська біржа знову відкрилася 28 листопада для обмеженої кількості торговельних операцій (можна було продавати тільки облігації й лише за готівку), але необмежена торгівля поновилася лише 1 квітня 1915 року⁴⁴⁴. Під час кризи змушені були закритися не лише фондові ринки. Торгівля припинилася на більшості американських товарних і європейських валютних бірж. Наприклад, Лондонська королівська біржа не працювала аж до 17 вересня⁴⁴⁵. Схоже на те, що якби біржі не закрилися, падіння цін було б настільки ж катастрофічним, як і в 1929 р., якщо не гіршим. Таких жахливих наслідків для фінансів, як постріл Гаврила Принципа у 1914 р., не мав жоден інший акт підтриманого державою тероризму.

Колись вважалося, що поширення золотого стандарту по всьому світу має заспокоювати інвесторів. Проте під час кризи 1914 р. він лише загострив кризу ліквідності. На початкових етапах кризи деякі центральні банки (зокрема, Банк Англії) справді підвищили свої облікові ставки, марно намагаючись завадити іноземцям вивести свої капітали з країни і таким чином спустошити золоті запаси. Іще до війни точилися гарячі суперечки щодо того, чи вистачить золотих запасів у критичному стані: насправді ці суперечки є єдиним свідченням того, що у фінансовому світі взагалі не замислювалися над тим, що попереду можуть чекати якісь проблеми⁴⁴⁶. Утім, золотий стандарт зобов'язував до чогось не більше, ніж сьогодення неофіційна прив'язка валют Азії та Середнього Сходу до долара: з початком війни багато країн, починаючи з Російської імперії, просто відмовилися від золотої конвертованості своїх валют. У Британії та США офіційну конвертованість далі підтримували, але від неї могли відмовитися в будь-який момент, у разі потреби. (Банку Англії дозволили тимчасово відмовитися від Банківського акта 1844 р., за яким було встановлено стале співвідношення між резервами Банку і випуском банкнот, але це було не те саме, що відмовитися від виплат у дорогоцінних металах, які можна було забезпечити навіть з меншими резервами). В обох країнах криза спонукала до випуску спеціальних банкнот: у Британії з'явилися купюри державної скарбниці в 1 фунт 10 шилінгів, а в США — нові купюри, які банки мали право випускати за Законом Олдрича—Вріленда 1908 року⁴⁴⁷. Тоді, як і тепер, уряд відповів на кризу ліквідності друком нових грошей.

Але це були не єдині заходи, до яких довелося вдаватися. У Лондоні банківський вихідний у понеділок 3 серпня тривав до четверга, шостого числа. За королівським наказом, усі виплати за вексями були відтерміновані на місяць. До зводу законів у пришвидшеному порядку додавався місячний мораторій на всі обов'язкові виплати (окрім зарплат, податків, пенсій та інших подібних). (Згодом ці два мораторії було подовжено, відповідно, до 19 жовтня і 4 листопада). 13 серпня канцлер скарбниці надав Банку Англії гарантії того, що, якщо Банк погасить усі визнані векселі, прийняті до 4 серпня (дати оголошення війни), «без оскарження», скарбниця візьме на себе відшкодування всіх можливих витрат Банку. Так уряд врятував облікові доми: він створив умови для значного розширення грошової бази, у той момент, коли Банк Англії завалили вексями, які необхідно було погасити. А тоді, 5 вересня, допомогу отримали також акцептні банки⁴⁴⁸. У різних країнах вдавалися до різних заходів, але прийоми були приблизно однакові, а також доволі

безпрецедентні: тимчасове закриття бірж, мораторії на виплату боргів, терміновий випуск грошей, допомога найуразливішим інституціям. У всіх цих випадках уряди були готові йти значно далі, ніж заходили раніше, під час суто фінансових криз. Як це вже було під час попередньої «світової війни» (проти революційної та наполеонівської Франції понад сто років тому), війну 1914–1918 рр. уявляли як особливий різновид надзвичайної ситуації, яка виправдовувала заходи, котрі були неможливі в мирний час, серед іншого (за словами одного пера-консерватора) «звільнення банкірів... від усіх зобов'язань»⁴⁴⁹.

Можна напевне сказати, що закриття біржі та урядова інтервенція з розширення запасів ліквідності відвернули запальний розпродаж активів, який обернувся б катастрофою. До моменту закриття Лондонська фондова біржа вже впала на 7 %, проти початку року, і це ще до початку бойових дій. Уривчасті дані про операції з облігаціями (які відбувалися просто на вулиці в період, коли біржа була закрита) дозволяють нам уявити, яких втрат зазнали інвестори, попри всі намагання уряду запобігти цьому. На кінець 1914 р. російські облігації впали на 8,8 %, британські консолі — на 9,3 %, французькі ренти — на 13,2 %, а австрійські облігації — на 23 %⁴⁵⁰. За словами Патріка Шоу-Старта з банку «Беринг бразерз», це було «однією з найжахливіших речей, із якими зіткнувся Лондон від часів, коли виникли гроші»⁴⁵¹. Проте це був тільки початок. Усупереч ілюзіям про «коротку війну» (які радше поширювалися серед фінансових, а не військових кіл), попередню чекало ще чотири роки різанини і ще довший період фінансових втрат. Усі інвестори, які через недалекоглядність чи надмірний патріотизм продовжували тримати надійні цінні папери (консолі чи нові британській воєнні позики), на 1920 р. втратили, із врахуванням інфляції, –46 %. Навіть реальний дохід за британськими цінними паперами був негативним (–27 %) ⁴⁵². Інфляція у Франції та гіперінфляція в Німеччині приготувала ще суворіше покарання для тих, хто насмілився тримати великі заощадження у франках чи марках. На 1923 р. власники всіх німецьких цінних паперів втратили все, хоча завдяки закону про переоцінку декому з них вдалося повернути частину початкового капіталу. Значних втрат зазнали також власники австрійських, угорських, оттоманських і російських облігацій (ще тоді, коли вони були забезпечені золотом), коли Габсбурзька, Османська і Російська імперії розпалися під тиском тотальної війни. Для російських облігацій втрати були особливо несподіваними і болючими, оскільки більшовики в лютому 1918 р. відмовилися сплачувати за ними борги. На момент, коли це трапилося, російські п'ятивідсоткові облігації 1906 р.

випуску продавалися за ціною, на 45 % нижче, за номінальну вартість. Надії на якесь порозуміння з іноземними кредиторами ще жевріли впродовж 1920-х рр., на той час облігації йшли приблизно за 20 % номінальної вартості. На 1930-ті рр. вони вже були нічого не варті⁴⁵³.

Попри всі зусилля банкірів, які невтомно передавали позики на такі безперспективні цілі, як репараційні виплати Німеччини, відновити старий порядок вільного руху капіталів у міжвоєнний період так і не вдалося. Валютні кризи, дефолти, суперечки про репарації та воєнні борги, а тоді ще й початок Великої депресії призвели до того, що дедалі більше країн впроваджувало контроль за курсом валют і капіталами, протекціоністські тарифи та інші торговельні обмеження, марно намагаючись захистити внутрішні багатства держав шляхом зменшення обсягів міжнародної торгівлі. Наприклад, 19 жовтня 1921 р. китайський уряд оголосив банкрутство, а тоді відмовився сплачувати майже всі зовнішні борги Китаю. Ця історія повторилася по всьому світу — від Шанхая до Сантьяго, від Москви до Мехіко. Наприкінці 1930-х рр. більшість держав світу, у тому числі ті, у яких були збережені політичні свободи, ввели обмеження на торгівлю, міграцію й інвестиції, як щось самоочевидне. Деякі з них досягли майже повного економічного самозабезпечення (автаркії) — цього ідеалу деглобалізованого суспільства. Свідомо чи несвідомо, але в мирний час усі уряди вдавалися до економічних обмежень, які були вперше запроваджені в 1914–1918 рр.

Причини Першої світової війни вдалося чітко роздивитися одразу після її початку. Лише тоді більшовицький вождь Ленін зрозумів, що війна стала неминучим наслідком імперіалістичної конкуренції. Лише тоді американські ліберали усвідомили, що таємна дипломатія та хитросплетіння європейських альянсів були головними причинами конфлікту. Зрозуміло, що британці й французи звинувачували німців, а німці — британців із французами. Історики вже 90 років намагаються осмислити й модифікувати ці суперечки. Деякі з них виводять початок війни аж із військово-морських змагань 1890-х рр., інші — із подій, що розгорталися на Балканах після 1907 р. Якщо на сьогодні причини здаються такими очевидними і їх так багато, то чому сучасники аж до останніх днів не могли зрозуміти, що ось-ось настане Армагеддон? Можливо, відповідь полягає в тому, що їхній зір затуманили надлишок ліквідності та спокійний плин часу. Поєднання глобальної інтеграції з фінансовими інноваціями було причиною того, що світ видавався інвесторам заспокійливо

безпечним. Окрім того, минуло вже 34 роки з часів останньої великої європейської війни — між Францією і Німеччиною, і та була доволі коротка. Звісно, із геополітичної точки зору світ був далеко не безпечним місцем. Будь-хто з читачів «Дейлі мейл» (Daily Mail) міг спостерігати за гонкою озброєнь у Європі, а також за конкуренцією між імперіями, що одного дня могли вилитися у велику війну, виник навіть окремий піджанр популярної літератури, який описував хід уявних англо-німецьких війн. Утім, на фінансових ринках аж до передодня катастрофи світило зелене, а не червоне світло.

Із цього можна засвоїти урок і для нашого часу. На становлення першої доби глобалізації знадобилося принаймні одне покоління. А на її знищення пішло кілька днів. І знадобилося понад два покоління, перш ніж було виправлено шкоду, заподіяну зброєю в серпні 1914 р.

Економічні кілери

Із 1930-х і до кінця 1960-х рр. міжнародні фінанси, а також ідея глобалізації перебували в глибокій сплячці, яку дехто навіть вважав смертю⁴⁵⁴.

Американський економіст Артур Блумфільд у 1946 р. написав:

Нині в академічних і банківських колах надзвичайно високо шанується доктрина, згідно з якою в більшості країн дуже бажаним буде певний прямий контроль за рухом приватних капіталів, особливо так званих гарячих грошей, не лише впродовж кількох наступних років, а й на багато років у майбутньому... Ця різка зміна доктрини демонструє поширене розчарування, через руйнівні наслідки цих рухів у міжвоєнний період⁴⁵⁵.

У липні 1944 р. вже майже переможні союзники зустрілися у Бреттон-Вудсі, розташованому в Білих горах у штаті Нью-Гемпшир, щоб розробити нове фінансове підґрунтя повоєнного світу. За цим новим порядком, торгівля мала стати вільною, але залишалися обмеження на рух капіталів. Обмінні курси мали бути закріплені, як у часи золотого стандарту, але тепер прив'язка (як до валюти міжнародних резервів) робилася до долара, а не до золота (хоча сам долар теоретично залишався конвертованим у золото, велика кількість якого зберігалася у Форт-Ноксі, непорушно, ніби якийсь тотем). За словами Кейнса, одного з головних архітекторів Бреттон-Вудської системи, «контроль за рухом капіталу» стане «постійною рисою повоєнної системи»⁴⁵⁶. Навіть туристам могли заборонити подорожувати за кордон із більшою за фіксовану кількість валюти, якщо їхні уряди були нездатні зробити свої валюти конвертованими. Коли ж якісь капітали переправлялися через державні кордони, зазвичай їх передавав уряд однієї країни урядові іншої, як, наприклад, у рамках плану Маршалла⁶¹, котрий у 1948–1952 рр. допоміг відновити зруйновану Західну Європу⁴⁵⁷. Дві інституції «сестри-захисниці» нового порядку були засновані у Вашингтоні, столиці «вільного світу»: Міжнародний валютний фонд і Міжнародний банк реконструкції та розвитку, пізніше (разом із Міжнародною асоціацією розвитку) відомий як Світовий банк. За словами нинішнього президента Світового банку Роберта Зелліка, «МВФ мав регулювати курси валют. Те, що стало Світовим банком, мало допомогти у

відбудові країн, зруйнованих під час війни. Мала відродитися вільна торгівля. Але про вільний рух капіталу не йшлося». Таким чином, наступні чверть століття уряди вирішували так звану трилему, за якою кожна країна мала обрати дві з трьох опцій економічної політики:

1. повна свобода руху капіталів через кордон;
2. фіксований обмінний курс;
3. незалежна грошова політика, орієнтована на вирішення внутрішніх завдань⁴⁵⁸.

За Бреттон-Вудською системою, країни Західного світу обирали пункти 2 і 3. Із часом контроль за капіталом ставав іще більш суворим, без послаблень. Це добре ілюструє Закон про зрівняння відсотків, ухвалений у США в 1963 р., основним завданням якого було знеохотити американців інвестувати в іноземні цінні папери.

Утім, дотримуватися Бреттон-Вудської системи завжди було нелегко. Усі спроби повторити план Маршалла, надаючи міжурядову економічну допомогу країнам так званого третього світу виявилися надзвичайно невдалими. Із часом, особливо коли йдеться про американську допомогу, до неї в комплекті висувалися політичні й військові умови, які не завжди відповідали інтересам країн, що отримували цю допомогу. Навіть якби це було не так, дуже сумнівно, що грошові вливання, передбачені американськими економістами, як-от Волтом Ростоу⁶², могли б вирішити проблеми більшості економік Африки, Азії та Латинської Америки. Велика частина допомоги доходила до бідних країн, але ще більша — розбазарювалася чи розкрадалася⁴⁵⁹. Наскільки Бреттон-Вудській системі вдалося успішно створити нові багатства, прискоривши відновлення Західної Європи, настільки ж сильно вона розчарувала інвесторів, які вбачали небезпеку в надмірному «домашньому ухилі», коли капітали вкладалися лише у внутрішні активи. А оскільки система дозволила країнам підпорядкувати грошову політику завданню досягти повної зайнятості, вона також створила потенційний конфлікт між пунктами 2 і 3 згаданої трилеми. Наприкінці 1960-х рр. дефіцит державного бюджету США був хоч і незначним, за сучасними стандартами, але достатньо великим, щоб наразитися на скарги Франції про те, що Вашингтон зловживає статусом країни з резервною валютою, щоб отримувати

сеньйораж з іноземних кредиторів США, друкуючи долари, як це робили середньовічні монархи, використовуючи свою монополію на карбування монет, щоб знецінити гроші. Поховальним дзвоном для Бреттон-Вудської системи в 1971 р. стало рішення адміністрації Ніксона покласти край золотому стандарту (розірвавши прив'язку долара до золота)⁴⁶⁰. Коли в 1973 р. розпочалася Арабо-ізраїльська війна і арабські країни ввели ембарго на нафту, більшість центральних банків спробувала нейтралізувати шок від стрибка цін, пом'якшивши умови надання кредитів, що призвело саме до такої інфляційної кризи, про яку попереджав Жак Рюефф, радник генерала де Голля⁴⁶¹.

Коли в 1970-х рр. курс валют знову став плавати і розвинулися офшорні ринки, як-от ринок єврооблігацій, відродився також неурядовий експорт капіталу. Зокрема, західні банки наввипередки кинулися освоювати надлишки валюти з країн-експортерів нафти, які зростали дедалі швидше. Регіон, обраний банкірами для інвестування середньосхідних нафтодоларів, був їхнім давнім улюбленцем. У період 1975–1982 рр. борги Латинської Америки перед іноземними кредиторами збільшилися вчетверо — із 75 млрд до понад 315 млрд доларів. (Східноєвропейські країни також вийшли на ринок зовнішніх позик, що було певною ознакою того, що комуністичний блок уже приречений). А тоді в серпні 1982 р. Мексика оголосила, що більше нездатна обслуговувати свій борг. Цілий континент опинився на межі оголошення про банкрутство. Утім, минули ті часи, коли інвестори могли очікувати, що уряди їхніх держав відправлять бойові кораблі до країни, уряд якої не бажає слухатися. Нині роль фінансового нагляду перейшла до рук двох беззбройних фінансових інституцій: Міжнародного валютного фонду і Світового банку. Їхнім новим ключовим словом стало «умова»: не буде реформ — не буде грошей. Їхньою улюбленою технологією стала програма структурних перебудов. А політика, якої мали дотримуватися країни-боржниці, дістала назву Вашингтонського консенсусу — перелік 10 кроків економічного курсу, який 100 років тому звеселив би душу представників уряду Британської імперії⁶³. Першим пунктом ішло запровадження фінансової дисципліни, щоб зменшити чи ліквідувати дефіцит бюджету. Податкова база мала бути розширена, а розмір податків — зменшений. Відсоткові ставки і курс валюти мали визначатися ринком. Вільною мала стати торгівля, а разом із нею, і це було надзвичайно важливо, рух капіталів. Несподівано «гарячі гроші», визнані за Бреттон-Вудською системою незаконними, знову стали актуальними.

Проте для деяких критиків Світовий банк і МВФ були не кращими за представників старого доброго імперіалізму янки. Стверджувалося, що всі позики МВФ і Світового банку підуть на купівлю американських товарів у американських же компаній — часто навіть зброї, щоб втримати при владі жорстоких диктаторів чи корумпованих олігархів. А платити ціну «структурних перебудов» доведеться бідолашним пересічним громадянам цих країн. На лідерів країн третього світу, які переступали межу, невдовзі чекали неприємності. Ці аргументи стали особливо популярними в 1990-х рр., коли антиглобалізаційні протести стали звичним супроводом офіційних міжнародних зустрічей. На них доволі легко не зважати, якщо вони написані на транспарантах чи виголошуються галасливою юрбою ситої західної молоді. Але коли такі звинувачення проти Бреттон-Вудських інституцій озвучують їхні колишні працівники, то їх варто розглянути докладніше.

Джон Перкінс стверджує, що в часи, коли він працював провідним економістом бостонської компанії «Чез. Ті. Мейн, інк.» (Chas. T. Main, Inc.), його винаймали для того, щоб він простежив за тим, щоб гроші, які МВФ і Світовий банк позичили таким країнам, як Еквадор і Панама, витрачалися на товари американських корпорацій. «Економічні кілери», такі, як і він сам, згідно з Перкінсом, «спеціально готувалися... щоб розбудувати Американську імперію... створювати такі ситуації, за яких якомога більше ресурсів потрапляло б до цієї країни, до наших корпорацій, наших урядів»:

Ця імперія, на відміну від будь-якої іншої за всю історію світу, була побудована передовсім у результаті економічних маніпуляцій, шахрайства, обману, шляхом спокушання людей нашим способом життя, за сприяння економічних кілерів... Моя справжня робота... полягала в тому, щоб давати позики іншим країнам, величезні позики, суми яких значно перевищували ті, які вони могли б повернути... Тож ми давали ці великі позики, більша частина суми яких поверталася до США, а за країною залишався борг, із величезними відсотками на додачу, і такі країни, по суті, ставали нашими слугами, нашими рабами. Це справжня імперія. Навіть не сумнівайтеся. Це величезна імперія⁴⁶².

У книжці Перкінса «Сповідь економічного кілера» йдеться про те, що в 1981 р. було вбито двох латиноамериканських лідерів — Хайме Рольдоса Агілера з Еквадору й Омара Торріхоса з Панами — за те, що вони протидіяли «братству керівників корпорацій, урядів і банків, чиєю метою є

глобальна імперія», як він це називає⁴⁶³. Треба визнати, що ця історія видається трохи дивною. США не позичали Еквадору й Панамі якісь величезні кошти. У 1970-х рр. ці позики становили, відповідно, 96 млн і 197 млн доларів — це менше за 0,4 % усіх американських грантів і позик. Окрім того, Еквадор і Панама не були головними споживачами американських товарів. У 1990 р. на них відповідно припадало лише 0,17 % і 0,22 % сукупного експорту США. Це не ті цифри, заради яких варто було б когось убивати. Як казав Боб Зеллік: «МВФ і Світовий банк позичають гроші тим країнам, які переживають кризу, а не тим, котрі пропонують якісь величезні можливості для корпоративної Америки».



Хайме Рольдос Агілера з Еквадору (а) і Омар Торріхос із Панами (б) – припускають, що вони стали жертвами «економічних кілерів»

Утім, звинувачення в неоімперіалізмі нікуди не поділися. Нобелівський лауреат з економіки Джозеф Стигліц, який у 1997–2000 рр. був провідним економістом Світового банку, зазначав, що МВФ у 1980-х рр. не лише «з ідеологічним запалом відстоював зверхність ринку», але й «мав доволі імперіалістичний погляд» на цю свою роль. Ба більше, стверджує Стигліц: «багато тих кроків, на яких наполягав МВФ, зокрема передчасна лібералізація ринку капіталу, забезпечили свій внесок у глобальну дестабілізацію... Регулярно знищувалися робочі місця... [оскільки] вливання “гарячих грошей” у країну і їхнє подальше виведення з країни, що часто супроводжує лібералізацію ринку капіталу, лишає по собі спустошення вже на початку цих процесів... Навіть ті країни, у яких відбулося хоч якесь обмежене зростання економіки, стали свідками того, що всі вершки дістаються заможним, особливо вельми заможним»⁴⁶⁴. У своєму ворожому налаштуванні проти МВФ (і Волл-стрит) Стигліц не звернув уваги на те, що в 1980-х рр. не лише ці інституції надали перевагу поверненню до вільного руху капіталу. Фактично шлях лібералізації торувала Організація економічної співпраці та розвитку, слідом за якою (після навернення французьких соціалістів, як-от Жак Делор і Мішель Камдессю) цим шляхом рушили Єврокомісія і Рада Європи. Стверджують, що Вашингтонському консенсусу передував Паризький (хоча і він багато в чому ґрунтувався на Боннському консенсусі, узгодженому раніше, який відстоював вільний ринок капіталу)⁴⁶⁵. Так само й уряд Маргарет Тетчер у Лондоні просував лібералізацію ринку капіталу без будь-яких підказок із боку США. Радше адміністрація Рейгана взяла приклад із Тетчер, а не навпаки.

Найбільшим закидом Стигліца в бік МВФ є те, що він неправильно відреагував на азійську фінансову кризу 1997 р., позичивши країнам, які мали фінансові проблеми, 95 млрд доларів, але на умовах Вашингтонського консенсусу (більші відсоткові ставки, менший державний дефіцит), що лише загострило кризу. Із цією позицією, серед інших, частково перегукується думка економіста і колумніста Пола Крюгмена⁴⁶⁶. Без сумнівів, криза 1997–1998 рр. була дуже серйозною. У таких країнах, як Індонезія, Малайзія, Південна Корея і Таїланд, рецесія 1998 р. була надзвичайно жорсткою. Утім, ані Стигліц, ані Крюгмен не запропонували переконливих аргументів на користь того, що східноазійську кризу можна було розв’язати за стандартною програмою Кейнса — із її курсом валют у

вільному плаванні та збільшенням державного дефіциту. У різкому відкритому листі до Стигліца Кеннет Рогофф, який після азійської кризи став провідним економістом МВФ, написав:

Зазвичай уряди звертаються до МВФ по фінансову допомогу тоді, коли вони не можуть знайти когось, хто б погодився викупити їхні борги, і коли вартість їхньої валюти падає. Стигліц пропонує збільшити... дефіцит бюджету, тобто створити ще більший борг і надрукувати більше грошей. Здається, ви вважаєте, що коли заклопотаний уряд випустить більше грошей, його громадяни раптом почнуть вважати їх більш цінними. Здається, ви вважаєте, що коли інвестори більше не хочуть тримати урядові облігації, варто лише збільшити їхню кількість і вони розійдуться, як гарячі пиріжки. Ми у... ні, краще скажемо так — ми на планеті Земля маємо солідний досвід, щоб вважати інакше. Ми, земляни, зрозуміли, що коли країна у стані фінансової кризи намагається вийти з неї, друкуючи більше грошей, — це лише збільшує інфляцію, яка часто стає неконтрольованою... Можливо, у вашій частині гамма-квадранта діють інші економічні закони, але тут, у нас, вважається, що коли майже збанкрутілий уряд не може скоротити свій бюджетний дефіцит, то це зазвичай призводить до погіршення ситуації, а не до її поліпшення⁴⁶⁷.

Зовсім не очевидно, що тимчасовий контроль за переміщенням капіталу в Малайзії в 1997 р. помітно покращив економічну ситуацію країни під час кризи. Крюгмен принаймні визнає, що східноазійські фінансові інституції, які брали короткострокові позики в доларах, а видавали довгострокові позики в місцевій валюті (часто своїм політичним партнерам), також були відповідальними за кризу. Утім, нині його розмови про повернення Великої депресії здаються перебільшенням. У Східній Азії ніякої Великої депресії не було (хіба що в Японії, яку навряд чи можна вважати жертвою злодіянь МВФ). Переживши шок 1998 р., усі постраждалі економіки невдовзі повернулися на шлях швидкого економічного зростання — настільки швидкого, що на 2004 р. дехто з коментаторів навіть сумнівався, що «дві сестри» Бреттон-Вудської системи відіграватимуть якусь роль у міжнародних позиках⁴⁶⁸.

Насправді ж у 1980-х рр. з'явився зовсім інший різновид економічних кілерів, значно страшніших за тих, яких описав Перкінс, саме тому, що для досягнення мети їм навіть не доводиться вдаватися до насильства. Для цього покоління кілерів влучити в ціль означало заробити мільярд доларів

за одну успішну спекулятивну оборудку. Коли «холодна війна» добігала свого завершення, ці кілери вже не були зацікавлені в тому, щоб підтримувати американські імперіалістичні прагнення; навпаки, вони частіше заявляли про свою ліберальну, а не консервативну політичну позицію. Вони не працювали на такі інституції як МВФ чи Світовий банк. Навпаки, вони керували приватними компаніями, акції яких навіть не виставляються на фондовому ринку. Їхні компанії дістали назви гедж-фондів, про які ми вже згадували в розділі 4, як про альтернативний спосіб керувати ризиками. Поряд із розквітом Китаю, неймовірно швидкий розвиток гедж-фондів є однією з найбільших змін у глобальній економіці після завершення Другої світової війни. Гедж-фонди — ці легко регульовані компанії⁶⁴ із надзвичайно мобільним капіталом — є наочним прикладом повернення «гарячих грошей» після тривалого періоду «похолодання» на ринку, що тривав від початку Великої депресії й до кінця Бреттон-Вудської системи. Визнаним лідером нових економічних кілерів був Джордж Сорос. Невипадково, що прем'єр-міністр Малайзії Магатір бін Могамад, кинувшись шукати когось, кого, крім нього самого, можна було б звинуватити у валютній кризі серпня 1997 р., він назвав «покидьком» саме Сороса, а не МВФ.



**Джордж Сорос: лідер
серед лідерів хедж-
фондів і майстер
рефлексивності**

Джордж Сорос, угорський єврей за походженням, освіту здобував у Лондоні, а згодом, у 1956 р., емігрував до США. Тут він здобув репутацію аналітика, а тоді очолив відділ досліджень поважного банківського дому «Арнольд і С. Бляйхредер» (прямого наступника берлінського приватного банку, який колись керував грошима Бісмарка)⁴⁶⁹. Як і можна було очікувати від центральноєвропейського інтелектуала (який назвав свій фонд «Квант» (Quantum) на честь принципу невизначеності фізика Вернера Гайзенберга), Сорос вважав себе радше філософом, а не кілером. Його книжка «Алхімія фінансів» (1987) починається зі сміливої критики основоположних принципів економіки як науки — ця критика стала віддзеркаленням впливів філософа Карла Поппера на раннє інтелектуальне становлення Сороса⁴⁷⁰. Згідно з його улюбленою теорією «рефлексивності», фінансові ринки не можна вважати цілком ефективними, оскільки ціни віддзеркалюють невігластво й упередженість, часто ірраціональну, мільйонів інвесторів. «Учасники ринку не лише діють упереджено, — стверджує Сорос, — а ще й їхні упередження можуть впливати на розвиток подій. Може скластися враження, що ринки точно передбачають майбутній розвиток подій, але насправді це не теперішні очікування відповідають майбутнім подіям, а майбутні події визначаються теперішніми очікуваннями»⁴⁷¹. Це ефект зворотного зв'язку: коли упередження інвесторів впливають на події на ринку, вони змінюють упередження інвесторів, які знову-таки впливають на події на ринку, — це Сорос і називає «рефлексивністю». Як він пише у своїй новій книжці,

...на ринках ніколи не буває рівноваги, як стверджується в економічній теорії. Між уявленнями і реальністю встановлений двосторонній рефлексивний зв'язок, який може сприяти чергуванню процесів зростань і спадів, або бульбашок, котрі початково нібито здатні самі себе підтримувати, але зрештою самознищуються. Кожна бульбашка складається з тенденцій і непорозумінь, які взаємодіють у рефлексивний спосіб⁴⁷².



Сила долі: Канцлер скарбниці
Норман Ламонт оголошує
про вихід фунта стерлінгів
із Європейського механізму
валютних курсів
(16 вересня 1992 р.)

Початково створений, щоб захищати від ринкових ризиків за допомогою коротких позицій⁶⁵, які допомагають заробити гроші у випадку, коли цінні папери втрачають свою вартість, гедж-фонд став ідеальним знаряддям, за допомогою якого Сорос може випробовувати свої одкровлення про рефлексивність ринків. Варто підкреслити, що Сорос також добре знав, як заробляти на довгих позиціях, тобто на купівлі активів, ціна яких у майбутньому мала зрости. У 1969 р. він грав на підвищення цін на нерухомість. За три роки зробив ставку на підвищення банківських акцій. У 1971 р. посів довгі позиції щодо японських цінних паперів, а в 1972 р. — щодо нафти. Через рік, коли його ставки вже давали прибуток, зробив висновок зі скарг Ізраїлю на якість техніки, яку їм постачали США під час Війни Судного дня в жовтні 1973 р., про те, що невдовзі в американську військову промисловість почнуть вливатися великі інвестиції. Тож він посів довгі позиції ще й по акціях оборонної промисловості⁴⁷³. І щоразу він мав рацію — знову, і знову, і знову. Але найбільш вдалі оборудки Сороса стосувалися переможених, а не переможців: наприклад, він заробив на невдачі телеграфної компанії «Вестерн юніон» (Western Union), коли винайдення факсу в 1985 р. поставило під загрозу її існування, а також на падінні долара США після того, як 22 вересня 1985 р. п'ять країн підписали в готелі «Плаза» відповідну угоду⁴⁷⁴. Той рік став для Сороса справжнім роком чудес, адже його фонд зріс на 122 %. Але найбільшою з його операцій на пониження стала одна з найважливіших ставок у британській фінансовій історії.

Зізнаюся, що мав власний корисливий інтерес у подіях середі 16 вересня 1992 р. Тоді я був молодшим викладачем у Кембриджі та за сумісництвом працював автором передовиць у газеті. На той час я був переконаний, що такі спекулянти, як Сорос, можуть легко перемогти Банк Англії, якщо дійде до відкритого протистояння. Йшлося про просту арифметику: щодня на міжнародних валютних ринках торгували трильйоном доларів, тоді як валютні запаси Банку були доволі обмежені. Сорос розсудив, що збільшення видатків на возз'єднання Німеччини потягне за собою підвищення відсоткових ставок, а отже, і ціни німецької марки. Через це політика консервативного уряду Британії зі встановлення паритету з німецькою валютою (яка стала офіційною у 1990 р., коли Британія приєдналася до Європейського механізму валютних курсів (МВК)) провалилася. Коли відсоткові ставки почнуть зростати, британська

економіка зазнає великих збитків. Рано чи пізно, уряд буде змушений вийти з МВК і знецінити фунт стерлінгів. Сорос був настільки впевнений у тому, що фунт упаде, що зрештою витратив 10 млрд доларів (більше сукупного капіталу його фонду) на низку операцій, під час яких успішно позичав стерлінги у Великій Британії й інвестував їх у німецьку валюту за курсом 2,95 марки за фунт, яким він був до 16 вересня⁴⁷⁵. Я так само був переконаний у девальвації фунта, хоча міг закластися хіба що своєю репутацією. Вийшло так, що редактор газети, до якої я дописував, зі мною не погодився. Увечері того дня, діставши на горіхи від редактора під час ранкової зустрічі авторів передовиць, я пішов до Англійської національної опери послухати «Силу долі» Верді. Вибір виявився доволі вдалим. В антракті хтось оголосив, що Британія вийшла з МВК. Як ми всі раділи — я найбільше (можливо, за винятком Джорджа Сороса). Його фонд заробив на падінні фунта (у кінцевому підсумку аж на 20 %) близько мільярда доларів, що дозволило Соросу сплатити за позичені стерлінги, які він тепер зміг купити за новим, нижчим, обмінним курсом, поклавши різницю собі в кишеню. І ця оборудка становила лише 40 % його тогорічних прибутків⁴⁷⁶.

Успіх фонду «Квант» вражав. Якби хтось інвестував 100 тис. доларів разом із Соросом, коли той заснував свій другий фонд («Дабл ігл» (Double Eagle) — перша назва «Кванту») у 1969 р., та інвестував би отримані дивіденди, то на 1994 р. він мав би статок 130 млн доларів, середній річний приріст становив би 35 %⁴⁷⁷. Між старими й новими економічними кілерами є дві важливі відмінності. По-перше, останні вражають холодною і розрахованою відсутністю відданості будь-якій країні: вони однаково безкарно можуть грати на пониження як проти долара, так і проти фунта; по-друге, суми грошей, якими вони оперують. «Яка в тебе позиція?» — запитав колись Сорос у свого партнера Стенлі Дрюкенміллера. — «Один мільярд доларів», — відповів Дрюкенміллер. — «Хіба це позиція?» — глузливо зауважив Сорос⁴⁷⁸. Із точки зору Сороса, якщо ставка здавалася настільки ж привабливою, як його ставка проти фунта в 1992 р., то для такої біржової гри варто задіяти максимальні кредитні кошти. Його гедж-фонд став першим вдаватися до стратегії, яка полягала в тому, що для гри на підвищення чи пониження в інвестиційних банків брався кредит, який значно перевищував власний капітал фонду.

Утім, навіть могутність гедж-фондів була обмеженою. У певному розумінні, Соросу і йому подібним вдалося довести, що ринки сильніші за будь-які уряди чи центральні банки. Але це не означало, що гедж-фонди

завжди керуватимуть ринками. Сорос завдячував своїм успіхом внутрішньому чуттю, яке підказувало йому, в якому напрямку рухатиметься «електронне стадо». Проте навіть його інстинкти (які часто нагадували про себе нападами болю у спині) іноді могли помилятися. Рефлексивність, як він сам визнає, це особливий випадок: він не панує на ринках щотижня впродовж року. А що якби інстинкти можна було замінити математикою? Що якби ви могли написати безпрограшну алгебраїчну формулу, яка б забезпечила двозначні прибутки? На іншому кінці світу (навіть на іншому кінці фінансової галактики) здавалося б, що таку формулу нібито вдалося відкрити.

Короткотривале витрачання капіталу

Уявіть собі іншу планету — планету, на якій немає всіх цих складних проблем, спричинених суб'єктивними, іноді ірраціональними людськими істотами. Планету, мешканці якої абсолютно все знають, вони бездоганно раціональні, постійно поглинають усю нову інформацію і використовують її для максимізації прибутків, вони ніколи не припиняють торгів, а ринки тут є послідовними, безперервними і повністю ліквідними. Фінансові ринки на цій планеті йдуть шляхом «блукання», тобто щодня ціни ніяк не пов'язані з попереднім днем, але при цьому вони відображають усю відповідну інформацію, доступну на даний момент. Доходність на фондових біржах цієї планети розподіляється в межах норми за дзвоноподібною кривою (див. розділ 3), коли в більшу кількість років вони скупчаться навколо середнього показника, а дві третини будуть на відстані стандартного відхилення від нього. У такому світі коливання «у шість стандартних відхилень» буде так само рідкістю, як людина 45 см на зріст у нашому світі. Таке може трапитися один раз за чотири мільйони років торгів⁴⁷⁹. Таку планету уявили собі декілька найблискупіших фінансових економістів сучасності. Мабуть, не дивно, що ця планета так нагадувала Ґрінвіч, штат Коннектикут, — одне з найнудніших місць на Землі.

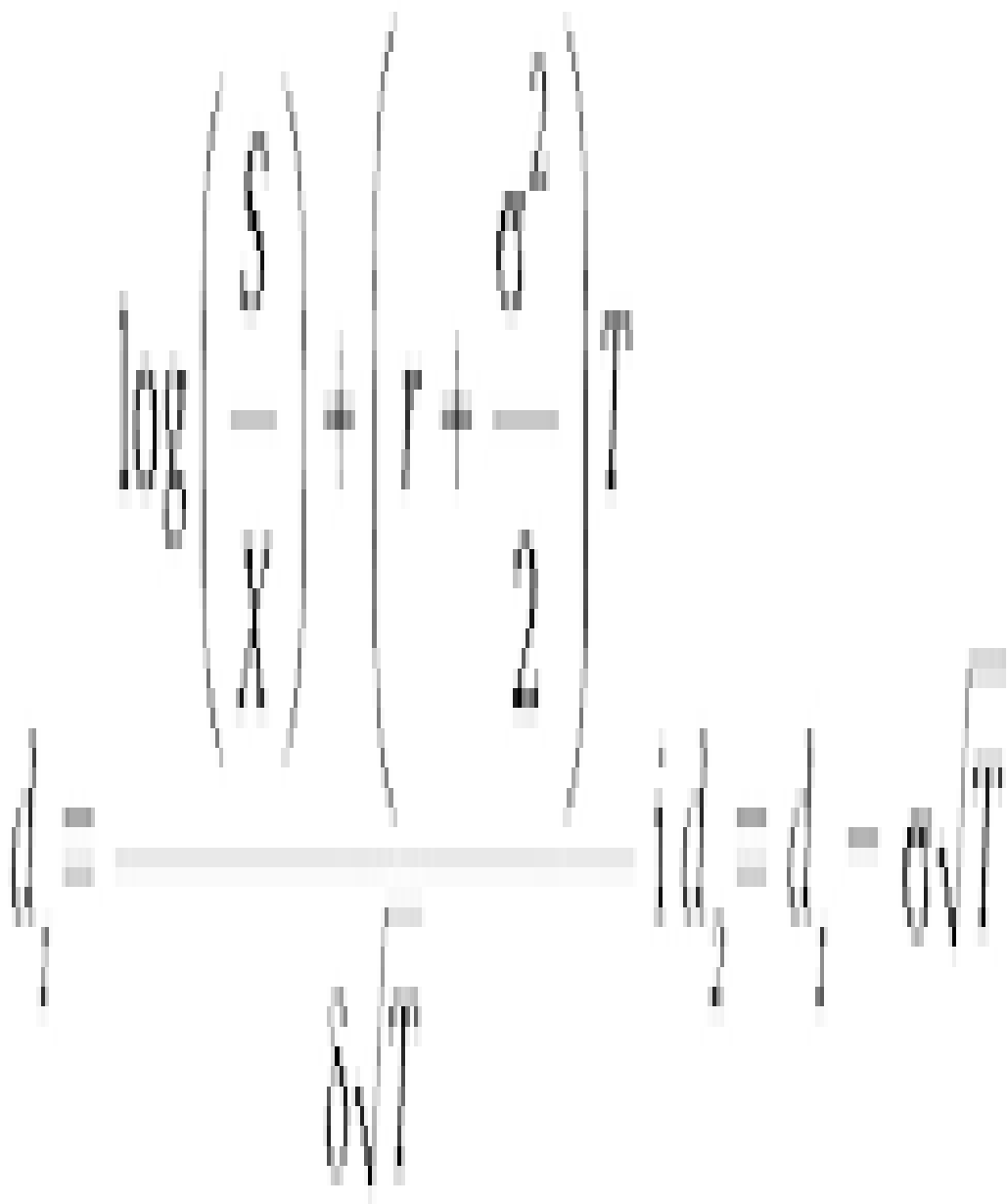
У 1993 р. двоє математичних геніїв прибули у Ґрінвіч з ідеєю на мільйон. У близькій співпраці з Фішером Блеком із «Ґолдман Сакс» Майрон Шоулз зі Стенфорда винайшов нову революційну теорію ціноутворення опціонів. Тепер він разом із третім економістом, Робертом Мертоном із Гарвардської школи бізнесу, вирішив зробити так, щоб так звана модель Блека—Шоулза давала гроші. За основу своєї роботи вони, як люди з академічного світу, взяли давно відомий фінансовий інструмент — опціонний контракт, який (ми це вже з'ясували в розділі 4) працює так: якщо певна акція сьогодні оцінюється, скажімо, у 100 доларів, а я вважаю, що в майбутньому, скажімо, за рік, вона оцінюватиметься у 200 доларів, то було б непогано мати можливість придбати її в майбутньому, скажімо, за 150 доларів. Якщо виявиться, що я мав рацію, я отримаю прибуток. Якщо ні — що ж, це була лише опція, тож можна забути про це. Єдина ціна, яку доведеться заплатити

— ціна опціону, яку покладе собі в кишеню його продавець. Найбільше питання полягало ось у чому: якою має бути ціна цього опціону.

«Кванти» (математично обдаровані біржові аналітики з докторськими ступеннями) іноді називають модель ціноутворення опціонів Блека — Шоулза «чорною скринькою». Варто зазирнути всередину. Повторюся, що запитання полягало в тому, у скільки оцінити опціон на право придбати певну акцію певного дня в майбутньому, взявши до уваги непередбачуваність коливань ціни цієї акції впродовж періоду очікування. Якщо ви точно визначите цю ціну, замість того, щоб покладатися на припущення, ви заслужите репутацію геніального вченого. Блек і Шоулз розсудили, що ціна опціону залежить від 5 змінних показників: поточної ринкової ціни акції (S), узгодженої майбутньої ціни, за якої опціон може бути використаний (X), терміну завершення дії опціону (T), визнаної в економіці безризикової відсоткової ставки (r) та (дуже важливої змінної) очікуваної річної волатильності акції, тобто можливих коливань її ціни між датою купівлі та терміном дії опціону (σ — грецька літера сігма). Використавши дивовижну математичну магію, Блек і Шоулз звели ціну опціону до формули:

$$C = SN(d1) - Xe^{-rTN}(d2),$$

де



Відчуваєте спантеличення? Не дружите з алгеброю? Якщо чесно, я теж спантеличений. Але «квантів» формула цілком влаштувала. Щоб заробити гроші на цій магічній формулі, їм потрібен був ринок, на якому повно людей, які уявлення не мали, як оцінювати опціони, а тому поклалися на свою (зрідка правильну) інтуїцію. А ще вони потребували комп'ютерів — потуги, яка ще з 1980-х рр. почала змінювати фінансові ринки. Тепер їм не вистачало лише партнера, який щось тямив би в ринках, щоб вистрибнути з університетського клубу на трейдерські підмости. Фішер Блек, який боровся з раком, не міг стати цим партнером. Тому Мертон і Шоулз звернулися до Джона Мерівезера, колишнього директора відділення з арбітражу облігацій у корпорації «Саломон бразерз», який у 1980-х рр. заробив статок на кризі ощадно-кредитних товариств. Компанія, яку вони започаткували в 1994 р., мала назву «Довготривале управління капіталами» (Long Term Capital Management, або LTCM).

Здавалося, це команда мрії: двоє найкрутіших університетських «квантів» в одній команді з колишньою суперзіркою «Саломона» і на додаток колишній віце-голова Федеральної резервної системи Девід Міллінс і низка колишніх трейдерів із «Саломона» (Віктор Гагані, Леррі Гілібранд і Ганс Гафшмід). Інвесторами, яких LTCM залучали до свого фонду, здебільшого стали великі банки, серед яких — нью-йоркський інвестиційний банк «Меррілл Лінч» і швейцарський приватний банк «Юліус Бер» (Julius Baer). Пізніше до цієї компанії долучився ще один швейцарський банк «Ю-бі-ес» (UBS)⁴⁸⁰. Мінімальний внесок становив 10 млн доларів. Як компенсацію партнери брали 2 % активів, які передавалися під їхнє управління, і 25 % від прибутків (більшість гедж-фондів брали 2 % і 20 %, а не 2 % і 25 %)⁴⁸¹. Внески на три роки відчувувались від інвесторів, перш ніж останні могли вийти з фонду. Ще одна компанія з Волл-стрит, «Беар Стернс», була готова реалізовувати будь-які операції для «Довготривалого управління капіталами».

За перші два роки фонд під управлінням LTCM мав мегаприбутки, що дорівнювали (навіть після виплати здирницьких комісійних) 43 % і 41 % відповідно. Якби в березні 1994 р. ви інвестували у «Довготривале управління» 10 млн доларів, то через чотири роки ваші статки були б варті 40 млн доларів. На вересень 1997 р. капітал компанії становив 6,7 млрд доларів. Частки партнерів зросли понад удесятеро. Правду кажучи, щоб

отримати такі величезні прибутки з пулу активів під управлінням, який дедалі збільшувався, «Довготривале управління» мусило вдаватися до позик, абсолютно так само, як і Джордж Сорос. Це додаткове кредитне плече дозволило їм закладатися сумами, які значно перевищували їхні власні кошти. На кінець серпня 1997 р. капітал фонду становив 6,7 млрд доларів, але за фінансовими звітами, активи, придбані на позичені кошти, нараховували 126,4 млрд доларів, 19:1 — таким було співвідношення активів до капіталу⁴⁸². На квітень 1998 р. активи під їхнім управлінням сягнули суми 134 млрд доларів. Коли ми в академічному світі говоримо про необхідність швидше крутити педалі, то зазвичай ідеться про велосипеди. Але для Мертона і Шоулза це означало, що для участі в торгах «Довготривале управління» має позичати більше грошей, ніж має. Не те щоб ця купа боргів їх лякала. Їхні математичні моделі переконували їх у тому, що ризику майже не існує. Хоча б тому, що вони одночасно використовували багато різних, не пов'язаних між собою трейдерських стратегій: усього близько сотні, при чому було відкрито 7600 позицій⁴⁸³. Одна чи навіть дві стратегії могли провалитися. Але всі ці різні ставки аж ніяк не могли одночасно виявитися програшними. У цьому й полягала вся краса диференційованого портфелю — ще одного одкровення сучасної фінансової теорії, яке було сформульоване на початку 1950-х рр. Гаррі М. Марковіцем, економістом із Чиказького університету, який працював у корпорації «РЕНД» (RAND). Згодом Вільям Шарп розвинув його в модель оцінки фінансових активів (CAPM)⁴⁸⁴.

У «Довготривалому управлінні» заробляли на розбіжності в ціні на численних ринках: на ринку житлової нерухомості з фіксованими ставками, на ринках облігацій США, Японії та європейських урядів, на найбільш проблемному ринку відсоткових свопів⁶⁶ — фактично всюди, де тільки їхні моделі виявляли цінову аномалію: коли між двома в принципі ідентичними активами чи опціонами була незначна відмінність у ціні. Але найбільшу ставку компанія робила на торгівлю, яка напряду була пов'язана і відштовхувалася від формули Блека—Шоулза, — торгівлю довгостроковими опціонами на американських і європейських фондових біржах: іншими словами, вони продавали іншим людям опціони, якими ті могли скористатися в разі, якщо в майбутньому ціни акцій значно зміняться. Виходячи із цін, за якими ці опціони торгувалися в 1998 р., за формулою Блека—Шоулза передбачалося, що в майбутньому коливання будуть незвично високі — до 22 % щороку. Вважаючи, що насправді коливання повернуться до нинішнього середнього показника 10–13 %, у

«Довготривалому управлінні» збирали купи таких опціонів і задешево їх продавали. Серед щасливих покупців були банки, які воліли захиститися від підвищення волатильності — за прикладом тої, що вдарила по фондовій біржі в 1987 р. «Довготривале управління» продало таких опціонів стільки, що дехто почав називати цю компанію Центральним банком волатильності⁴⁸⁵. На піку вони ставили 40 млн доларів на кожен відсотковий пункт відхилення в ціні на американські акції⁴⁸⁶.

Вам здається, що це надто ризиковано? «Кванти» із «Довготривалого управління» з вами б не погодилися. Серед привабливих обіцянок компанії було твердження, що вони є незалежним від ринку фондом, іншими словами, їх не зачіпали серйозні зміни на котромусь з основних ринків — хоч фондовому, хоч валютному, хоч на ринку облігацій. Так зване динамічне геджування дозволяло їм продавати опціони на певний біржовий індекс і при цьому не потрапляти під його впливи. Важливішим було й те, що на фонд практично не впливали посталі ринки. Через це здавалося, ніби «Довготривале управління» справді перебуває десь на іншій планеті, далекій від регулярних злетів і падінь у сфері земних фінансів. Насправді партнери непокоїлися через те, що вони замало ризикують. Вони орієнтувалися на рівень ризику, що відповідав щорічному коливанню (стандартному відхиленню) 20 % від їхніх активів. На практиці ж вони мали справу з коливаннями, уполовину меншими за цей показник⁴⁸⁷.

Фірма могла втратити весь свій капітал упродовж одного року, за умови 10 сігм (іншими словами, 10 стандартних відхилень). Але вірогідність такої події становила 1:1024 — тобто була майже нульовою⁴⁸⁸. Згідно з моделями «суми під ризиком» (VaR) «квантів», їхню компанію неможливо було знищити.

У жовтні 1997 р., ніби на підтвердження того, що LTCM був справжнім мозковим трастом, Мертон і Шоулз здобули Нобелівську премію з економіки. Вони та їхні партнери були настільки впевнені у своїх силах, що 31 грудня 1997 р. повернули 2,7 млрд доларів зовнішнім інвесторам (і чітко дали зрозуміти, що прагнуть радше зосередитися на інвестуванні власних коштів)⁴⁸⁹. Здавалося, ніби інтелект переміг інтуїцію, наука пододала необхідність ризикувати. Озброєні своєю чарівною чорною скринькою, партнери компанії, здавалося, готові заробляти неймовірні прибутки, про які не міг мріяти навіть Джордж Сорос. А тоді, через якихось п'ять місяців, трапилося дещо таке, що поставило під загрозу чорну скриньку

нобелівських лауреатів. Із якоїсь неочевидної причини, ринки акцій впали, після чого волатильність зросла, замість того, щоб упасти. І що більшою ставала волатильність (на липень вона вже сягнула 27 %, майже вдвічі більше, ніж прогнозувала компанія), то більше грошей втрачав фонд. Найгіршим місяцем за весь час існування «Довготривалого управління» став травень 1998 р.: фонд упав на 6,7 %. Але це було лише початком. У червні він опустився на 10,1 %. І що меншою ставала вартість активів фонду, то більшим ставало кредитне плече (співвідношення боргів до капіталу). Воно сягнуло 31:1 в червні⁴⁹⁰.

В еволюції великі вимирання зазвичай спричиняють негативні зовнішні впливи, як-от астероїд, що зіштовхується із землею. У липні 1998 р. на Ґрінвіч упав великий метеорит, коли виявилось, що «Саломон, Сміт, Барні» (переназаний банк «Саломон бразерз» після того, як його перекупила фінансова група «Тревелерс») закриває свою групу арбітражу американських облігацій — тобто місце, де Мерівезер заробив свою репутацію трейдера на Волл-стріт, а також компанія, яка практично достеменно повторювала торгові стратегії LTCM. Було зрозуміло, що новим власникам компанії не до вподоби втрати, яких зазнавала фірма ще з травня. А слідом за цим, у понеділок 17 серпня 1998 р., на них упав величезний астероїд, який прибув не з далекого космосу, а з одного з найдивакуватіших перехідних ринків Землі, коли під тиском політичної нестабільності, падіння доходів із продажу нафти і нездалої приватизації обвалилась хвора фінансова система Росії. Доведений до розпачу російський уряд був змушений оголосити про борговий дефолт (включно з виплатами за деномінованими в рублях внутрішніми облігаціями), який ще додав волатильності на всіх фінансових ринках світу⁴⁹¹. Ідучи слідом за азійською кризою попереднього року, російський дефолт отруїв інші посталі ринки і навіть деякі розвинені. Кредитні опціони полізли вгору⁶⁷. Фондові ринки впали. Волатильність акцій сягнула 29 %. На піку вона становила аж 45 %. Це означало, що індекси рухатимуться на 3 % щоденно впродовж наступних п'яти років⁴⁹². Цього просто не могло бути, не могло бути згідно з моделями ризиків «Довготривалого управління». «Кванти» казали, що компанія навряд чи може втратити понад 45 млн доларів за один день⁴⁹³. У п'ятницю 21 серпня 1998 р. кредитне плече досягло показників 42:1, тоді компанія втратила 550 млн доларів — 15 % усього свого капіталу⁴⁹⁴. Трейдери у Ґрінвічі з відпалими щелепами і скляними очима витріщилися на свої екрани. Але все це відбувалося насправді. Несподівано всі різноманітні ринки, на яких вони були присутні, почали рухатися в

унісон, зводячи нанівець увесь обіцяний диверсифікацією захист. Мовою «квантів», кореляції звелися до одиниці. На кінець місяця їхня компанія впала на 44 %: сукупні втрати дорівнювали 1,8 млрд доларів⁴⁹⁵.

Зазвичай серпень — період наймлявіших торгів на фінансових ринках. Більшість людей їде у відпустки. Джон Мерівезер був на іншому кінці світу — де ж іще, як не в Пекіні? Кинувшись додому, він та його партнери в розпачі шукали білого лицаря, який би врятував їх. Вони звернулися до Воррена Баффетта з Омахи, штат Небраска, — навіть попри те, що лише кілька місяців тому їхня компанія LTCM агресивно грала на пониження акцій Баффеттової компанії «Беркшайр Гатавей» (Berkshire Hathaway). Той відмовився. А 24 серпня вони неохоче домовилися про зустріч із ким би ви думали? Із Джорджем Соросом⁴⁹⁶. Це було справжнім приниженням: «кванти» з планети Фінансів благали про допомогу землянина — пророка ірраціональної рефлексивності, яка не надається на розрахунки. Сорос згадує, що «запропонував Мерівезеру 500 млн доларів, якщо він знайде ще 500 млн доларів у когось іншого. Це було маловірогідно...» Банк «Джей. Пі. Морган» запропонував їм 200 млн доларів. «Голдман Сакс» також був готовий допомогти. Але інші утрималися. У їхніх трейдерських відділеннях відчули запах крові. Якщо «Довготривале управління» збанкрутує, усе, що їм потрібно, — отримати назад заставу, а не купувати відкриті компанією позиції. І їм було начхати, що волатильність зашкалювала. У кінцевому підсумку, Федеральний банк Нью-Йорка, занепокоєний тим, що банкрутство компанії спровокує загальне падіння на Волл-стріт, поспішно зорганізував 14 банків із Волл-стріт, щоб ті зібрали 3,635 млрд доларів допомоги⁴⁹⁷. Але справжні інвестори, до числа яких входили як вищезгадані банки, так і дрібніші гравці, наприклад, Піттсбурзький університет, тимчасом спостерігали, як їхні внески зменшилися з 4,9 млрд доларів до жалюгідних 400 млн. 16 партнерів залишилися з 30 млн доларів на всіх — дрібною часткою статків, які вони очікували заробити.

Що ж сталося? Чому виявилось, що Сорос мав рацію, а найкращі мізки з «Довготривалого управління» помилялися? Почасті проблема полягала саме в тому, що зрештою інопланетяни — засновники компанії з великим гуркотом впали назад на планету Земля. Пам'ятаєте, яке припущення стояло за формулою Блека—Шоулза? Ринки є ефективними, це означає, що рух цін акцій неможливо передбачити; ринки є стабільними, позбавленими перепадів і повністю ліквідними, а дохід з акцій відповідає стандартному

розподілу в межах дзвоноподібної кривої. Що більше трейдерів засвоїть формулу Блека—Шоулза, то більш ефективними ставатимуть фінансові ринки⁴⁹⁸. Але, як колись зазначив Джон Мейнард Кейнс, під час криз «ринки можуть залишатися ірраціональними довше, ніж ви залишатиметесь платоспроможними». Можливо, у віддаленій перспективі світ і справді стане більш схожим на планету Фінансів, яка завжди залишатиметься винятково логічною. А в короткій перспективі вона буде старою доброю планетою Земля, населеною емоційними людськими істотами, здатними за одну мить несподівано переключитися з жадоби на страх. Коли збитків стало забагато, значна кількість учасників просто вийшли з ринку, залишивши LTCM із майже неліквідним портфелем активів, які вже неможливо було продати бодай за якусь ціну. Навіть більше, планета Земля виявилася ще й доволі згуртованою, і на ній дефолт у Росії міг сприяти стрибку волатильності по всьому світу. «Можливо, помилка “Довготривалого управління” полягала в тому, — міркував Майрон Шоулз в одному з інтерв’ю, — ...що ми не усвідомлювали, як світ із часом глобалізується». Мерівезер висловив подібну думку: «Світ змінився, а ми цього не зрозуміли»⁴⁹⁹. Зокрема, через те, що багато фірм наслідували стратегії «Довготривалого управління», коли почалася криза, удару зазнав не лише портфель активів «Довгострокового управління», складалося враження, що активи всіх компанії стікали кров’ю⁵⁰⁰. Усі учасники, як стадо, панічно кинулися на вихід, а керівництво великих банків наполягало на тому, щоб позиції закривалися, хай скільки б це коштувало. Несподівано й одночасно всі ціни впали. Як пізніше один із керівників провідного лондонського гедж-фонду сформулював це для Мерівезера, «Джоне, кореляцією був ти сам».

Проте була ще одна причина невдачі LTCM. Моделі «суми під ризиком» (VaR), за якими працювала фірма, передбачали, що вірогідність втрат, яких зазнало «Довготривале управління» в серпні, була настільки малою, що це навряд чи могло б трапитися за весь період існування усесвіту. Але так сталося тому, що зазвичай моделі випрацьовуються на основі даних лише за п’ять років. Якби моделі спиралися хоча б на дані 11-річної давнини, вони б зафіксували біржовий крах 1987 р. А якби повернулися назад на 80 років, то вони б зафіксували останній великий дефолт Росії після перевороту 1917 р. Сам Мерівезер, який народився в 1947 р., сумно зазначав: «Якби я пережив Велику депресію, я б краще розумів ці події»⁵⁰¹. Відверто кажучи, нобелівські лауреати дуже добре знали математику, але погано засвоїли історію. Вони цілком зрозуміли прекрасну

теорію планети Фінансів, але не звернули уваги на плутане минуле планети Земля. І саме тому, кажучи простою мовою, «Довготривале управління капіталом» обернулося «Короткотривалим витрачанням капіталу».

Можна було б припустити, що після катастрофічного провалу LTCM аналітичні гедж-фонди навіки зникнуть із фінансової сцени. Зрештою, цей провал, хоч і був надзвичайно ефектним через свою масштабність, аж ніяк не був винятковим. Із 1308 гедж-фондів, заснованих у 1989–1996 рр., понад третина (36,7 %) зникла на кінець цього періоду. На той час середня тривалість життя гедж-фонду становила лише 40 місяців⁵⁰². Утім, трапилося геть протилежне. За останні 10 років гедж-фонди і не думали нікуди зникати, навпаки: їхні різновиди і кількість збільшилися, так само як і обсяг активів, якими вони керують. Згідно з дослідженням гедж-фондів, у 1990 р. існувало понад 600 таких фондів, які керували активами на суму 39 млрд доларів. На 2000 р. їх уже було 3873, а їхні активи сягнули 490 млрд доларів. Останні підрахунки (за перший квартал 2008 р.) демонструють, що кількість фондів становить 7601, а їхні активи дорівнюють 1,9 трлн доларів. Починаючи з 1998 р. до гедж-фондів (а також до «фондів фондів», які збирають результати діяльності багатьох компаній), масово сунули інвестори. Якщо колись серед них були суто фізичні особи та інвестиційні банки «високої чистої вартості», нині гедж-фонди приваблюють дедалі більше пенсійних фондів і університетських ендавментів⁵⁰³. Ця тенденція дивує, адже коефіцієнт скорочення гедж-фондів доволі високий: із 600 фондів, зафіксованих у 1998 р., до кінця 2004 р. проіснувала лише чверть. У 2006 р. припинили діяльність 717, а за перші вісім місяців 2007 р. — 409 гедж-фондів⁵⁰⁴. Широко не афішується, що велика кількість гедж-фондів видихається, оскільки вони не здатні задовольнити очікування інвесторів.

Очевидним поясненням зростання популяції гедж-фондів є те, що вони демонструють відносно непогані результати як клас активів з порівняно низькою волатильністю і невеликою кореляцією з іншими інвестиційними механізмами. Але згідно з дослідженням хедж-фондів, їхня прибутковість поступово падає, із 18 % у 1990-х рр. до лише 7,5 % у 2000–2006 рр. Окрім того, дедалі більш скептично ставляться до того, що прибутки гедж-фондів насправді можуть вважатися коефіцієнтом «альфа» (вмінням управляти активами) на противагу «бета» (загальні рухи на ринку, які можна вловити, за допомогою відповідного набору індексів)⁵⁰⁵. Альтернативне пояснення таке: поки існують гедж-фонди, вони є унікальним джерелом дивовижного збагачення для їхнього керівництва. У 2007 р. Джордж Сорос заробив 2,9

млрд доларів, випередивши Кена Гріффіна з «Цитаделі» і Джеймса Саймонса з «Ренесансу», але трохи відстав від Джона Полсона, який заробив приголомшливі 3,7 млрд доларів, роблячи ставки на пониження субстандартних іпотек. Як зауважив Джон Кей, якби Воррен Баффетт брав зі своїх інвесторів у «Беркшайр Гатавей» комісійні за схемою «2 і 20», то він би залишив собі 57 млрд доларів із тих 62 млрд, які його компанія заробила для власників своїх акцій за останні 42 роки⁵⁰⁶. Звісно, Сорос, Гріффін і Саймонс — видатні керівники фондів (хоча, безперечно, не такі видатні, як Баффетт). Цим можна пояснити те, що їхні фонди поряд з іншими надзвичайно успішними фінансовими підприємствами так неймовірно зросли за останні 10 років. На сьогодні близько 390 фондів мають під своїм управлінням активи на суму, що перевищує 1 млрд доларів. На частку найбільших 100 гедж-фондів припадає 75 % усіх активів, а сама лише перша десятка керує 324 млрд доларів⁵⁰⁷. Навіть доволі посередній аферист зможе заробити чимало грошей, заснувавши власний гедж-фонд; для цього він має зібрати по 100 млн доларів із легковірних інвесторів і слідувати найпростішій із можливих стратегій:

1. Він вкладає 100 млн доларів в однорічні облігації державної скарбниці США з доходністю 4 %.
2. Згодом це дозволяє йому продати 100 млн опціонів із покриттям по 10 центів за долар, які можна пред'явити на виплату, якщо індекс S&P 500 наступного року впаде на понад 20 %.
3. Він бере 10 млн доларів, зароблених на продажу опціонів, і купує ще більше облігацій державної скарбниці, що знову дозволяє йому продати ще 10 млн опціонів, які дають йому ще 1 млн доларів.
4. Тоді він іде у тривалу відпустку.
5. На кінець року вірогідність того, що індекс S&P 500 не впаде на 20 %, становить 90 %, тож він нічого не винен власникам опціонів.
6. Він підраховує свій заробіток: 11 млн доларів із продажу опціонів плюс 4 % від державних облігацій на 110 млн доларів — чудовий дохід у 15,4 % без урахування витрат.
7. Він кладе собі в кишеню 2 % із фондів, якими керує (це 2 млн доларів), і 20 % від доходів, які, скажімо, на 4 % вищі за опорну суму. Усе це складає

загальну суму 4 млн доларів.

8. Вірогідність того, що фонд стабільно розвиватиметься за цим принципом понад п'ять років та індекс S&P 500 не впаде на 20 %, становить 60 %, а в такому разі він заробить 15 млн доларів, навіть якщо в його фонд не вкладати нові гроші й навіть якщо він не скористається кредитним плечем для посилення позицій 508.

Чи могла криза на зразок тієї, що сталася з LTCM, повторитися сьогодні, через десять років, — із тією лише різницею, що нині її масштаб, зважаючи на величезну кількість таких фальшивих гедж-фондів, був би таким, що допомогти було б просто неможливо? Чи банки західного світу сьогодні стали вразливішими до збитків гедж-фондів та інших ризиків від контрагентів, ніж вони були у 1998 р.68? А якщо так, то хто прийде їм на допомогу наступного разу? Відповідь на це запитання необхідно шукати не на іншій планеті, а на іншому боці нашої планети.

Кимерика

Для багатьох фінансова історія — це як сива давнина, давня історія, як-от історія Китаю доби імператорів. У ринків коротка пам'ять. Багато молодих трейдерів навіть не застали азійської кризи 1997–1998 рр. Ті, хто почали працювати у сфері фінансів після 2000 р., прожили сім п'яних років достатку. Фондові ринки світу пережили величезний бум. Так само, як і ринки облігацій, деривативів і товарні ринки. Насправді поступ спостерігався на всіх ринках активів — уже не кажучи про тих, хто наживався на великих преміях, купуючи на них усе, що заманеться, — від витриманого бордо до розкішних яхт. Але ці роки розквіту були загадкою: ринки зростали в той час, як короткострокові відсоткові ставки збільшувалися, відчувався кричущий дефіцит торгового балансу і неймовірні політичні ризики, особливо в економічно важливих для світу країнах-експортерах нафти. Відповідь на цей парадокс треба шукати в Китаї⁵⁰⁹.

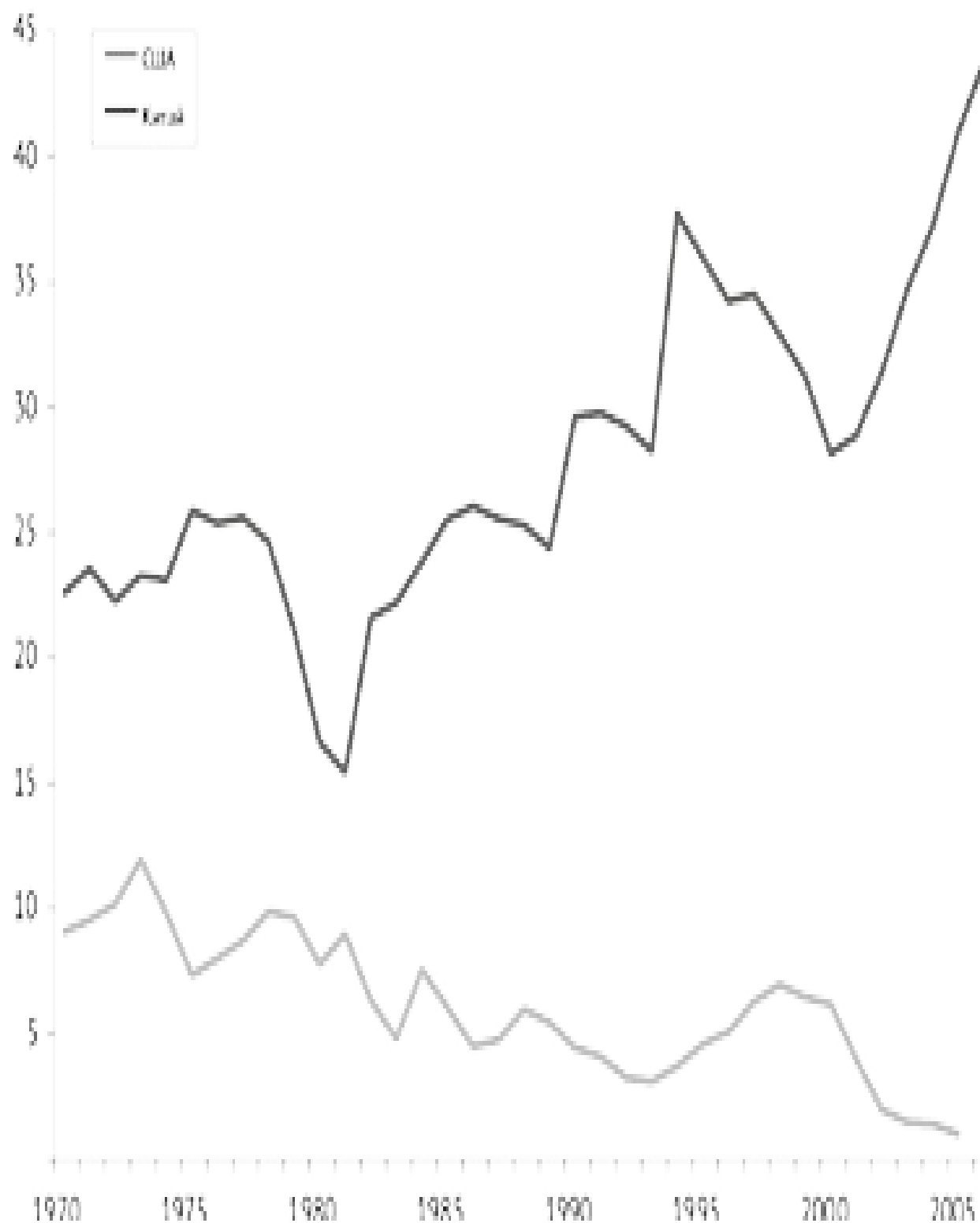
Місто Чунцін розташоване на нерівних берегах могутньої брунатної річки Янцзи, глибоко в серці Серединної держави, на тисячі кілометрів віддалене від узбережних зон підприємництва, які здебільшого відвідують прибульці із Заходу. Утім, 32 млн населення цієї провінції так само переживають піднесення через економічне диво, як і населення Гонконгу і Шанхая. У певному розумінні, запаморочлива індустріалізація й урбанізація навколо Чунціна є останнім і найбільшим проривом комуністичної планової економіки. Тридцять мостів, десять залізниць, незліченна кількість хмарочосів вирости з туману, ніби пам'ятники могутності централізованої однопартійної держави. Утім, розвиток Чунціна є також наслідком звільнення приватного підприємництва. Багато в чому Ву Яцзюнь уособлює нововідкрите багатство Китаю. Як одна з провідних забудовниць Чунціна, вона є однією з найбагатших жінок Китаю; її статок перевищує 9 млрд доларів США. Ось таке живе протиставлення шотландцям, які сто років тому заробили свої статки в Гонконзі. Або от Інь Міншань. Під час Культурної революції був ув'язнений, а на початку 1990-х рр., після лібералізації китайської економіки, знайшов своє справжнє покликання. За

якихось 15 років він розбудував бізнес, вартість якого оцінюється в 900 млн доларів. Упродовж останнього року його компанія «Ліфан» (Lifan) продавала понад 1,5 млн мотоциклетних моторів і мотоциклів; нині він експортує їх до США і Європи. Ву та Інъ — це лише двоє з понад 345 тисячдоларових мільйонерів, які живуть у Китаї.

Китай давно залишив своє колоніальне минуле далеко позаду. Дотепер економіка, яка зростає найшвидше у світі, ще й спромоглася уникнути тих криз, що періодично підривають інші посталі ринки. Знецінивши юані в 1994 р., а потім повернувши контроль за капіталом упродовж періоду економічних реформ, Китай не постраждав від валютної кризи 1997–1998 рр. Коли китайці воліли залучити іноземний капітал, вони наполягали на тому, щоб він надходив у формі прямих інвестицій. Це означало, що замість брати позики в західних банків на фінансування промислового розвитку, як це робили інші посталі ринки, китайці залучали іноземців, щоб ті будували фабрики в китайських зонах підприємництва — а це вже великі й громіздкі активи, які так просто не вивезеш під час кризи. Проте найважливішим було те, що більшість китайських інвестицій сплачується з власних заощаджень. Китайські домогосподарства, більш обережні після тривалих років нестабільності, незвиклі до розмаїття кредитних можливостей, які ми маємо на Заході, заощаджують незвично велику частку своїх прибутків, на противагу американцям, які останніми роками взагалі майже не заощаджували. Китайські корпорації заощаджують іще більшу частку своїх неймовірно високих доходів. Ці заощадження настільки великі, що вперше за багато століть напрямок руху капіталу змінився — тепер потік іде не із Заходу на Схід, а зі Сходу на Захід. А це нівроку собі який потік. У 2007 р. Сполученим Штатам довелося позичати в решти світу близько 800 млрд доларів: це понад 4 млрд доларів на кожен робочий день. У Китаї, навпаки, поточний профіцит бюджету становить 262 млрд доларів, а це понад чверть дефіциту бюджету США. Тож доволі значна частина цього надлишку зрештою використовується як позика для США. Так Китайська Народна Республіка стала банкіром Сполучених Штатів Америки.

На перший погляд це може видатися дивним. Сьогодні середньостатистичний американець заробляє понад 34 тис. доларів на рік. Якщо не брати до уваги статки таких, як Ву Яцзюнь і Інъ Міншань, середньостатистичні китайці живуть на заробітки, менші за 2000 доларів. То чому ж останні, по суті, воліють позичати гроші першим, які у 22 рази багатші за них? Відповідь полягає в тому, що до останнього часу

найкращим способом зайняти численне населення Китаю виявилось залучення його у виробництво товарів, які йшли на експорт, — до невиситимо марнотратних американських споживачів. Щоб забезпечити цьому експорту безпрецедентно дешеву ціну, Китай мусив перебороти тенденцію до укріплення китайської валюти проти долара, скуповуючи мільярди доларів на світових ринках. Це було частиною азійської системи валютної прив'язки, яку дехто з коментаторів називає Бреттон-Вудською системою П510. У 2006 р. китайські запаси доларів майже напевне подолали позначку в 1 трлн доларів. (Прикметно, що чисте збільшення валютних резервів Китаю майже точно дорівнює чистому випуску облігацій державної скарбниці й урядових установ США). А тимчасом, з американської точки зору, найкращим способом підтримувати високий рівень життя в останні роки стало імпортувати дешеві китайські товари. Ба більше, переводячи виробництво до Китаю, американські корпорації також змогли отримати чималі вигоди з дешевої робочої сили. І найважливіше, продаючи Народному банку Китаю облігації на мільярди доларів, США змогли втримати значно нижчі відсоткові ставки, ніж вони були б за інших обставин.



Чисті національні заощадження як відсоток від валового національного доходу (1970–2000 рр.)

Вітаємо в дивовижній подвійній країні Кимериці (Китай плюс Америка), на яку припадає понад одна десята частина всього суходолу світу, чверть населення світу, третина економічного випуску і понад половина світового економічного зростання за останні вісім років. Якийсь час здавалося, що це шлюб, укладений на небесах. Східні кимериканці заощаджували. Західні кимериканці витрачали. Китайський імпорт стримував американську інфляцію. Китайські заощадження не стримували підвищення американських відсоткових ставок. Китайська робоча сила стримувала зростання заробітної платні в США. Як результат: позичати гроші стало надзвичайно дешевою справою, а керувати корпорацією — надзвичайно прибутковою. Завдяки Кимериці реальні відсоткові ставки (ціна позик із урахуванням інфляції) в усьому світі впали на понад третину нижче за середні показники за останні 15 років. Завдяки Кимериці доходи американських корпорацій у 2006 р. зросли приблизно на стільки ж вище за їхню середню частку від ВВП. Але була в цьому одна пастка. Що більше Китай волів позичати США, то більше американців воліло брати ці позики. Іншими словами, Кимерика була причиною зростання банківських позик, випуску облігацій і нових деривативних контрактів на планеті Фінансів після 2000 р. Вона була причиною стрімкого збільшення популяції гедж-фондів. Вона ж була поясненням того, чому приватні акціонерні товариства могли позичати гроші направо і наліво, щоб на ці кредити купувати активи. А ще існування Кимерики (чи азійських «надлишків заощаджень», як їх назвав Бен Бернейк⁵¹¹) пояснювало, чому американський ринок нерухомості в 2006 р. був настільки перенасичений грошима, що ви могли отримати іпотеку на всі 100 % ціни житла навіть не маючи доходу, роботи чи активів.

Кризу субстандартних іпотек 2007 р. було не так уже й важко передбачити, як ми вже побачили. Значно важче було передбачити, що струс, спричинений зливою дефолтів за іпотеками на американському внутрішньому посталому ринку, вилетіть у фінансовий землетрус для всієї західної фінансової системи. Мало хто розумів, що дефолти за іпотеками знищать нові екзотичні фінансові інструменти, забезпечені активами, як-от забезпечені боргові зобов'язання. Мало хто усвідомлював, що зі зростанням збитків від дефолтів міжбанківські позики просто загальмують до повної зупинки, а відсоткові ставки, які мають сплачувати за випуск короткострокових комерційних векселів і корпоративних

облігацій, різко підстрибнуть, що призведе до болючих наслідків для всіх позичальників у приватному секторі. Мало хто передбачав, що ця кредитна криза призведе до того, що Британський банк переживе першу з 1866 р. паніку і буде націоналізований. Ще в липні 2007 р., до того як почалися проблеми, один керівник американського гедж-фонду уклав зі мною парі, поставивши 7 до 1, що в США наступні п'ять років не буде жодної рецесії. «Я закладався на те, що кінець світу не настане, — зізнавався він через шість місяців. — Ми програли». Безперечно, на кінець травня 2008 р. видавалося, що рецесія в США вже почалася. Але чи це було кінцем світу?

Звісно, що у травні 2008 р. здавалося маловірогідним, що Китай (уже не кажучи про інші країни БРІК) зовсім не зачепить американська рецесія. Сполучені Штати залишалися найбільшим торговим партнером Китаю, на них припадало близько 20 % китайського експорту. З другого боку, в останні роки значення чистого експорту для економічного зростання Китаю помітно знизилася⁵¹². Ба більше, китайські резервні заощадження дали Пекіну можливість запропонувати капітальні вливання знесиленим американським банкам. Зростання гедж-фондів було лише частиною історії переорієнтації глобальної фінансової системи після 1998 р. Ще важливішим виявилось зростання суверенних фондів, утворень, що з'явилися в країнах із великим позитивним сальдо торгового балансу, із метою керування нагромадженими багатствами. На кінець 2007 р. під управлінням суверенних фондів було близько 2,6 трлн доларів, майже стільки, скільки мали під управлінням усі гедж-фонди світу, і не набагато менше, ніж урядові пенсійні фонди і резерви центральних банків. Згідно з прогнозом банку «Морган Стенлі», через 15 років вони можуть тримати активи на \$27 трлн — понад 9 % усіх фінансових активів світу. Уже у 2007 р. азійські та середньосхідні суверенні фонди почали інвестувати в західні фінансові компанії, серед яких «Барклейз», «Беар Стернс», «Сітігруп», «Меррілл Лінч», «Морган Стенлі», «Ю-бі-ес», а також приватні акціонерні компанії «Блекстоун» (Blackstone) і «Карлайл» (Carlyle). Якийсь час здавалося, що суверенні фонди зможуть організувати глобальний фонд допомоги для західної фінансової системи: що стало б остаточним обміном ролями в історії фінансів. Для прибічників того, що Джордж Сорос зневажливо назвав «ринковим фундаменталізмом», у цьому полягала сувора правда цієї аномалії: серед тих, хто найбільше виграв від останньої кризи, виявилися державні утворення⁶⁹.

А втім, є кілька причин того, чому це нібито вишукане, і по суті

кимериканське, вирішення американської кризи так і не відбулося. Почасти через те, що результати початкових китайських вливань в американську фінансову систему зовсім не вражали⁷⁰. Пекін має цілком виправдані побоювання, що найгірше для західних банків, імовірно, ще попереду, особливо зважаючи на непередбачувані впливи американської рецесії на неймовірно свої на кредитний дефолт, умовна вартість яких становить 62 трлн доларів. Але тепер ще й стали помітними політичні тертя в самому серці Кимерики. Уже якийсь час у Конгресі США спостерігається занепокоєння через те, що вважають несправедливою конкуренцією і валютними маніпуляціями з боку Китаю, і що більше відчуватиметься рецесія в США, то голоснішими ставатимуть нарікання. Однак послаблення монетарної політики США, яке почалося в серпні 2007 р. (різке скорочення ставок федеральних фондів майже до нуля, різноманітні «кредитні аукціони», завдяки яким у банківську систему влили понад трильйон доларів), викликало звинувачення у валютних маніпуляціях цього разу в бік Америки⁵¹³. На першому етапі кризи долар втратив у ціні приблизно 25 % проти валюти основних торгових партнерів США, у тому числі 9 % проти юаня. Оскільки це збіглося з одночасним тиском на попит і пропозицію майже на всіх товарних ринках, результатом став значний стрибок ціни на їжу, пальне і сировину. Зростання цін на сировину так само збільшує інфляційний тиск на Китай, це змушує уряд запроваджувати контроль за цінами й обмежувати експорт, а також стимулює надзвичайно активний пошук природних копалин в Африці та в інших місцях, що в очах Заходу видається демонстрацією імперських амбіцій⁵¹⁴. Можливо, Кимерика, як і впливає з її назви, є нічим іншим, як химерою: міфічною істотою з давніх легенд, яка частково є левом, частково — козлом, а частково — драконом.

Імовірно, якщо добре подумати, ми прийшли туди, де вже були колись. Сто років тому, під час першої глобалізації, багато інвесторів вважало, що існує подібний символічний зв'язок між двома фінансовими центрами світу: Британією і найдинамічнішою промисловою економікою Європейського континенту. Йдеться про Німеччину. Тоді, як і тепер, між симбіозом і конкуренцією проходила дуже тонка межа⁵¹⁵. Чи щось може перервати процес глобалізації, як це трапилося в 1914 р.? Очевидною відповіддю буде — погіршення політичних відносин між США і Китаєм через торгівлю, Тайвань, Тибет чи якесь інше, ще неусвідомлене питання⁵¹⁶. Такий сценарій може здаватися маловірогідним. Утім, ми можемо легко уявити собі, як історики майбутнього ретроспективно вибудовуватимуть імовірний

причиново-наслідковий ланцюг, щоб пояснити такий поворот подій. Любителі шукати винних у початку війни звинуватять більш самовпевнений Китай, а інші нарікатимуть на помилки стомленого американського титана. Дослідники міжнародних відносин, безперечно, серед систематичних причин війни вкажуть на занепад вільної торгівлі, змагання за природні ресурси чи зіткнення цивілізацій. Для тих, хто має досвід роботи з мовою історичних пояснень, основна конфігурація можливого початку війни в наш час може видатися бентежно ймовірною, дуже подібною до того, як усе обернулося в 1914 р. У декого навіть може з'явитися спокуса стверджувати, що зростання цін на сировину в період 2003–2008 рр. віддзеркалювало несвідоме очікування ринками прийдешнього конфлікту.

Важливий урок історії полягає в тому, що великі війни можуть розпочатися навіть тоді, коли економічна глобалізація є дуже розвинутою, а керівні позиції англійської імперії здаються непохитними. Другий важливий урок: що довше світ обходиться без великої війни, то важче уявити, що вона можлива (і, ймовірно, то легше її розпочати). Третій і останній урок: криза завдає більше шкоди самовдоволеним інвесторам, ніж інвесторам, загартованим у боях. Як ми вже не раз бачили, справді великі кризи трапляються настільки рідко, що їх не пам'ятають нинішні директори банків, керівники фондів і трейдери. У середньому кар'єра директорів компанії з Волл-стріт триває понад 25 років⁵¹⁷, це означає, що пам'ять провідних лідерів американської банківської системи не сягає далі 1983 р. — а це на десять років пізніше за початок останнього великого зростання цін на нафту й золото. Уже сам цей факт є достатнім виправданням необхідності вивчати фінансову історію.

[58 Уперше використав термін «посталі ринки» \(emerging markets\) економіст Світового банку Антуан ван Агмель у 1980-х рр.](#)

[59 Тай-пен \(tai-pan\) — іноземний підприємець, очільник будь-якої з великих торговельних компаній Гонконга. — Прим. пер.](#)

[60 Кафр \(kaffir\) — зневажливе расистське звертання до чорношкірих мешканців Південної Африки.](#)

[61 Сукупна сума виплачених за планом Маршалла коштів дорівнювала](#)

майже 5,4 % валового національного продукту США за один рік, або 1,1 % ВВП за весь час дії програми — з квітня 1948 р., коли генерал Джордж Маршалл виголосив свою знамениту промову й ухвалили Закон про допомогу іноземним країнам, і завершилася в червні 1952 р., коли було здійснено останню виплату. Якби план Маршалла реалізовувався в період 2003–2007 рр., він би обійшовся у 550 млрд доларів. Для прикладу, економічна допомога іноземним державам під час президентства Буша у 2001–2006 рр. становила менше за 150 млрд доларів, у середньому менше за 0,2 % ВВП.

62 Автор книжки «Етапи економічного зростання: некомуністичний маніфест» (1960) Ростоу консультував усі адміністрації президентів-демократів 1960-х рр. з економічних і стратегічних питань. Із ним як радником Ліндона Джонсона з національної безпеки асоціюють ескалацію війни у В'єтнамі.

63 Ось короткий зміст десяти пунктів, виходячи з оригінального формулювання Джона Вільямсона 1989 р.: 1. Забезпечити фінансову дисципліну; 2. Реформувати податки; 3. Лібералізувати відсоткові ставки; 4. Збільшити витрати на охорону здоров'я і освіту; 5. Забезпечити дотримання прав власності; 6. Приватизувати державні підприємства; 7. Дерегулювати ринки; 8. Встановити конкурентний обмінний курс; 9. Усунути перешкоди для торгівлі; 10. Усунути перешкоди для прямих іноземних інвестицій.

64 Із тих часів, коли в 1966 р. термін «гедж-фонд» був уперше вжитий на позначення фонду, заснованого Альфредом Вінслоу Джонсом у 1949 р. (який тримав як довгі, так і короткі позиції на американській фондовій біржі), більшість гедж-фондів є компаніями з обмеженою відповідальністю. Через це вони не підпадали під дію Акта про цінні папери 1933 р. і Акта про інвестиційні компанії 1940 р., які обмежували діяльність фондів взаємодопомоги й інвестиційних банків з кредитним плечем і короткими продажами.

65 Технічно, згідно з визначенням Американської Комісії із цінних паперів і бірж, короткий продаж — це «будь-який продаж цінних паперів, власниками яких продавець не є, або який завершується доставкою цінних паперів, позичених продавцем або його законним представником».

66 Своп є різновидом похідних фінансових інструментів: закріплена

угодою домовленість, за якою одна сторона погоджується заплатити іншій фіксований відсоток, а та платитиме змінну ставку (зазвичай Лондонську міжбанківську ставку пропозиції — ЛІБОР) з якоїсь умовної суми.

67 Наприклад, спред між індексом облігацій посталих ринків «Джей. Пі. Морган» і облігаціями казначейства США зріс з 3,3 % у жовтні 1997 р. до 6,6 % у липні 1998 р., і до 17,05 % 10 вересня 1998 р.

68 Те, що влітку 2007 р. першими сигналами про початок американської кризи стали звіти про збитки хедж-фондів під управлінням «Біар Стернс» і «Голдман Сакс», звісно, не було простим збігом обставин.

69 Насправді, деякі суверенні фонди існують уже досить довго. Кувейтське інвестиційне управління було засноване в 1953 р., Сингапурський «Темасек» (Temasek) — у 1974 р., «АДІА» (ADIA), фонд Об'єднаних Арабських Еміратів, — у 1976 р., Сингапурський «Джи-ай-сі» (GIC) — у 1981 р.

70 Заплативши 5 млрд доларів за 9,9 % акцій «Морган Стенлі» у грудні 2007 р., голова Китайської інвестиційної корпорації Лоу Цзівей провів аналогію з тим, як реагує фермер, коли перед ним з'являється кролик. «Якщо ми бачимо великого вгодованого кролика, — сказав він, — ми підстрелимо його». Але потім додав (натякаючи на наступне падіння цін на акції «Морган Стенлі»): «Дехто може сказати, що це “Морган Стенлі” нас підстрелили».

Післямова

Походження грошей

Сучасний фінансовий світ є результатом 4 тисячоліть економічної еволюції. Гроші (у яких кристалізувалися відносини боржника та кредитора) породили банки — посередницькі майданчики для реалізації дедалі більшої кількості позик. Починаючи з XIII ст. урядові облігації змогли запропонувати захист для потоків відсоткових виплат; водночас, ринки облігацій продемонстрували переваги врегульованих відкритих ринків для торгівлі цінними паперами і встановлення їхньої ціни. Із XVII ст. так само стало можливо купувати і продавати акції корпорацій. Із XVIII ст. страхові, а тоді й пенсійні фонди скористалися економією від масштабу і законами великих чисел, щоб надати фінансовий захист від обчислюваних ризиків. Із XIX ст. ф'ючерси та опціони стали першими спеціалізованими і хитромудрими похідними інструментами, або деривативами. А починаючи з XX ст., із політичних міркувань, домогосподарства почали переконувати в тому, щоб вони брали більші кредити і на користь нерухомості відмовлялися від решти інвестицій.

Країни, в яких були всі ці інституційні інновації (банки, ринки облігацій, біржі, страхування і демократія домовласників), у тривалій перспективі показали кращі результати, ніж ті, які всього цього не мали, адже фінансові посередники зазвичай дозволяють розподіляти ресурси ефективніше, ніж, скажімо, в умовах феодальної системи чи центрального планування. Тому не дивно, що західна фінансова модель поширена по всьому світу, спершу під виглядом імперіалізму, а пізніше — глобалізації⁵¹⁸. Коротко кажучи, від часів давньої Месопотамії й до сучасного Китаю сходження грошей було однією з рушійних сил людського прогресу: у справі порятунку людства від марудної праці в натуральному сільському господарстві та втечі від страждань у мальтузіанській пастці складний процес інновацій, посередництва та інтеграції був не менш важливий, ніж поступ науки чи розповсюдження права. За словами колишнього члена правління Федеральної резервної системи Фредеріка Мішкіна, «фінансова система — [це] мозок економіки... Вона діє як координаційний механізм, що розподіляє капітал, життєдайну кров економічної діяльності, між тими, хто

використовує його найефективніше, — бізнесом і домогосподарствами. Якщо капітал використовується неправильно чи взагалі не рухається, економіка працюватиме неефективно, і в кінцевому підсумку економічне зростання буде низьким»⁵¹⁹.

Утім, процес сходження грошей ніколи не був і не буде простим. Навпаки, фінансова історія є прикладом американських гірок із злетами і спадами, роздуванням і вибуханням бульбашок, нападами манії та паніки, потрясінь і обвалів⁵²⁰. Одне з останніх досліджень наявних даних про ВВП і споживання починаючи з 1870 р. виявило 148 криз, під час яких сукупний спад ВВП країни становив щонайменше 10 %, і 87 криз, коли подібного спаду зазнавало споживання, а це означає, що вірогідність фінансової кризи становить 3,6 % для кожного року⁵²¹. Навіть сьогодні, за всієї безпрецедентної хитромудрості наших інституцій та інструментів, планета Фінансів лишається так само вразливою до криз. Здається, що за всієї нашої винахідливості, ми приречені бути вічно «обдуреними несподіванкою»⁵²² і зненацька заскоченими «чорними лебедями»⁵²³. Цілком можливо, що ми переживаємо дефляцію після багатьох десятиріч надування «супербульбашки»⁵²⁴.

Це має три основні причини. Перша полягає в тому, що сутність майбутнього (чи радше майбутніх, оскільки ніколи не йдеться про єдино можливе майбутнє) перебуває в царині невизначеності, а не розрахованого ризику. Як стверджував Френк Найт у 1921 р., «непевність потрібно розуміти цілком відмінно від знайомого поняття «ризик», від якого її ніколи, як належить, не відрізняли... Непевність, яку можна прорахувати, або справжній «ризик»... значно відрізняється від тої, яка не підлягає обчисленню, тож у результаті перша взагалі не є непевністю». Якщо простіше — багато з того, що відбувається в житті, не схоже на гру в кості. Знову і знову відбуватимуться події, які є «настільки унікальними, що не існує інших, подібних чи їх недостатньо для того, щоб зібрати вдосталь даних, щоб на їх основі робити логічні висновки про реальну ймовірність...»⁵²⁵. Про це ж блискуче висловився Кейнс у 1937 р. «Кажучи про “непевне” знання», — писав він у відповіді критикам його праці «Загальна теорія»:

...я не хочу просто розрізнити те, що відомо напевне, від того, що є лише ймовірним. У цьому розумінні, гра в рулетку не є прикладом непевності... Очікувана тривалість життя є лише трохи непевною. Навіть погода є

непевною лише до деякої міри. Я вживаю цей термін, розуміючи під ним непевність, про яку йдеться у прогнозах європейської війни чи... якою буде відсоткова ставка через двадцять років... не існує наукової бази, на основі якої можна було б вирахувати хоча б якусь імовірність подібних речей. Ми цього просто не знаємо⁷¹.

Кейнс будував далі гіпотезу щодо способів, у які інвестори намагаються «спромогтися за таких обставин поводитися так, щоб зберегти подобу раціональної, економічної людини»:

(1) Ми вважаємо, що теперішнє є надійнішим керівництвом до майбутнього, ніж це дотепер демонструвало неупереджене вивчення минулого досвіду. Іншими словами, ми здебільшого ігноруємо перспективи змін у майбутньому, про справжню природу яких ми уявлення не маємо.

(2) Ми вважаємо, що наявний стан експертної оцінки, виражений у цінах і характері наявного виробництва, заснований на правильному підсумуванні прогнозів щодо майбутнього...

(3) Знаючи, що наші індивідуальні судження нічого не варті, ми намагаємося поступитися судженням усіх інших, які, мабуть, краще поінформовані. Тобто ми намагаємося підкоритися поведінці більшості чи середньостатистичній⁵²⁶.

Хоча й неочевидно, що Кейнс мав рацію у своїй інтерпретації поведінки інвесторів, він, певно що, міркував у правильному напрямку. Адже не підлягає сумніву те, що евристичні відхилення окремих осіб відіграють важливу роль у спричиненні коливань на фінансових ринках.

Це підводить нас до другої причини нестабільності, притаманної фінансовій системі, — людська поведінка. Як ми вже бачили, усі фінансові інституції віддані на поталу нашій вродженій тенденції впадати то в ейфорію, то у відчай, нашій постійній нездатності протистояти «хвостовим ризикам», нашому небезпечному невмінню засвоювати уроки історії. У своїй відомій статті Деніел Канеман і Амос Тверський за допомогою низки експериментів продемонстрували тенденцію, що люди схильні неправильно оцінювати шанси, коли перед ними постає простий фінансовий вибір. Спочатку в одній піддослідній групі вони дали кожній людині по 1000 ізраїльських фунтів. Тоді вони запропонували їм обрати

між: а) 50-відсотковим шансом виграти ще 1000 фунтів і б) 100-відсотковим шансом виграти ще 500 фунтів. Лише 16 % людей обрали варіант а), решта (84 %) схилилися до б). Потім вони попросили ту саму групу уявити, що кожен із них отримав 2000 фунтів, і поставили перед ними новий вибір: між в) 50-відсотковим шансом втратити 1000 фунтів і г) 100 відсотковим шансом втратити 500 фунтів. Цього разу більшість (69 %) обрала в), лише 31 % надав перевагу г). Утім, із точки зору отриманої винагороди, обидва завдання ідентичні. В обох випадках ви мали вибір між 50-відсотковим шансом залишитися з 1000 фунтів і таким самим шансом залишитися з 2000 фунтів (а і в) і впевненістю в тому, що ви залишитеся з 1500 фунтів (б і г). У цьому й інших експериментах Канеман і Тверський вказали на дивовижну асиметрію поведінки: у разі позитивної перспективи — уникали ризиків, а в разі негативної — іти на ризик. Перспектива втрати впливала на людей майже у 2,5 раза більше, ніж перспектива аналогічного виграшу⁵²⁷.

Ця «хиба інваріантності» є лише одним із багатьох евристичних відхилень (перекосів у способі думання чи навчання), які вирізняють звичайну людину від Homo oeconomicus (людини економічної) із неокласичної економічної теорії, рішення якої нібито раціональні й ґрунтуються на всій доступній інформації, а також очікуваній для неї користі. З інших експериментів випливає, що ми також надто легко потрапляємо до когнітивних пасток, таких як:

1. Хиба доступності, яка змушує нас спиратися в наших рішеннях на інформацію, яку легко видобути з власної пам'яті, а не з даних, які нам насправді потрібні;
2. Упередження оцінки заднім числом, яке змушує нас приписувати більшу ймовірність певній події вже після того, як вона відбулася (ex post), ніж ми вважали до того (ex ante);
3. Проблема індукції, яка змушує нас виводити загальні правила на основі недостатньої інформації;
4. Хиба кон'юнкції, яка означає, що ми схильні переоцінювати вірогідність того, що трапляться всі сім подій, імовірність яких становить 90 %, при цьому недооцінюючи вірогідність того, що може трапитися принаймні одна із семи подій, імовірність яких становить 10 %;

5. Підтверджувальне упередження, яке підштовхує нас шукати свідчення, що підтверджують початкову гіпотезу, замість підробляти свідчення, які можуть спростувати її;
6. Ефект засмічення, через який ми дозволяємо недоречній, неточній інформації впливати на наші рішення;
7. Евристика афекту, через яку упереджені оцінні судження впливають на те, як ми розраховуємо витрати і вигоди;
8. Ігнорування масштабу, яке не дозволяє нам пропорційно зіставити те, скільки ми готові пожертвувати, з масштабом можливих збитків;
9. Надмірна впевненість у калібруванні, яка призводить до того, що ми недооцінюємо «довірчі інтервали», у межах яких наші припущення будуть життєздатні (прикладом цього є тенденція вважати «найкращий» сценарій «найвірогіднішим»); і
10. Апатія спостерігача, яка підштовхує нас до того, щоб ми відмовлялися від індивідуальної відповідальності, коли перебуваємо в натовпі⁵²⁸.

Якщо ви ще маєте сумніви щодо властивої людським істотам помилковості, спробуйте дати відповідь на таке запитання: битка і м'яч коштують разом 1 фунт 10 пенсів, при цьому битка коштує на 1 фунт більше за м'яч. Скільки коштує м'яч? Кожен другий бовкає неправильну відповідь: 10 пенсів. Правильна відповідь — 5 пенсів, оскільки лише в тому разі, якщо битка коштує 1 фунт 5 пенсів, а м'яч — 5 пенсів, обидві умови задачі будуть виконані⁵²⁹.

Якщо якась галузь і має потенціал революційно змінити наше розуміння роботи фінансових ринків, то це, безперечно, нова дисципліна поведінкових фінансів⁵³⁰. Неочевидно, скільки саме досліджень, що відштовхувалися від гіпотези ефективних ринків, зможуть встояти перед цим викликом⁵³¹. Якщо хтось покладається на «мудрість натовпу»⁵³², то їм ідеться лише про те, що більша група людей швидше зможе правильно оцінити ситуацію, ніж невелика група нібито експертів. Але це мало що пояснює. Старий жарт про те, що «макроекономісти успішно передбачили дев'ять з останніх п'яти рецесій», є не стільки жартом, скільки сумною правдою про складності економічного прогнозування⁵³³. А тим часом, серйозні дослідники людської психології очікують від великої групи людей

радше безумства, а не мудрості⁵³⁴. За прикладом далеко ходити не потрібно, можна згадати майже одностайне переконання інвесторів у першій половині 2007 р. в тому, що великої кризи ліквідності просто не може трапитися (див. Вступ). Усе це тонко підсумував Еліезер Юдковські:

Люди можуть бути занадто впевненими і занадто оптимістично налаштованими. Вони можуть зосереджуватися на занадто специфічних сценаріях майбутнього, таким чином виключаючи решту можливостей. Вони можуть не пригадувати з власної пам'яті минулих [криз ліквідності]. Вони можуть переоцінювати передбачуваність минулого, а отже, недооцінювати несподіванки майбутнього. Вони можуть не розуміти, що без погляду в минуле важко підготуватися до [кризи ліквідності]. Вони можуть надати перевагу... азартній грі з більшою вірогідністю виграшу, не звернувши увагу на розмір ставки. Вони можуть змішати до купи позитивну інформацію про переваги якоїсь технології [наприклад, свопів на кредитний дефолт] і негативну інформацію про ризики, які за нею стоять. Їх голови можуть бути засмічені фільмами, у яких [фінансову систему] встигають урятувати... Чи надзвичайно неприємна перспектива [кризи ліквідності] може спонукати їх до пошуку аргументів на користь того, що [ліквідність] не [випарується], і при цьому не докладати таких самих зусиль на пошуки причин того, чому [так станеться]. Але якщо запитання стоїть саме так: «Чому до вирішення цих проблем не долучено більше людей?», можливо, частина відповіді полягає в тому, що люди, які ставлять саме це запитання, зазвичай стріляють навколо себе очима, щоб побачити, чи хтось відреагує на це... а самі тим часом намагаються видаватися стриманими і спокійними⁵³⁵.

Більшість наших когнітивних викривлень, звісно, є результатом еволюції. Третя причина тернистого шляху розвитку фінансової історії також пов'язана з теорією еволюції, хоча лише у вигляді аналогії. Кажуть, що фінанси мають дарвіністські якості. «Вживають найсильніші» — цю фразу часто вживають агресивні трейдери: як ми вже бачили, інвестиційні банки люблять проводити конференції під назвами на кшталт «Еволюція досконалості». Але американська криза 2007 р. лише сприяла збільшенню частотності вживання мови еволюції. Заступник міністра фінансів США Ентоні Раян не єдиний, хто в другій половині 2007 р. заговорив про хвилю вимирання видів у фінансовій сфері. Ендрю Ло, директор Лабораторії фінансової інженерії при Массачусетському технологічному інституті, пропагує спроби поглянути на ринки як

адаптивні системи⁵³⁶. Із тривалого історичного аналізу розвитку фінансових послуг також випливає, що закони еволюції працюють у фінансовому світі так само, як і у світі природи⁵³⁷.

Твердження про те, що дарвіністські процеси можуть відбуватися в економіці, звісно ж, не нове. Еволюційна економіка є визнаною субдисципліною з власним науковим журналом, який видається вже 16 років⁵³⁸. Торстейн Веблен уперше замислився над запитанням: «Чому економіка не є еволюційною наукою?» (натякаючи на те, що насправді вона має нею бути) ще в 1898 р.⁵³⁹ у знаменитому пасажі з книжки «Капіталізм, соціалізм і демократія», який можна так само застосувати до сфери фінансів, Джозеф Шимпетер описує індустріальний капіталізм як «еволюційний процес»:

Цей еволюційний характер... пояснюється не лише тим фактом, що економічне життя триває в соціальному й природному середовищі, яке змінюється, а ці зміни впливають на вихідні дані економічних дій; цей факт є важливим, і ці зміни (війни, революції тощо) часто є причинами змін у промисловості, але вони не є їхніми основними рушіями. Так само еволюційний характер не пояснюється квазіавтономним зростанням населення і капіталу чи примхами монетарної системи, про які можна сказати те саме. Основний імпульс, який запускає і підтримує в русі мотор капіталістичної системи, походить від нових споживчих товарів, нових методів виробництва і транспортування, нових ринків, нових форм промислових організацій, які створює капіталістичне підприємництво... Відкриття нових ринків, байдуже, іноземних чи внутрішніх, а також організаційний розвиток виробництв — від ремісничої майстерні та фабрики до таких концернів, як «Ю-Ес стіл» (USSteel), ілюструють той самий процес промислової мутації (якщо я можу застосувати цей біологічний термін), яка невинно революціонує економічні структури зсередини, невинно руйнує старі й створює нові. Цей процес «креативного руйнування» є суттєвим фактом про капіталізм⁵⁴⁰.

Головним запитанням, яке постає з нещодавніх досліджень: скільки ж руйнування відбувається в сучасній економіці? Щороку зникає приблизно 1 з 10 американських компаній. Якщо точніше, то щороку з 1989 по 1997 р. у середньому зникло 611 тис. фірм із загального числа 5,73 млн. Треба зауважити, що середній показник вимирання — 10 %, у деяких секторах економіки він може сягати 20 % в особливо несприятливий рік (як

трапилося з фінансовим сектором федерального округу Колумбія у 1989 р., на піку кризи кредитно-ощадних спілок)⁵⁴¹. За даними британського міністерства торгівлі й індустрії, 30 % зареєстрованих фірм зникає впродовж перших трьох років⁵⁴². Навіть якщо вони переживуть ці перші кілька років вимирання і в подальшому досягнуть успіхів, більшість фірм усе одно рано чи пізно збанкрутує. Зі списку 100 найбільших компаній 1912 р., на 1995 р. 29 збанкрутували, ще 48 зникли і лише 19 досі входили до першої сотні⁵⁴³. Зважаючи на те, що банки і біржі переважно забезпечують компанії фінансами, нас не має дивувати той факт, що фінансовий світ живе за подібною схемою «креативного руйнування». Ми вже звернули увагу на високий рівень смертності серед гедж-фондів. Єдиною причиною того, що показник банкрутств серед банків не зростає, як ми побачимо, є те, що уряди як відкрито, так і приховано захищають їх від обвалів.

Які ж спільні риси є у фінансового світу і правдивої системи еволюції? На думку спадає шість таких рис:

- «Гени», у тому розумінні, що певні практики в бізнесі виконують ту саму роль, що й гени в біології, дозволяючи інформації зберігатися у «пам'яті організації» і передаватися від однієї особи до іншої чи від однієї фірми до іншої, коли створюється нова компанія.
- Потенційна здатність до спонтанної мутації, як в економічному світі зазвичай розуміють інновацію, перш за все, але аж ніяк не завжди, технологічна.
- Змагання за ресурси між індивідами всередині певного виду, за результатами якого, якщо йдеться про довшу тривалість життя і продовження роду, визначається, які компанії зостануться.
- Механізм природного відбору шляхом ринкового розподілу капіталів і людських ресурсів, а також можливої загибелі, у разі низьких показників, тобто «диверсифіковане виживання».
- Можливість для створення нових видів, що підтримує біорізноманітність шляхом створення цілком нових різновидів фінансових інституцій.
- Можливість для вимирання, коли вмирає цілий вид.

Фінансова історія за своєю сутністю є результатом інституційних мутацій і природного відбору. Не останню роль відіграють випадкові «самопливи» (інновації чи мутації, які не стали наслідком природного відбору, а просто трапилися) і «течії» (інновації чи мутації, які спричинені тим, що, скажімо, якісь американські практики переймаються китайськими банками). Ще буває «співеволюція», коли різні фінансові види спільно працюють і адаптуються (як гедж-фонди і їхні первинні брокери). Але головною рушійною силою є ринковий відбір. Фінансові організми змагаються один з одним за обмежені ресурси. У певний час у певному місці певний вид може стати домінантним. Але запровадження інновацій конкурентними видами чи поява зовсім нових видів стоїть на заваді затвердженню будь-якої постійної ієрархії чи монокультури. Загалом можна сказати, що тут спрацьовує закон виживання найсильніших. Інституції із вбудованим «егоїстичним геном», котрі репродукуються і здатні подовжувати термін життя, зазвичай процвітають і успішно переживають негаразди⁵⁴⁴.

Зауважте, що це необов'язково завершиться еволюцією в досконалий організм. Домінування можна досягнути і «доволі доброю» мутацією, якщо вона відбудеться в належному місці в належний час, бо еволюційний процес є дуже чутливим до вихідних умов: тобто навіть невелика перевага на старті може вилитися у тривалий період домінування, навіть якщо ця перевага не була оптимальна. Варто пам'ятати також про те, що у світі природи еволюція не є прогресивною, як колись вважали (зокрема, послідовники Герберта Спенсера). Примітивні фінансові форми життя, як от акули-лихварі, не підуть у забуття, як і мікроскопічні прокаріоти, які становлять більшість видів на Землі. Розвинута в процесі еволюції складність устрою не захищає ані живі організми, ані фірми від вимирання — це доля більшості видів тварин і рослин.

Треба визнати, що еволюційна аналогія не є досконалою. Коли у світі природи один організм поглинає інший, ідеться лише про поїдання, тоді як у світі фінансових послуг злиття і придбання інших компаній може бути прямим шляхом до мутації. Фінансові організми не мають нічого, що могло б відповідати ролі сексуальної репродукції у тваринному світі (хоча для позначення деяких фінансових операцій часто вживають просторічну лексику на тему сексу). Більшість фінансових мутацій пов'язані з навмисними, свідомими інноваціями, а не з довільними змінами. Оскільки компанія впродовж свого життя може адаптуватися до змін, які відбуваються навколо неї, фінансова еволюція (як і культурна) за

характером вкладається радше в концепцію Ламарка, а не Дарвіна. Дві інші ключові відмінності ми розглянемо далі. Утім, еволюція, безперечно, пропонує кращу модель для розуміння фінансових змін з усіх, що ми маємо.

Дев'яносто років тому німецький соціаліст Рудольф Гільфердінг передбачив невблаганний рух у напрямку більшого зосередження власності, яке він назвав фінансовим капіталом⁵⁴⁵. За поширеною тенденцією, на фінансовий розвиток насправді дивляться з вигідної позиції великих успішних компаній, яким пощастило вижити. Вважається, що різноманітні дрібні компанії на родинному дереві «Сітігруп» (їхнє походження простежується до часу заснування «Сіті бенк оф Нью-Йорк» (City Bank of New York) у 1812 р.) із часом злилися воєдино на спільному стовбурі нинішнього конгломерату. Проте буде помилкою саме так дивитися на довготривалу фінансову еволюцію, адже вона має починатися зі спільного стовбура. Періодично зі стовбура виростають гілки, які еволюціонують у нові різновиди банків та інших фінансових інституцій. Не так уже й важливо, що на цьому шляху певні компанії успішно поглинають дрібніші фірми. Згідно з еволюційним поступом, тварини поїдають одна одну, але це не є рушійною силою за еволюційними мутаціями і виникненням нових видів і підвидів. Важливо, що масштабні й могутні підприємства не завжди є рушійною силою фінансової історії. Значно частіше справжній поштовх дають процеси творення нових видів (під час яких виникають нові різновиди компаній), а також настільки ж повторюваний процес «креативного руйнування» (під час якого слабші компанії вимирають).

Візьмемо до прикладу роздрібні й комерційні банки, серед яких досі зберігається значне «біорізноманіття». Попри те, що існують такі гіганти, як «Сітігруп» і «Банк Америки», на ринках Північної Америки та Європи сектор роздрібних банківських послуг досі доволі фрагментований. За останні роки найбільше змін зазнав сектор кооперативних банківських послуг, у якому спостерігався високий рівень укрупнень (особливо після кризи ощадно-кредитних товариств у 1980-х рр.), а більшість інституцій перейшли в акціонерне володіння. Коли я тільки почав думати про це, єдиним видом банків у розвинутих країнах, які, здавалося, стоять на межі вимирання, були державні банки, оскільки тоді світ охопила хвиля приватизацій. Але фінансова криза все змінила. Починаючи з націоналізації банку «Нозерн рок», державне володіння голосно заявило про своє

повернення. Коли я писав оновлену післямову для видання у м'якій палітурці, вірогідність того, що уряд США буде змушений узяти під контроль «Сітібанк», «Банк Америки» та інші інституції на межі неплатоспроможності, видавалася цілком реальною.

В усьому іншому йдеться про утворення нових видів, розквіт нових типів фінансових інституцій — саме те, чого ми очікуємо від правдивої еволюційної системи. Виникло багато нових компаній, орієнтованих на вузькоспеціалізовані фінансові послуги, особливо у сфері споживчих фінансів (наприклад, «Кепітал ван» (Capital One)). Нині низка нових установ працюють у сфері обслуговування ринку приватних банківських послуг. Прямі банківські послуги (через телефон та інтернет) — це ще один відносно новий феномен, який швидко розвивається. Навіть попри те, що у сфері інвестиційних банківських послуг оформилися свої гіганти, тут також розвиваються і процвітають нові й жваві види, як-от гедж-фонди, приватні акціонерні товариства. А ще, як ми бачили в розділі 6, країни-експортери готових товарів і енергії, чії резерви твердої валюти швидко збільшуються, створюють суверенні фонди нового покоління.

Розвиваються не лише нові форми фінансових компаній, а ще й нові форми фінансових активів і послуг. За роки перед 2007-м значно зросли апетити інвесторів до цінних паперів, забезпечених іпотеками та іншими активами. Неймовірно зросло також використання деривативів, більшість із яких купувалися і продавалися напряму, в обхід біржі, і створювалися на замовлення окремих клієнтів — ця тенденція, хоча й була прибутковою для торгівців деривативами, проте також мала неприємні та незаплановані наслідки, через відсутність будь-яких стандартів для цих інструментів, а також через високу вірогідність судових позовів у випадку кризи.

Говорячи мовою еволюції, сектор фінансових послуг таким чином нібито пережив 20 років кембрійського вибуху, коли наявні види процвітали, а кількість нових значно зросла. Як і у світі природи, існування гігантів не завадило еволюції й дальшому існуванню дрібніших видів. Розмір — це ще не все, як у світі фінансів, так і у світі природи. Насправді саме складності, які виникають у зв'язку зі збільшенням і ускладненням організації державних компаній (втрати від масштабу пов'язані з бюрократією, а тиск пов'язаний із необхідністю щоквартальних звітів), уможлиблюють розвиток нових форм приватних компаній. Для еволюції не важливий ані ваш розмір, ані (до певної міри) ваша організаційна складність. Важливо

лише те, наскільки добре ви виживаєте і репродукуєте власні гени. Відповідником цьому у світі фінансів буде — наскільки багато ви заробляєте на акціях і наскільки багато породжуєте імітаторів, які використовують подібну до вашої бізнес-модель.

У фінансовому світі мутації та виникнення видів зазвичай стають еволюційними відповідями на зовнішнє середовище й конкуренцію, а природний відбір визначає, які саме нові риси поширюватимуться. Іноді, як і у світі природи, еволюційний процес різко переривався геополітичними потрясіннями і фінансовими кризами. Різниця, звісно, полягає в тому, що в той час як астероїди (на зразок того, який винищив 85 % видів наприкінці крейдяного періоду) є потрясіннями ззовні, фінансові кризи породжуються всередині фінансової системи. Велика депресія 1930-х рр. і Велика інфляція 1970-х рр. вирізняються як періоди найвідчутніших розривів, за якими слідували «масові вимирання», на зразок банківської паніки 1930-х рр. і банкрутств ощадно-кредитних спілок 1980-х рр.

Щось подібне, очевидно, відбувається й у наш час. Різке погіршення умов кредитів і падіння цін на активи, що почалися влітку 2007 р., постали гострою проблемою для багатьох гедж-фондів, адже тепер вони стали дуже вразливими, особливо якщо інвестори вимагали повернути їм вклади. Навіть дехто з тих (зокрема, «Цитадель» Кена Гріффіна), що на початку кризи почувалися доволі добре, у 2008 р. зазнали великих збитків. Але важливішою рисою тієї фінансової кризи був її катастрофічний вплив на банки. Міжнародний валютний фонд оцінив збитки, яких зазнали у світі через американські цінні папери, забезпечені активами та іншими формами ризикованих боргів, приблизно у 2,2 трлн доларів. На час написання (лютий 2009 р.) близько 1,1 трлн доларів було визнано списаними з рахунків (стільки збитків було зареєстровано), що означає: на поверхню вийшла інформація лише про половину збитків. Від початку кризи американські банки списали боргів на 494 млрд доларів і залучили близько 448 млрд доларів нового капіталу, отже, нестача становить трохи менше за 50 млрд доларів. Оскільки зазвичай банки орієнтуються на співвідношення капіталу до активів, яке є значно меншим за 10 %, із цього випливає, що балансові звіти доведеться скоротити аж на 500 млрд доларів. Проте через руйнацію так званої тіньової банківської системи з її позабалансовими утвореннями, як-от структуровані інвестиційні компанії та канали, таке скорочення стало дуже проблематичним, адже всі їхні активи та зобов'язання тепер опинилися в балансових звітах банків. Крім того,

клієнти з-поза фінансової сфери використовували кредитні лінії, щодо яких існували попередні домовленості, щоб збільшити свою ліквідність, чим спричинили подальше збільшення банківських активів.

Ця криза виявила істотні вади в адекватності міжнародних угод (Базель I і II)⁷² про управління банківським капіталом. Наприклад, на сьогодні у Європі банківський капітал у середньому становить значно менше ніж 10 % від активів (імовірно, лише 4 %), до порівняння: на початку ХХ ст. це було 25 %. Іншими словами, в останні роки напередодні кризи показник середнього капітального важелю (співвідношення активів до капіталу) зміг значно злетіти. Наприклад, на вересень 2008 р. співвідношення активів до капіталу «Банку Америки» становило 73,7:1 (тобто капітал дорівнював лише 1,4 % від його активів). Якщо б сюди додали ще зобов'язання, відсутні в балансових звітах, це співвідношення злетіло б до приголомшливих 134:1. Це було лише частиною загального боргового вибуху, який означав би, що сукупний борг (фінансовий, корпоративний, борг домогосподарств і уряду) зріс зі 160 % ВВП у 1974 р. до понад 350 % ВВП у 2008 р. Що означало для економіки зростання боргу домогосподарств, можна побачити з того факту, що, якби не стимули до споживання, забезпечені коштами, отриманими під заставу нерухомості, рівень реального зростання економіки США в період президентства Джорджа Буша-молодшого становив би приблизно 1 % на рік. Доба цього викривленого співвідношення добігає завершення.

Фінансова криза розбила надії й тих, хто вважав, що відділивши ризики від управління балансовими звітами, зможе оптимально розподілити ризики по всій фінансовій системі. Здається, трапилося протилежне: тепер неймовірна концентрація ризиків збирається в самому серці фінансової системи. Ба більше, система сек'юритизації (на яку, на піку її становлення, припадало близько 20 % усіх створених кредитів) виявилась несподівано вразливою.

Говорячи мовою еволюції, ця криза вже спричинила одне велике вимирання. Зникли американські інвестиційні банки, які колись були головними гравцями на Волл-стрит: вони або збанкрутували (як банк «Леман бразерз»), або їх поглинули комерційні банки («Беар Стернс» і «Меррілл Лінч»), або ж їх заради виживання змусили перетворитися на банківські холдингові компанії («Голдман Сакс» і «Морган Стенлі»). Тим часом, здається, що й компанії, які спеціалізуються на страхуванні облігацій, також приречені зникнути. В інших секторах економіки радше

Йдеться про зменшення популяції, а не про цілковите вимирання. Видається маловірогідним, що по обидва боки Атлантики криза мине без подальших об'єднань і поглинань комерційними банками, коли відносно сильніші пожирають відносно слабших. Насправді минулого року Кен Льюїс із «Банку Америки» передбачив, що з 8500 американських банків кризу переживе половина. Утім, проблеми, які почалися в самого Льюїса після придбання «Мерілл Лінч», не дуже заохочують потенційних покупців. Кількість гедж-фондів зменшиться щонайменше на третину, коли інвестори залишать найслабші з них або коли їх поглинуть сильніші⁷³.

Видається вірогідним і те, що після завершення кризи виникнуть нові форми фінансових інституцій. Як припустив Ендрю Ло, «як і під час минулих лісових пожеж, які спустошили ринки, ми, можливо, побачимо неймовірно буряння флори і фауни після того, як усе вляжеться»⁵⁴⁶. Це може бути просто ідеальним шансом заснувати старий добрий торговий банк, діяльність якого була присвячена переважно встановленню добрих відносин, а не банківським операціям, і націлена на розбудову довіри, яку так багато поважних банків останнім часом втратило.

Є ще одна велика відмінність між природою і фінансами. Тоді як еволюція в біології відбувається у природному середовищі, де зміни трапляються довільно (звідси походить створений Річардом Довкінсом образ сліпого годинникаря), еволюція фінансових послуг відбувається у встановлених регуляторах межах, де (застосовуючи вираз, поширений серед креаціоністів-антидарвіністів) не останню роль відіграє «розумний задум». Несподівані зміни в нормативно-правовому середовищі значно відрізняються від різких змін у макроекономічному середовищі, аналогічні змінам у довкіллі у світі природи. Різниця знову ж таки полягає в тому, що нормативно-правові зміни є радше внутрішніми, оскільки ті, хто за них відповідає, нерідко є бракон'єрами, які стали єгерями, а тому добре розуміють, як працює приватний сектор. Проте результат подібний до кліматичних змін у біологічній еволюції. Нові правила і закони можуть несподівано перетворити колись ефективні особливості на шкідливі. Наприклад, злет і занепад ощадно-кредитних товариств був здебільшого результатом змін у нормативно-правовій базі США. Зміни нормативно-правової бази на початку кризи 2007 р. також можуть мати відносно непередбачувані наслідки.

Заявлені наміри більшості регуляторів полягають у підтримці стабільності

всередині сектору фінансових послуг, таким чином захищаючи клієнтів, яких обслуговують банки, і «реальну» економіку, підтриману промисловістю. Компанії, що перебувають за межами фінансового сектору, вважаються менш системно важливими для економіки загалом і менш критичними для життєдіяльності споживача. Таким чином, обвал головних фінансових інституцій, під час якого роздрібні клієнти втратять свої депозити, є тією подією, якої будь-який регулятор (і політик) воліє уникнути за будь-яку ціну. Від серпня 2007 р. набувало актуальності старе запитання про те, наскільки відкриті, а також приховані обіцянки держави рятувати банки породжують проблему ризику моральної безвідповідальності, коли фінансові інституції захоплюються до надмірних ризиків, через те, що сподіваються на втручання держави, яка відверне проблему з ліквідністю і навіть неплатоспроможність, якщо вважатиме інституцію надто важливою, щоб дозволити їй збанкрутувати (а отже, надто політично чутливою або такою, банкрутство якої потягне за собою банкрутство інших компаній). Проте з еволюційної точки зору проблема в іншому. Небажано будь-яку інституцію зачислити до категорії «надто важлива, щоб збанкрутувати», оскільки без періодичних нападів «креативного руйнування» еволюційний процес перерветься. Досвід Японії 1990-х рр. є прикладом, котрий має нагадувати законодавцям і регуляторам про те, що весь банківський сектор може перетворитися на своєрідну економічну диктатуру, якщо підтримувати фінансові інституції, незважаючи на їхню неефективність, а серйозні борги не списувати. Здоровий глузд підказує, що у вересні 2007 р. не можна було дозволяти банку «Леман бразерз» збанкрутувати. А втім, важко уявити, як у той час можна було врятувати і «Меррілл Лінч», і «Леман бразерз». Безперечно, міністерство фінансів США недооцінило наслідки банкрутства «Леман бразерз», особливо для іноземних власників облігацій. З другого боку, як міністерство могло б забезпечити ухвалення закону, яким запроваджувалася Програма порятунку проблемних активів на 700 млрд доларів, якби не відчутне погіршення кризи після банкрутства «Леман бразерз»?

Кожне потрясіння фінансової системи призводить до жертв. Сам по собі природний відбір має працювати таким чином, щоб швидко прибирати з ринку найслабші інституції, які зазвичай поглинають успішні. Але більшість криз також породжує нові правила і регламенти, коли законодавці й представники регуляторних органів поспішають стабілізувати фінансову систему і захистити споживача/виборця. Важливо, щоб занадто застережливі правила не могли і навіть не намагалися усунути саму

можливість вимирання. Як Джозеф Шумпетер написав понад 70 років тому: «Ця економічна система не може обійтися без останнього доводу на користь повного знищення тих утворень, які постійно вважаються безнадійно нездатними пристосовуватися». На його думку, це означало не що інше, як зникнення «тих компаній, які не пристосовані до життя»⁵⁴⁷.

Залишається подивитися, чи надзвичайні заходи, до яких вдалися уряди західних країн із вересня 2008 р., матимуть бажані наслідки і зможуть запобігти повному краху фінансової системи, а чи вони насправді лише перешкоджатимуть процесу фінансової еволюції. У США Федеральна резервна система фактично скоротила мінімальну облікову ставку до нуля. Спільно з міністерством фінансів і надмірно перевантаженою Федеральною корпорацією страхування депозитів вона надала фінансовим інституціям позик, капітальних вливань і гарантій на суму близько 8 трлн доларів. Створена ФРС програма Нагального кредитування під заставу забезпечених активами цінних паперів також надає 1 трлн доларів для відновлення процесу сек'юритизації позик. Утім, зважаючи на те, що створений у лютому Громадський фонд приватних інвестицій, швидше за все, може не впоратися із цим завданням, знадобиться більше грошей на рекапіталізацію банків чи їх повну націоналізацію. Проти всіх цих заходів, спрямованих на порятунок фінансової системи, запланований адміністрацією Обама фіскальний стимул у 787 млрд доларів видається дріб'язком.

За порятунок коштом держави доведеться розплачуватися контролем з боку держави: американські банки вже зараз відчувають обмеження свободи своїх дій, бо не можуть сплачувати бажану винагороду директорам і винаймати іноземних експертів. Чи це є ознакою повернення до урядового контролю за фінансовою сферою, який востаннє траплявся під час світових війн? Безперечно, у певному розумінні фінансова криза відкинула нас назад у 1940-ві рр. Безпосереднім наслідком усіх цих витрат буде величезне збільшення державного дефіциту, який, як очікується, перевищуватиме 12 % ВВП чи 44 % сукупних федеральних витрат 2009 р. Розрив між видатками і податковими зборами від часів Другої світової війни не був настільки великим. На час написання книжки таємницею залишається те, хто ж саме купуватиме нові облігації американського уряду на 1,75 трлн доларів? Віддані ким американському партнерству китайці? Чи американські домогосподарства, які раптово заходилися заощаджувати? Чи озброєна друкарським верстатом Федеральна резервна система?

Коли я писав цю книжку, мене часто запитували, чи правильно я назвав її. Декому «Еволюція грошей» може видатися недоречно оптимістичною назвою (особливо, якщо вони не вловили алюзії на документальний серіал Джейкоба Броновскі «Піднесення людини») посеред найгіршої фінансової кризи від часів Великої депресії. Утім, читач уже мав би зрозуміти, наскільки далеко просунулася наша фінансова система з часів свого виникнення в середовищі позикодавців Месопотамії. Безперечно, на цьому шляху були невдачі, сутички і вимирання. Але навіть найгірші з них не змусили нас зійти із цього шляху. Хоча лінія розвитку фінансової історії нагадує зубці пилки, та все ж її траєкторія, безумовно, спрямована вгору.

Я так само міг би віддати належне Чарльзові Дарвіну, назвавши свою книжку «Походження фінансів», адже історія, яку я розповідаю, є еволюційною за своєю сутністю. Коли ми знімаємо гроші з банкоматів, або інвестуємо частину щомісячної зарплати в облігації та акції, або страхуємо свої авто, або беремо іпотечний кредит під заставу нерухомості, або відмовляємося від «вітчизняного ухилу» на користь посталих ринків, ми виконуємо операції, коріння яких сягає сивої давнини.

Сьогодні дехто говорить про «смерть капіталізму» чи «кінець вільного ринку» так, ніби держава є альтернативою фінансових ринків. Фактично, з огляду на сказане вище вже зрозуміло: історія демонструє, що між державами і фінансовими інноваціями завжди існували символічні відносини. Насправді без крайнощів державних фінансів ніколи б не відбулося більшості з тих фінансових інновацій, завдяки яким були створені центральні банки, ринок облігацій і фондові біржі. Я більше ніж переконаний у тому, що доти, поки ми остаточно не з'ясуємо походження фінансових видів, ми ніколи не зрозуміємо фундаментальної істини про гроші: фінансові ринки є аж ніяк не «монстром, якому треба вказати його місце», як нещодавно скаржився німецький президент⁵⁴⁸, вони більше схожі на люстерко людства, яке щогодини кожного робочого дня показує, наскільки високо ми цінуємо себе і ресурси навколишнього світу.

Не варто нарікати на люстерко, якщо в ньому віддзеркалюється не лише наша краса, а й наші вади.

71 Як сказав Пітер Бернстай, «ми збираємо дані з минулого... але ці дані... являють собою радше послідовність подій, а не низку незалежних спостережень, яких вимагають закони імовірності. Історія надає нам лише одну добірку... ринку капіталів, а не тисячі окремих і довільно розподілених». Та сама проблема (що, по суті, існує всього лише одна добірка), звісно, дошкуляє геології, більш просунутій історичній науці, ніж фінансова історія, як зазначив Леррі Ніл.

72 За правилами угоди «Базель I» 198 р., активи банків поділяються на п'ять категорій, відповідно до кредитного ризику, при чому ризик може становити від 0 % (наприклад, так оцінюються внутрішні урядові облігації) до 100 % (корпоративний борг). Міжнародні банки мусять володіти капіталом, який становить 8 % від їхніх активів, із урахуванням ступеня ризику. Угода «Базель II» була вперше оприлюднена у 2004 р., але країни світу визнавали її доволі поступово. Вона встановлювала складніші правила, розрізняючи кредитні ризики, операційні і ринкові ризики, для останніх з яких використовувались моделі «суми під ризиком» (VaR). У світлі подій 2007–2008 рр., виглядає досить іронічним, що ризики, пов'язані з ліквідністю, об'єднані з іншими ризиками під заголовком «залишкові ризики». Такі правила неминуче мали вступити у конфлікт зі стимулом, за яким усі банки мали мінімізувати свій капітал, а отже, збільшити дохід від акцій.

73 За словами Ендрю Ло, «гедж-фонди — це Галапагоські острови фінансового світу... Рівень інновацій, еволюції, змагання, адаптації, народжень і смертей — увесь спектр еволюційних феноменів відбувається тут із неймовірною швидкістю».

Подяки

Хоча тексти пишуться на самоті, жодна книжка не є результатом праці однієї людини. Я вдячний працівникам таких архівів: Амстердамського історичного музею, Національної бібліотеки в Парижі, Британського музею в Лондоні, Музею бавовни на Мемфіській бавовняній біржі, Національного архіву Голландії в Гаазі, Музею штату Луїзіана, Архіву Медичі в Архіві міста Флоренції, Національного архіву Шотландії в Единбурзі, Національної бібліотеки у Венеції, Архіву Ротшильда в Лондоні, а також Архіву «Скоттіш відоус» в Единбурзі. Чимало дослідників і бібліотекарів щедро відгукнулися на мої прохання про допомогу. Зокрема, я хочу подякувати Мелані Еспі, Тристрамові Кларку, Флоренс Грошенс, Франческо Гвіді-Брусколи, Грегові Ламбоузлі, Валері Моар, Лізбет Страссер, Джонатанові Тейлору і Лодевейкові Вагенару. Неоціненну допомогу в дослідженні мені надав Ендрю Ново.

Спеціальна подяка групі фінансових експертів, які погодилися дати інтерв'ю під запис: Домінго Кавальйо, Джозефові Ді Фатта, Джонови Еліку, Кеннетові Гріффіну, Вільямові Гроссу, Хосе Піньєрі, лордові Ротшильду, серу Евелінові де Ротшильду, Річардові Скрагтсу, Джорджеві Соросу, Джорджеві Стівенсону, Кармен Веласко, Полові Волкеру, Шеррон Воткінс і Робертів Зелліку. Я також багато дізнався під час неформального спілкування з численними учасниками подій, організованих банком «Морган Стенлі» і «Джі-ел-джі партнерс» (GLG Partners).

Дякую видавництву «Пенгвін бук» (Penguin book) по обидва боки Атлантики. Для мене було приємністю і привілеєм спершу працювати з нью-йоркською редакторкою Енн Годофф. Саймон Віндер із лондонського відділення відповідав за те, щоб до готової книжки не потрапило жодного незрозумілого терміна. Літературний редактор Майкл Пейдж досконало вичитав мій текст. Також маю подякувати Річардові Дугіду, Рут Стимсон, Роузії Глешьєр, Еліс Доусон, Гелен Фрейзер, Стефанові Макґрату, Рут Пінкні та Пенелопі Воґлер.

Як і три мої попередні книжки, «Еволюція грошей» від самого початку планувалося не лише як книжка, а і як телевізійний серіал. Я вдячний

працівникам «Ченнел 4» (Channel 4): Джуліанові Белламі, Кевінові Лайго, Ральфові Лі та найбільше — Гемішеві Майкурі. Наші нечасті суперечки завжди сприяли творчому процесу. На нью-йоркському «Дабл-ю Нет/Ченнел 13» (W-NET/Channel 13) безцінну підтримку мені надавав Стівен Сегаллер. Я особливо вдячний фандрейзинговій команді «Ченнел 13», яку очолює Барбара Бентівольйо, за всі їхні зусилля. Ані серіал, ані книжка не з'явилися б, якби не робота дивовижної команди, яку зібрала «Кимерика медіа» (Chimerica Media), — серед них: наш незрівнянний оператор Дьюальд Окема, дослідниця Розалінд Бентлі, помічник оператора Воган Метьюс, тимчасові звукооператори Пол Парагон і Рональд ван дер Спек, помічниця продюсера Джоанна Поттс, наша керівниця виробничого процесу Вів'ен Стіл і координаторка виробничого процесу Шарлотта Вілкінс, варто згадати і її попередницю Гедду Арчболд. Що ж до моїх колег-кимериканців Мелані Фолл і Едріана Пенника — достатньо сказати, що без них серіал «Еволюція грошей» ніколи б не стартував.

Серед тих, хто допомагав нам зі зйомками серіалу, було багато людей, готових відкласти свої справи, щоб залагоджувати проблеми, якщо ті виникали. Я вдячний Серхіо Баллівіану, Рудрі Бенерджі, Матіасові де Са Морейра, Макарені Гальярді, Лоренсові Гранту, Хуанові Гаррінгтону, Фернандо Мекленбургу, Александрі Санчез, Тиціані Тортароло, Халіфові Троупу, Себастьяно Вентуро і Елко Вейзелару. Мій друг Кріс Вілсон стежив за тим, щоб я не пропустив жоден переліт.

Мені неймовірно пощастило, що я маю найкращого у світі літературного агента в особі Ендрю Вайлі та його колежанку за цехом на британському телебаченні Сью Ейтон. Я також вдячний Джеймсові Пуллену і його команді в лондонському та нью-йоркському представництвах агентства Вайлі.

Декілька істориків, економістів і фінансових експертів щедро погодились прочитати чорновий варіант рукопису повністю або якусь його частину. Хочу подякувати Раві Абделалу, Свеніві Бекерту, Юєнові Камерону Ватту, Річардові Карті, Рафаєлеві Дителлі, Могамедові Ель-Еріану, Мартінові Фельдстейну, Бенджамінові Фрідману, Бриггіте Гранвій, Лоренсові Котлікоффу, Робертіві Лайтану, Джорджеві Магнусу, Девідові Майлзу, Девідові Моссу, Іану Махерджі, Грегові Петерсу, Річардові Сайлла, Річардові Робертсу, Вільямові Сильберу, Андре Стерну, Еммануель Роман, Лоренсові Саммерсу, Нассімові Талебу, Пітерові Теміну, Пітерові Тілю і

Джеймсові Тишу. Зрозуміло, що всі помилки у фактах та інтерпретаціях, які лишилися, — цілком на моїй совісті.

Це дослідження і писання тексту відбувалося в період значного емоційного неспокою. Без розуміння і підтримки трьох академічних інституцій у мене просто нічого б не вийшло. Згадуючи Оксфордський університет, я б хотів подякувати директорові та дослідникам коледжа Ісуса, їхнім колегам із коледжа Оріел, а також бібліотекарям Бодлеанської бібліотеки. У Стенфордському Інституті Гувера я вдячний директорові Джону Рейзіану, а також його досконалим працівникам, зокрема Джеффові Бліссу, Вільямові Боннетту, Ноелеві Колаку, Річардові Соузі, Селесті Сето, Деборі Вентурі та Денові Вільгельмі. Серед дослідників Інституту Гувера, які допомагали або надихали мене: Роберт Барро, Стівен Габер, Елвін Рабушка і Баррі Вейнгаст.

Утім, найбільше я зобов'язаний моїм колегам із Гарварду. Якщо я почну індивідуально дякувати всім викладачам кафедри історії Гарвардського університету, список вийде занадто довгим, тож дозвольте обмежитися лише тими, хто напяму долучився до цього проекту. Мій друг Чарльз Маєр був постійним джерелом натхнення. Джим Генкінс запропонував допомогу і виявив гостинність у Флоренції. Хочу також подякувати Девідові Армїтеджу, Ерезові Манелі, Ернестові Мею і Деніелеві Сардженту (який, на жаль, залишив нас, перейшовши до Берклі) за те, що перетворили міжнародну історію на ідеальне середовище для міждисциплінарних історичних досліджень. Ендрю Гордон і його наступник Джеймс Клоппенберг надзвичайно вміло очолювали кафедру історії, виявляючи розуміння і чуйність. І звісно, без Джанет Гетч та її співробітників дослідження і викладання були б неможливі, щонайменше за однієї з трьох змін адміністрації.

У Центрі європейських студій мені пощастило перебувати в одному приміщенні та ділитися думками з Девідом Блекборном, Мішель Вайцель, Маєю Джасаноф, Полом Дзусом, Деніелем Зиблаттом, Патрис Ігонне, Стенлі Гоффманом, Патрисією Крейг, Каталіною Орлуц, Анною Попел, Синді Скетч і Сенді Салеські.

Упродовж 2006–2007 рр. моїм колегам із Гарвардської бізнес-школи довелося взяти на себе максимальне навантаження. Я найбільше вдячний деканові Джеєві Лайту за його людяне ставлення до мене під час особистої

кризи. Але я так само вдячний усім співробітникам школи бізнесу і управління з відділення міжнародної економіки за те, що терпляче ставилися до моїх непередбачених від'їздів, особливо Річардові В'єтору, якого я наразив на неприємності, а також Раві Абделалу, Лорі Альфаро, Дієгові Коміну, Артурові Демтріху, Рафаелєві Дітеллі, Кетерін Дагган, Лакшмі Аєр, Ноелєві Мореру, Девідові Моссу, Альдо Мусаччо, Форестові Райнгардту, Джуліо Ротембергу, Дебрі Спар, Гуннарові Трамбуллу, Луїсу Велсу і Ерікові Веркеру. Зак Пеллертіті надавав мені надзвичайно важливу адміністративну допомогу.

Я також маю подякувати Стівенові Блумфільду та його колегам із Везергедського центру міжнародних відносин; Гремові Еллісону та всім із Белферського центру науки і міжнародних відносин; Клодії Голдін та іншим учасникам майстерні економічної історії; й останнім, але не за значенням, — Дороті Остін і Діані Ек та іншим мешканцям Лоуел-гаус.

Нарешті я дякую всім своїм студентам по обидва боки річки Чарльз, особливо тим, хто відвідував мої курси 10b, 1961, 1964 і 1965. Із їхніх численних письмових робіт, а також із незліченних офіційних і неофіційних бесід я зрозумів, що викладати в Гарварді — це неймовірне задоволення.

Коли я писав цю книжку, моя дружина Сьюзан боролася з наслідками важкої аварії та іншими негараздами. Я найбільше зобов'язаний їй, а також нашим дітям, Феліксові, Фреї та Лахланові. Шкодую, що не можу відплатити їм більш цінною монетою.

Кембридж, штат Массачусетс, червень 2008 р.

Примітки

Вступ

1 Точніше, зростання чистого прибутку на душу населення відбулося в період між третім кварталом 2006 р. і третім кварталом 2007 р. Відтоді дохід стояв на місці, й у період з березня 2007 р. до березня 2008 р. майже не зростав. Дані взяті з таблиці В-31 з Economic Report of the President 2007: <http://www.gpoaccess.gov/eop/>.

2 Carmen DeNavas-Walt, Bernadette D. Proctor and Jessica Smith, Income, Poverty and Health Insurance Coverage in the United States:2006(Washington, D.C., August 2007), p. 4.

3 We See Opportunity: Goldman Sachs 2007 Annual Report (New York, 2008).

4 Paul Collier, The Bottom Billion: Why the Poorest Countries Are Failing and What Can Be Done About It (Oxford, 2007).

5 David Wessel, 'A Source of our Bubble Trouble', Wall Street Journal, 17 January 2008.

6 Stephen Roach, 'Special Compendium: Lyford Cay 2006', Morgan Stanley Research (21 November 2006), p. 4.

7 Milton Friedman and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867–1960* (Princeton, 1963).

8 Міжнародна асоціація з дослідницьких опитувань Принстона для Національної фундації кредитних консультацій: 'Financial Literacy Survey', 19 April 2007: http://www.nfcc.org/NFCCSummaryReport_ToplevelFinal.pdf

9 Alexander R. Konrad, 'Finance Basics Elude Citizens', *Harvard Crimson*, 2 February 2008.

10 Associated Press, 'Teens still lack financial literacy, survey finds', 5 April, 2006: <http://www.msnbc.msn.com/id/12168872/>.

Розділ 1. За межами уяви

11 'A World without Money', *Socialist Standard* (July 1979). Цей уривок є перекладом з французької частини статті *Les Amis de Quatre Millions de Jeune Travailleurs, Un Monde sans Argent : Le Communisme* (Paris, 1975–6): http://www.geocities.com/_johngray/stanmond.htm.

12 Насправді Маркс з Енгельсом рекомендували не скасування грошей, а «централізацію кредиту в руках держави за посередництва національного банку з державним капіталом і винятковою монополією»: п'ятий пункт з «Маніфесту комуністичної партії».

13 Juan Forero, 'Amazonian Tribe Suddenly Leaves Jungle Home', 11 May, 2006: <http://www.entheology.org/edoto/anmviewer.asp?a=244>.

14 C. Smyth, *Francisco Pizarro and the Conquest of the Inca* (place to come, 2007 [1931]).

15 Michael Wood, *Conquistadors* (London, 2001), p. 128.

16 Яскравим свідченням позиції іспанців, яке доводить, що головним мотивом для них було золото, є лист Ернандо Пісарро до Королівської аудієнції (суду) в Санто-Домінго від листопада 1533 р.: Clements R. Markham (ed.) *Reports on the Discovery of Peru* (London, 1872), pp. 113–127.

17 M. A. Burkholder, *Colonial Latin America* (2nd edn., Oxford, 1994), p. 46.

18 J. Hemming, *Conquest of the Incas* (London, 2004), p. 77.

19 *Ibid.*, p. 355.

20 Wood, *Conquistadors*, pp. 38, 148.

21 Hemming, *Conquistadors*, p. 392.

22 P. Bakewell, A History of Latin America (2nd edn., Oxford, 2004), p. 186.

23 Hemming, Conquest, pp. 356 ff.

24 Див.: Alexander Murray, Reason and Society in the Middle Ages (Oxford, 2002), pp. 25–58.

25 Див.: Thomas J. Sargent and Francois R. Velde, The Big Problem of Small Change (Princeton, NJ, 2002).

26 Bakewell, History of Latin America, p. 182.

27 Mauricio Drelichman and Hans-Joachim Voth, ‘Institutions and the Resource Curse in Early Modern Spain’, paper presented at the CIAR Institutions, Organizations, and Growth Program Meeting in Toronto, 16–18 March, 2007.

28 Hans J. Nissen, Peter Damerow and Robert K. Englund, Archaic Bookkeeping: Early Writing and Techniques of Economic Administration in the Ancient Near East (London, 1993).

29 Я вдячний докторові Джону Тейлору з Британського музею за його вказівки і допомогу з розшифруванням клинопису. Я також багато дізнався з «віртуального музею» Мартіна Шубіка в Єлі:
<http://www.museumofmoney.org/babylon/>.

30 Glyn Davies, *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day* (Cardiff, 1994); Jonathan Williams, with Jow Cribb and Elizabeth Errington (eds.), *Money: A History* (London, 1997).

31 Див.: Marc Van De Mieroop, *Society and Enterprise in Old Babylonian Ur* (Berlin, 1992), а також есе у збірнику: Michael Hudson and Marc Van De Mieroop (eds.), *Debt and Economic Renewal in the Ancient Near East*, vol. III (Bethesda, MD, 1998); Jack M. Sassoon, Gary Beckman and Karen S. Rubinson, *Civilizations of the Ancient Near East*, vol. III (London, 2000).

32 William N. Goetzmann, 'Fibonacci and the Financial Revolution', NBER Working Paper 10352 (March 2004).

33 John H. Munro, 'The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rentes, and Negotiability', *International History Review*, 25, 3 (September 2003), pp. 505–562.

34 Щодо переваг, які дістали італійські міста, прихистивши єврейські общини, див.: Maristella Botticini, 'A Tale of "Benevolent" Governments: Private Credit Markets, Public Finance, and the Role of Jewish Lenders in Renaissance Italy', *Journal of Economic History*, 60, 1 (March 2000), pp. 164–189.

35 Frederic C. Lane, *Venice: A Maritime Republic* (Baltimore, 1973), p. 300.

36 Idem, 'Venetian Bankers, 1496–1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking', *Journal of Political Economy*, 45, 2 (April 1937), pp. 187–206.

37 Benjamin C. I. Ravid, 'The First Charter of the Jewish Merchants of Venice', *AJS Review*, 1 (1976), pp. 190ff.

38 Idem, 'The Legal Status of the Jewish Merchants of Venice, 1541–1638', *Journal of Economic History*, 35, 1 (March 1975), pp. 274–279.

39 Rhiannon Edward, 'Loan Shark Charged 11m per cent Interest', *Scotsman*, August 18, 2006.

40 John Hale, *The Civilization of Europe in the Renaissance* (London, 1993), p. 83.

41 Gene A. Brucker, 'The Medici in the Fourteenth Century', *Speculum*, 32, 1 (Jan. 1957), p. 13.

42 John H. Munro, 'The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rentes, and Negotiability', *International History Review*, 25, 3 (September 2003), pp. 505–562.

43 Richard A. Goldthwaite, 'The Medici Bank and the World of Florentine Capitalism', *Past and Present*, 114 (Feb. 1987), pp. 3–31. Про обставини сходження Медічі див.: Raymond de Roover, *The Rise and Decline of the Medici Bank, 1397–1494* (Cambridge MA, 1963), pp. 9–34.

44 Venetian State Archives, *Mediceo Avanti Principato*, MAP 133, 134, 153.

45 Franz-Josef Arlinghaus, 'Bookkeeping, Double-entry Bookkeeping', in Christopher Kleinhenz, *Medieval Italy: An Encyclopedia*, vol. I (New York, 2004). Перша книжка, у якій описувався цей метод, — це праця Benedetto Cotrugli «Il libro dell'arte di mercatura», оприлюднена в 1458 р.

46 Raymond de Roover, 'The Medici Bank: Organization and Management', *Journal of Economic History*, 6, 1 (May 1946), pp. 24–52.

47 Venetian State Archives, Archivio del Monte, Catasto of 1427. Я вдячний доктору Франческо Гвіді за його вказівки щодо документів Медічі у Флорентійському державному архіві.

48 Raymond de Roover, 'The Decline of the Medici Bank', *Journal of Economic History*, 7, 1 (May 1947), pp. 69–82.

49 Stephen Quinn and William Roberds, 'The Big Problem of Large Bills: The Bank of Amsterdam and the Origins of Central Banking', *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper*, 2005–16 (August 2005).

50 Див. наприклад: Peter L. Rousseau and Richard Sylla, 'Financial Systems, Economic Growth, and Globalization', in Michael D. Bordo, Alan M. Taylor and Jeffrey G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective* (Chicago / London, 2003), pp. 373–416.

51 Див., Charles P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe* (London, 1984), p. 94.

52 Walter Bagehot, Lombard Street: A Description of the Money Market (London, 1873).

53 Цитується за: Kindleberger, Financial History, p. 87.

54 Niall Ferguson and Oliver Wyman, The Evolution of Financial Services: Making Sense of the Past, Preparing for the Future (London / New York, 2007), p. 34. Про складний показник глобальної ліквідності див. також с. 40.

55 Ibid.,p. 63.

56 Ibid.,p. 48.

57 <http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>.

58 Lord [Victor] Rothschild, Meditations of a Broomstick (London, 1977), p. 17.

Розділ 2. Тягар пристрастей людських

59 David Wessel and Thomas T. Vogel Jr., ‘Arcane World of Bonds is Guide and Beacon to a Populist President’, Wall Street Journal, 25 February, 1993, p. A1.

60 Raymond Goldsmith, *Premodern Financial Systems* (Cambridge, 1987), pp. 157ff., 164–169.

61 Див.: M. Veseth, *Mountains of Debt: Crisis and Change in Renaissance Florence, Victorian Britain and Postwar America* (New York/Oxford, 1990).

62 John H. Munro, 'The Origins of the Modern Financial Revolution: Responses to Impediments from Church and State in Western Europe, 1200–1600', *University of Toronto Working Paper*, 2 (6 July, 2001), p. 7.

63 James MacDonald, *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy* (New York, 2003), pp. 81ff.

64 Jean-Claude Hocquet, 'City-State and Market Economy', in Richard Bonney (ed.), *Economic Systems and State Finance* (Oxford, 1995), pp. 87–91.

65 Jean-Claude Hocquet, 'Venice', in Richard Bonney (ed.), *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200–1815* (Oxford, 1999), p. 395.

66 Frederic C. Lane, *Venice: A Maritime Republic* (Baltimore, 1973), p. 323.

67 Frederic C. Lane, 'Venetian Bankers, 1496–1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking', *Journal of Political Economy*, 45, 2 (April 1937), pp. 197f.

68 Munro, 'Origins of the Modern Financial Revolution', pp. 15f.

69 Martin Körner, 'Public Credit', in Richard Bonney (ed.), *Economic Systems and State Finance* (Oxford, 1995), pp. 520f., 524f. Див.також: Juan Gelabert, 'Castile, 1504–1808', in Richard Bonney (ed.), *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200–1815* (Oxford, 1999), pp. 208ff.

70 Marjolein 't Hart, 'The United Provinces 1579–1806', in Richard Bonney (ed.), *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200–1815* (Oxford, 1999), pp. 311ff.

71 Douglass C. North and Barry R. Weingast, 'Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England', *Journal of Economic History*, 49, 4 (1989), pp. 803–32. Класичним дослідженням про британську фінансову революцію є праця Р. Г. М. Dickson, *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit, 1688–1756* (London, 1967).

72 Найкращим дослідженням фінансової кризи за старого порядку є праця J. F. Boshier, *French Finances, 1770–1795* (Cambridge, 1970).

73 Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason* (Cambridge, 1990).

74 Hansard, New Series, vol. XVIII, pp. 540–43.

75 Докладніше про це див.: Niall Ferguson, *The World's Banker: The History of the House of Rothschild* (London, 1998). Див. також: Herbert H. Kaplan,

Nathan Mayer Rothschild and the Creation of a Dynasty: The Critical Years, 1806–1816 (Stanford, 2006).

76 Rothschild Archive, London, XI/109, Nathan Rothschild to his brothers Amschel, Carl and James, 2 Jan., 1816.

77 Rothschild Archive, London, XI/109/2/2/156, Salomon, Paris, to Nathan, London, 29 Oct., 1815.

78 Див.: Lord [Victor] Rothschild, *The Shadow of a Great Man* (London, 1982).

79 Philip Ziegler, *The Sixth Great Power: Barings, 1762–1929* (London, 1988), pp. 94f.

80 Heinrich Heine, *Ludwig Börne – ein Denkschrift: Sämtliche Schriften, vol IV* (Munich, 1971), p. 27.

81 Heinrich Heine, 'Lutetia', in *Sämtliche Schriften, vol. V* (Munich, 1971), pp. 321ff., 353.

82 Anon., *The Hebrew Talisman* (London 1840), pp. 28ff.

83 Henry Iliowzi, *'In the Pale' Stories and Legends of the Russian Jews* (Philadelphia, 1897).

84 Richard McGregor, 'Chinese Buy into Conspiracy Theory', *Financial Times* 26 September, 2007.

85 Marc Flandreau and Juan H. Flores, 'Bonds and Brands: Lessons from the 1820s', Center for Economic Policy Research Discussion Paper, 6420 (August 2007).

86 Більш докладний перелік усіх облігацій, з якими працювали Ротшильди, можна подивитися у J. Ayer, *A Century of Finance, 1804 to 1904: The London House of Rothschild* (London, 1904), pp. 14–42.

87 Більше про Амстердам див.: James C. Riley, *International Government Finance and the Amsterdam Capital Market* (Cambridge, 1980), pp. 119–94.

88 Niall Ferguson, 'The first "Eurobonds": The Rothschilds and the Financing of the Holy Alliance, 1818–1822', in William N. Goetzmann and K. Geert Rouwenhorst (eds.), *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets* (Oxford, 2005), pp. 311–323.

89 Johann Heinrich Bender, *Über den Verkehr mit Staatspapieren in seinen Hauptrichtungen . . . Als Beylageheft zum Archiv für die Civilist[ische] Praxis*, vol. VIII (Heidelberg, 1825), pp. 6ff.

90 Heinrich Heine, *Ludwig Börne*, p.28.

91 Alfred Rubens, *Anglo-Jewish Portraits* (London, 1935), p. 299.

92 *The Times*, 15 Jan. 1821.

93 Bertrand Gille, *Histoire de la Maison Rothschild*, vol. I: *Des origines à 1848* (Geneva, 1965), vol. I, p. 487.

94 Richard Hofstadter, *The Age of Reform from Bryan to F. D. R.* (London, 1962), pp. 75ff.

95 Hermann Fürst Pückler, *Briefe eines Verstorbenen*, ed. Heinz Ohff (Kupfergraben, 1986), p. 7.

96 J. A. Hobson, *Imperialism: A Study* (London, 1902), Part I, ch. 4.

97 Див., наприклад: Douglas B. Ball, *Financial Failure and Confederate Defeat* (Urbana, 1991).

98 Irving Katz, *August Belmont: A Political Biography* (New York, 1968), esp. pp. 96–9.

99 S. Diamond (ed.), *A Casual View of America: The Home Letters of Salomon de Rothschild, 1859–1861* (London, 1962)

100 Див.: Rudolf Glanz, 'The Rothschild Legend in America', *Jewish Social Studies*, 19 (1957), pp. 3–28.

101 Marc D. Weidenmier, 'The Market for Confederate Cotton Bonds', *Explorations in Economic History*, 37, pp. 76–97. Див. також: idem, 'Turning Points in the U.S. Civil War: Views from the Grayback Market', *Southern Economic Journal*, 68, 4 (2002), pp. 875–90.

102 Див.: W. O. Henderson, *The Lancashire Cotton Famine: 1861–1865* (Manchester, 1934); Thomas Ellison, *The Cotton Trade of Great Britain* (New York: Augustus M. Kelley, 1968 [1886]).

103 Marc D. Weidenmier, 'Comrades in Bonds: The Subsidized Sale of Confederate War Debt to British Leaders', *Claremont McKenna College Working Paper* (February 2003).

104 Richard Roberts, *Schroders: Merchants and Bankers* (Basingstoke, 1992), pp. 66f.

105 Richard C. K. Burdekin and Marc D. Weidenmier, 'Inflation Is Always and Everywhere a Monetary Phenomenon: Richmond vs. Houston in 1864', *American Economic Review*, 91, 5 (December 2001), pp. 1621–30.

106 Burdekin and Weidenmier, 'Suppressing Asset Price Inflation: The Confederate Experience, 1861–1865', *Economic Inquiry*, 41, 3 (July 2003), 420–32. Cf. Eugene M. Lerner, 'Money, Prices and Wages in the Confederacy, 1861–65', *Journal of Political Economy*, 63, 1 (February 1955), pp. 20–40.

107 Frank Griffith Dawson, *The First Latin American Debt Crisis* (London, 1990).

108 Kris James Mitchener and Marc Weidenmier, 'Supersanctions and Sovereign Debt Repayment', NBER Working Paper, 11472 (2005).

109 Niall Ferguson and Moritz Schularick, 'The Empire Effect: The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880–1913', *Journal of Economic History*, 66, 2 (June 2006), pp. 283–312.

110 Kris James Mitchener and Marc Weidenmier, 'Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary', *Journal of Economic History*, 65 (2005), pp. 658–92.

111 William Cobbett, *Rural Rides* (London, 1985 [1830]), p. 117.

112 *Ibid.*, pp. 34, 53.

113 M. de Cecco, *Money and Empire: The International Gold Standard, 1890–1914* (Oxford, 1973).

114 Theo Balderston, 'War Finance and Inflation in Britain and Germany, 1914–1918', *Economic History Review*, 42, 2 (May 1989), pp. 222–44.

115 Підраховано за В. R. Mitchell, *International Historical Statistics: Europe, 1750–1993* (London, 1998), pp. 358ff.

116 Jay Winter and Jean-Louis Robert (eds.), *Capital Cities at War: Paris, London, Berlin 1914–1919, Studies in the Social and Cultural History of Modern Warfare, No. 2* (Cambridge, 1997), p. 259.

117 Gerald D. Feldman, *The Great Disorder: Politics, Economy and Society in the German Inflation, 1914–1924* (Oxford/New York, 1997), pp. 211–54.

118 Elias Canetti, *The Torch in my Ear* (London, 1982), p. 186.

119 John Maynard Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, перевиданий у *Collected Writings, vol. IV* (Cambridge, 1971), pp. 3, 29, 36.

120 John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace* (London, 1919), pp. 220–33.

121 Frank Whitson Fetter, ‘Lenin, Keynes and Inflation’, *Economica*, 44, 173 (February 1977), p. 78.

122 William C. Smith, ‘Democracy, Distributional Conflicts and Macroeconomic Policymaking in Argentina, 1983–89’, *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, 32, 2 (Summer 1990), pp. 1–42. Порівняйте: Rafael Di Tella and Ingrid Vogel, ‘The Argentine Paradox: Economic Growth and Populist Tradition’, *Harvard Business School Case 9–702–001* (2001).

123 Jorge Luis Borges, 'The Garden of Forking Paths', in idem, *Labyrinths. Selected Stories and Other Writings*, ed. Donald A. Yates and James E. Irby (Harmondsworth, 1970), pp. 50ff.

124 Ferguson, *World's Banker*, ch. 27.

125 Докладніше про це: Gerardo della Paolera and Alan M. Taylor, *Straining at the Anchor: The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability, 1880–1935* (Chicago, 2001).

126 'A Victory by Default', *Economist*, 3 March 2005.

127 Більше про сучасну дискусію з цього питання див.: Michael Tomz, *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt across Three Centuries* (Princeton, 2007).

128 Про Велику інфляцію, див.: Fabrice Collard and Harris Dellas, 'The Great Inflation of the 1970s', Working Paper (1 October 2003); Edward Nelson, 'The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?', Federal Reserve Bank of St Louis Working Paper, 2004–001 (January 2004); Allan H. Meltzer, 'Origins of the Great Inflation', *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, Part 2 (March/April 2005), pp. 145–75.

129 Ідеться про 11 країн, а саме: Австралію, Велику Британію, Гонконг, Ірландію, Канаду, Нідерланди, Німеччину, США, Францію, Швейцарію та Японію (див.: Watson Wyatt, 'Global Pension Fund Assets Rise and Fall',

<http://www.watsonwyatt.com/news/press.asp?ID=18579>).

130 CNN, 9 July 2000.

131 Testimony of Chairman Alan Greenspan, Federal Reserve Board's semi-annual Monetary Policy Report to the Congress, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate 16 February 2005.

Розділ 3. Надування бульбашок

132 Свіже дослідження з великим списком літератури за темою див.: Timothy Guinnane, Ron Harris, Naomi R. Lamoreaux, and Jean-Laurent Rosenthal, 'Putting the Corporation in its Place', NBER Working Paper 13109 (May 2007).

133 Див., зокрема: Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance* (2nd edn., Princeton, 2005).

134 Див.: Charles Kindleberger was Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises* (3rd edn., New York/Chichester/Brisbane/Toronto/Singapore, 1996), pp. 12–16. Кіндлеберґ завдячує своєю працею першопрохідцю Гайману Мінські. Два його основні есеї можна прочитати в: Hyman P. Minsky, 'Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions', *American Economic Review*, 54, 3 (May 1964), pp. 324–35; idem, 'Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster', in idem (ed.), *Inflation, Recession and Economic Policy* (place, 1982), pp. 117–61.

135 Kindelberger, Manias, p.14.

136 'The Death of Equities', Business Week, 13 August, 1979.

137 'Dow 36,000', Business Week, 27 September, 1999.

138 William N. Goetzmann and Philippe Jorion, 'Global Stock Markets in the Twentieth Century', Journal of Finance, 54, 3 (June 1999), pp. 953–80.

139 Jeremy J. Siegel, Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies (New York, 2000).

140 Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Stanton, Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns (Princeton, 2002).

141 Paul Frentrop, A History of Corporate Governance 1602-2002 (Brussels, 2003), pp. 49–51.

142 Ronald Findlay and Kevin H. O'Rourke, Power and Plenty: Trade, War, and the World Economy in the Second Millennium (Princeton, 2007), p. 178.

143 Paul Frentrop, Corporate Finance, p. 59.

144 Більше про неоднозначність кальвіністської капіталістичної Нідерландської Республіки див.: Simon Schama, *The Embarrassment of Riches: An Interpretation of Dutch Culture in the Golden Age* (New York, 1997 [1987]).

145 Shelton, 'First Printed Share Certificate', p. 396.

146 John P. Shelton, 'The First Printed Share Certificate: An Important Link in Financial History', *Business History Review*, 39, 3 (Autumn 1965), pp. 400f.

147 Engel Sluiter, 'Dutch Maritime Power and the Colonial Status Quo, 1585–1641', *Pacific Historical Review*, 11, 1 (March 1942), p. 33.

148 *Ibid.*, p. 34.

149 Paul Frentrop, *Corporate Finance*, pp. 69f.

150 Larry Neal, 'Venture Shares of the Dutch East India Company', in William N. Goetzmann and K. Geert Rouwenhorst (eds.) *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets* (Oxford, 2005), p. 167.

151 Neal, 'Venture Shares', p. 169.

152 Schama, *Embarrassment of Riches*, p. 349.

153 Ibid., p. 339.

154 Neal, 'Venture Shares', p. 169.

155 Paul Frentrop, *Corporate Finance*, p. 85.

156 Ibid., pp. 95f.

157 Ibid., p. 103. До порівняння: Neal, 'Venture Shares', p. 171.

158 Neal, 'Venture Shares', p. 166.

159 Findlay and O'Rourke, *Power and Plenty*, p. 178.

160 Ibid., pp. 179–83. Для порівняння: Sluiter, 'Dutch Maritime Power', p. 32.

161 Findlay and O'Rourke, *Power and Plenty*, p. 208.

162 Femme S. Gaastra, 'War, Competition and Collaboration: Relations between the English and Dutch East India Company in the Seventeenth and Eighteenth Centuries', in H. V. Bowen, Margarete Lincoln and Nigel Ribgy (eds.), *The*

Worlds of the East India Company (Leicester, 2002), p. 51.

163 Gaastra, 'War, Competition and Collaboration', p. 58.

164 Ann M. Carlos and Stephen Nicholas, '“Giants of an Earlier Capitalism”:
The Chartered Trading Companies as Modern Multinationals', *Business History
Review*, 62, 3 (Autumn 1988), pp. 398–419.

165 Gaastra, 'War, Competition and Collaboration', p. 51.

166 Findlay and O'Rourke, *Power and Plenty*, p. 183.

167 *Ibid.*, p. 185, figure 4.5.

168 Gaastra, 'War, Competition and Collaboration', p. 55.

169 Jan de Vries and A. van der Woude, *The First Modern Economy: Success,
Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500–1815* (Cambridge, 1997),
p. 396.

170 Andrew McFarland Davis, 'An Historical Study of Law's System',
Quarterly Journal of Economics, 1, 3 (April 1887), p. 292.

171 H. Montgomery Hyde, *John Law: The History of an Honest Adventurer* (London, 1969), p. 83.

172 Earl J. Hamilton, 'Prices and Wages at Paris under John Law's System', *Quarterly Journal of Economics*, 51, 1 (November 1936), p. 43.

173 Davis, 'Law's System', p. 300.

174 *Ibid.*, p. 305.

175 Thomas E. Kaiser, 'Money, Despotism, and Public Opinion in Early Eighteenth-Century Finance: John Law and the Debate on Royal Credit', *Journal of Modern History*, 63, 1 (March 1991), p. 6.

176 Wasserman, Max J. and Frank H. Beach, 'Some Neglected Monetary Theories of John Law', *American Economic Review*, 24, 4 (December 1934), p. 653.

177 Macdonald, *Free Nation*, p. 192.

178 Kaiser, 'Money', p. 12.

179 *Ibid.*, p. 18.

180 Hamilton, 'Prices and Wages', p. 47.

181 Davis, 'Law's System', p. 317.

182 Antoin E. Murphy, John Law: Economic Theorist and Policy-Maker (Oxford, 1997), p. 233.

183 Hamilton, 'Prices and Wages', p. 55.

184 Murphy, John Law, p. 201.

185 Ibid., p. 190.

186 See Larry Neal, The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason (Cambridge, 1990), p. 74.

187 Kaiser, 'Money', p. 22.

188 Підтвердження того, що англійські спекулянти були присутні в Парижі в листопаді та грудні, можна знайти в: Neal, Financial Capitalism, p. 68.

189 Murphy, John Law, pp. 213f.

190 Ibid., p. 205.

191 Lord Wharncliffe (ed.), *The Letters and Works of Lady Mary Wortley Montagu* (Paris, 1837), pp. 321f.

192 Hamilton, Earl J., 'John Law of Lauriston: Banker, Gamester, Merchant, Chief?', *American Economic Review*, 57, 2 (May 1967), p. 273.

193 Murphy, John Law, p. 201.

194 Hamilton, 'John Law', p. 276.

195 Murphy, John Law, p. 239. Також: Hamilton, 'Prices and Wages', p. 60.

196 Kaiser, 'Money', pp. 16, 20.

197 Ibid., p. 22.

198 Murphy, John Law, p. 235.

199 Ibid., p. 250.

200 Hyde, Law, p. 159.

201 Schama, Embarrassment of Riches, pp. 366ff.

202 Ibid., pp. 367ff.

203 Суперечливий опис подій можна знайти в таких дослідженнях: Neal, Financial Capitalism, pp. 89–117; Edward Chancellor, Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation (London, 1999), pp. 58–95.

204 Chancellor, Devil Take the Hindmost, p. 64.

205 Ibid., p. 84.

206 Neal, Financial Capitalism, pp. 90, 111f. Як зазначає Ніл, інвестор, який придбав акції Компанії Південних морів на початку 1720 р. і продав їх наприкінці того року, навіть попри здув бульбашки, отримав би 56 % щорічного прибутку.

207 Julian Hoppitt, 'The Myths of the South Sea Bubble', Transactions of the Royal Historical Society, 12 (2002), pp. 141–165.

208 Tom Nicholas, 'Trouble with a Bubble', Harvard Business School Case N9–

807–146 (February 28, 2007), p. 1.

209 William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy* (Princeton, 2006).

210 Niall Ferguson, 'Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War', *Economic History Review*, 59, 1 (February 2006), pp. 70–112.

211 *New York Times*, 23 October 1929.

212 Nicholas, 'Trouble with a Bubble', p. 4.

213 *Ibid.*, p. 6.

214 Chancellor, *Devil take the Hindmost*, pp. 199ff.

215 Див.: Milton Friedman and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867–1960* (Princeton, 1963), pp. 299–419. Цей розділ, 'The Great Contraction', має бути обов'язковим для прочитання всіма, хто залучений до фінансової діяльності.

216 *Ibid.*, pp. 309f., n. 9. Той, хто читає цю примітку, зрозуміє, чому ФРС у березні 2007 р. діяла так швидко і щедро, щоб переконати керівництво

банку «Дж. П. Морган» (J. P. Morgan) купити «Беар Стернс» (Bear Stearns) .

217 Ibid., p. 315.

218 Ibid., p. 317.

219 Ibid., p. 396.

220 Ibid., p. 325.

221 Ibid., p. 328.

222 U.S. Department of Commerce Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970* (Washington, D.C., 1975), p. 1019.

223 Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939* (New York/Oxford, 1992). Див.йогож: 'The Origins and Nature of the Great Slump Revisited', *Economic History Review*, 45, 2 (May 1992), pp. 213–239.

224 Див., наприклад: Ben S. Bernanke, 'The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach', NBER Working Paper 4814 (August 1994).

225 Hyman P. Minsky, 'Introduction: Can "It" Happen Again? A Reprise', in idem, *Inflation, Recession and Economic Policy* (Brighton, 1982), p. xi.

226 Індекс падав на 10 % і більше 23 зі 113 років.

227 Див.: Nicholas Brady, James C. Cotting, Robert G. Kirby, John R. Opel and Howard M. Stein, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*, submitted to the President of the United States, the Secretary

of the Treasury and the Chairman of the Federal Reserve Board (Washington D.C., January 1988). Для істориків особливо цікаве порівняння з 1929 р.: див. Appendix VIII, pp. 1–13.

228 James Dale Davidson and William Rees-Mogg, *The Great Reckoning: How the World Will Change in the Depression of the 1990's* (London, 1991).

229 Ґрінспенову версію подій можна знайти в його книжці: Alan Greenspan, *The Age of Turbulence: Adventures in a New World* (New York, 2007), pp. 100–10.

230 Greenspan, *Age of Turbulence*, p. 166.

231 Ibid., p. 167.

232 Ibid., pp. 190–5.

233 Ibid., pp. 200f.

234 Найкраще це описано в книжці Bethany McLean and Peter Elkind, *The Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron* (New York, 2003).

235 Ibid., p. 55.

236 Її власну версію перебігу подій можна знайти у книжці: Mimi Swartz and Sherron Watkins, *Power Failure: The Inside Story of the Collapse of Enron* (New York, 2003).

Розділ 4. Ризик повертається

237 Rawle O. King, 'Hurricane Katrina: Insurance Losses and National Capacities for Financing Disaster Risks', Congressional Research Service Report for Congress, 31 January 2008, table 1.

238 Joseph B. Treaster, 'A Lawyer Like a Hurricane; Facing Off Against Asbestos, Tobacco and Now Home Insurers', *New York Times*, 16 March 2007.

239 Більше про це див.: Richard F. Scruggs, 'Hurricane Katrina: Issues and Observations' American Enterprise Institute – Brookings Judicial Symposium, 'Insurance and Risk Allocation in America: Economics, Law and Regulation', Georgetown Law Center, 20–22 September 2006.

240 Подобиці взяті з сайтів:

http://www.usa.gov/Citizen/Topics/PublicSafety/Hurricane_Katrina_Recovery.sh

<http://katrina.louisiana.gov/index.html> i

<http://www.lidi.state.la.us/HurricaneKatrina.htm>.

241 Peter Lattman, 'Plaintiffs Lawyer Scruggs Is Indicted on Bribery Charges', Wall Street Journal, 29 November 2007; Ashby Jones and Paulo Prada, 'Richard Scruggs Pleads Guilty', *ibid.*, 15 March, 2008.

242 King, 'Hurricane Katrina', p. 4.

243 Naomi Klein, *The Shock Doctrine: The Rise of Disaster Capitalism* (New York, 2007).

244 <http://www.nhc.noaa.gov/pastdec.shtml>.

245 John Schwartz, 'One Billion Dollars Later, New Orleans is Still at Risk', New York Times, 17 August 2007.

246 Michael Lewis, 'In Nature's Casino', New York Times Magazine, 26 August 2007.

247 National Safety Council, 'What are the Odds of Dying?':

<http://www.nsc.org/Irs/statinfo/odds.htm>. Статистику щодо раку можна подивитися тут: The National Cancer Institute, 'SEER Cancer Statistics

Review, 1975–2004’, table I-17: <http://srab.cancer.gov/devcan/>. Точний показник імовірності смерті від раку в США в період з 2002 до 2004 р. дорівнював 21,29 %, з довірчим інтервалом 95 %.

248 Florence Edler de Roover, ‘Early Examples of Marine Insurance’, *Journal of Economic History*, 5, 2 (November 1945), pp. 172–200.

249 *Ibid.*, pp. 188f.

250 A. H. John, ‘The London Assurance Company and the Marine Insurance Market of the Eighteenth Century’, *Economica*, New Series, 25, 98 (May 1958), p. 130.

251 Paul A. Papayoanou, ‘Interdependence, Institutions, and the Balance of Power,’ *International Security*, 20, 4 (Spring 1996), p. 55.

252 Roover, ‘Early Examples of Marine Insurance’, p. 196.

253 M. Greenwood, ‘The First Life Table’, *Notes and Records of the Royal Society of London*, 1, 2 (October 1938), pp. 70–72.

254 Попереднім абзацом я неймовірно завдячую дослідженню Peter L. Bernstein, *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk* (New York, 1996).

255 Gregory Clark, *A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World*

(Princeton, 2007).

256 Докладніше про це див. есеї у збірнику: A. Ian Dunlop (ed.), *The Scottish Ministers' Widows' Fund, 1743–1993* (Edinburgh, 1992).

257 Ключові документи можна знайти серед паперів Роберта Волласа в Національному архіві Шотландії: National Archives of Scotland: CH/9/17/6–13.

258 G. W. Richmond, 'Insurance Tendencies in England', *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 161 (May 1932), p. 183.

259 A. N. Wilson, *A Life of Walter Scott: The Laird of Abbotsford*, (London: Pimlico, 2002), pp. 169–71.

260 G. Clayton and W. T. Osborne, 'Insurance Companies and the Finance of Industry' *Oxford Economic Papers*, New Series, 10, 1 (February 1958), pp. 84–97.

261 'American Exceptionalism', *Economist*, 10 August 2006.

262 <http://www.workhouses.org.uk/index.html?StMarylebone/StMarylebone.shtml>

263 Lothar Gall, *Bismarck: The White Revolutionary*, vol. II, 1879–1898, transl.

J. A. Underwood (London, 1986), p. 129.

264 H. G. Lay, *Marine Insurance: A Text Book of the History of Marine Insurance, including the Functions of Lloyd's Register of Shipping* (London, 1925), p. 137.

265 Richard Sicotte, 'Economic Crisis and Political Response: The Political Economy of the Shipping Act of 1916', *Journal of Economic History*, 59, 4 (December 1999), pp. 861–884.

266 Anon., 'Allocation of Risk between Marine and War Insurer', *Yale Law Journal*, 51, 4 (February 1942), p. 674; C., 'War Risks in Marine Insurance', *Modern Law Review*, 10, 2 (April 1947), pp. 211–214.

267 Alfred T. Lauterbach, 'Economic Demobilization in Great Britain after the First World War', *Political Science Quarterly*, 57, 3 (September 1942), pp. 376–393.

268 Correlli Barnett, *The Audit of War* (London, 2001), pp. 31f.

269 Richmond, 'Insurance Tendencies', p. 185.

270 Charles Davison, 'The Japanese Earthquake of 1 September', *Geographical Journal*, 65, 1 (January 1925), pp. 42f.

271 Yoshimichi Miura, 'Insurance Tendencies in Japan', *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 161 (May 1932), pp. 215–19.

272 Herbert H. Gowen, 'Living Conditions in Japan', *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 122 (November 1925), p. 163.

273 Kenneth Hewitt, 'Place Annihilation: Area Bombing and the Fate of Urban Places', *Annals of the Association of American Geographers*, vol. no. to come (1983), p. 263.

274 Anon., 'War Damage Insurance,' *Yale Law Journal*, 51, 7 (May, 1942), pp. 1160–1. Корпорація заробила \$210 млн на продажу 8 млн страхових полісів і виплатила лише дуже незначну суму.

275 Kingo Tamai, 'Development of Social Security in Japan', in Misa Izuhara (ed.), *Comparing Social Policies: Exploring New Perspectives in Britain and Japan* (Bristol, 2003), 35–48. Див. також: Gregory J. Kasza, 'War and Welfare Policy in Japan', *Journal of Asian Studies*, 61, 2 (May 2002), p. 428.

276 Recommendation of the Council of Social Security System (1950).

277 W. Macmahon Ball, 'Reflections on Japan', *Pacific Affairs*, 21, 1 (March 1948), pp. 15f.

278 Beatrice G. Reubens, 'Social Legislation in Japan', *Far Eastern Survey*, 18, 23 (16 November 1949), p. 270.

279 Keith L. Nelson, 'The "Warfare State": History of a Concept', *Pacific Historical Review*, 40, 2 (May, 1971), pp. 138f.

280 Kasza, 'War and Welfare Policy', pp. 418f.

281 *Ibid.*, p. 423.

282 *Ibid.*, p. 424.

283 Nakagawa Yatsuhiko, 'Japan, the Welfare Super-Power', *Journal of Japanese Studies*, 5, 1 (Winter 1979), pp. 5–51.

284 *Ibid.*, p. 21.

285 *Ibid.*, p. 9.

286 *Ibid.*, p. 18.

287 Порівняння можна знайти в таких дослідженнях: Gregory J. Kasza, *One World of Welfare: Japan in Comparative Perspective* (Ithaca, 2006) and Neil Gilbert and Ailee Moon, 'Analyzing Welfare Effort: An Appraisal of Comparative Methods', *Journal of Policy Analysis and Management*, 7, 2 (Winter 1988), pp. 326–340.

288 Kasza, *One World of Welfare*, p. 107.

289 Peter H. Lindert, *Growing Public: Social Spending and Economic Growth since the Eighteenth Century* (Cambridge, 2004), vol. 1, table 1.2.

290 Hiroto Tsukada, *Economic Globalization and the Citizens' Welfare State* (Aldershot/Burlington/Singapore/Sydney, 2002), p. 96.

291 Milton Friedman and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867–1960* (Princeton, 1963).

292 Milton Friedman and Rose D. Friedman, *Two Lucky People: Memoirs* (Chicago/London, 1998), p. 399.

293 *Ibid.*, p. 400.

294 *Ibid.*, p. 593.

295 Patricio Silva, 'Technocrats and Politics in Chile: From the Chicago Boys to the CEIPLAN Monks', *Journal of Latin American Studies*, 23, 2 (May 1991), pp. 385–410.

296 Bill Jamieson, '25 Years On, Chile Has a Pensions Message for Britain',

Sunday Business, 14 December 2006.

297 Rossana Castiglioni, 'The Politics of Retrenchment: The Quandaries of Social Protection under Military Rule in Chile, 1973–1990', *Latin American Politics and Society*, 43, 4 (Winter 2001), pp. 39ff.

298 *Ibid.*, p. 55.

299 Jose Pinera, 'Empowering Workers: The Privatization of Social Security in Chile', *Cato Journal*, 15, 2–3 (Fall/Winter 1995/96).

300 *Ibid.*, p. 40.

301 Teresita Ramos, 'Chile: The Latin American Tiger?', Harvard Business School Case 9-798-092 (21 March 1999), p. 6.

302 Laurence J. Kotlikoff, 'Pension Reform as the Triumph of Form over Substance', *Economists' Voice* (January 2008), pp. 1–5.

303 Armando Barrientos, 'Pension Reform and Pension Coverage in Chile: Lessons for Other Countries', *Bulletin of Latin American Research*, 15, 3 (1996), p. 312.

304 'Destitute No More', *Economist*, 16 August 2007.

305 Ibid., pp. 309f. Див. також: Raul Madrid, 'The Politics and Economics of Pension Privatization in Latin America', *Latin American Research Review*, 37, 2 (2002), pp. 159–82.

306 Усі дані за 2004 р., останні, що доступні в базі даних Показників світового розвитку Світового банку.

307 Тут мені дуже допомогли Laurence J. Kotlikoff and Scott Burns, *The Coming Generational Storm: What You Need to Know about America's Economic Future* (Cambridge, 2005). Див. також: Peter G. Peterson.

Running on Empty: How the Democratic and Republican Parties Are Bankrupting Our Future and What Americans Can Do about It (New York, 2005).

308 Ruth Helman, Craig Copeland and Jack VanDerhei, 'Will More of Us Be Working Forever? The 2006 Retirement Confidence Survey', *Employee Benefit Research Institute Issue Brief*, 292 (April 2006).

309 Gene L. Dodaro, Acting Comptroller General of the United States, 'Working to Improve Accountability in an Evolving Environment', address to the 2008 Maryland Association of CPAs' Government and Not-for-profit Conference (18 April 2008).

310 James Brooke, 'A Tough Sell: Japanese Social Security', *New York Times*, 6 May 2004.

311 See Mutsuko Takahashi, *The Emergence of Welfare Society in Japan* (Aldershot/Brookfield/Hong Kong/Singapore/Sydney, 1997), pp. 185f. See also Kasza, *One World of Welfare*, pp. 179–182.

312 Alex Kerr, *Dogs and Demons: The Fall of Modern Japan* (London, 2001), pp. 261–266.

313 Gavan McCormack, *Client State: Japan in the American Embrace* (London, 2007), pp. 45–69.

314 Lisa Haines, ‘World’s Largest Pension Funds Top \$10 Trillion’, *Financial News*, 5 September 2007.

315 ‘Living Dangerously’, *Economist*, 22 January 2004.

316 Philip Bobbitt, *Terror and Consent: The Wars for the Twenty-first Century* (New York, 2008), esp. pp. 98–179.

317 Suleiman abu Gheith, quoted in *ibid.*, p. 119.

318 Graham Allison, ‘Time to Bury a Dangerous Legacy, Part 1’, *Yale Global*, 14 March 2008. Cf. *idem*, *Nuclear Terrorism: The Ultimate Preventable Catastrophe* (Cambridge, MA, 2004).

319 Michael D. Intriligator and Abdullah Toukan, 'Terrorism and Weapons of Mass Destruction', in Peter Kotana, Michael D. Intriligator and John P. Sullivan (eds.), *Countering Terrorism and WMD: Creating a Global Counter-terrorism Network* (New York, 2006), table 4.1A.

320 See IPCC, *Climate Change 2007: Synthesis Report* (Valencia, 2007).

321 Robert Looney, 'Economic Costs to the United States Stemming from the 9/11 Attacks', Center for Contemporary Conflict Strategic Insight (5, August 2002).

322 Robert E. Litan, 'Sharing and Reducing the Financial Risks of Future Mega-Catastrophes', *Brookings Issues in Economic Policy*, 4 (March 2006).

323 William Hutchings, 'Citadel Builds a Diverse Business', *Financial News*, 3 October 2007.

324 Marcia Vickers, 'A Hedge Fund Superstar', *Fortune*, April 3, 2007.

325 Joseph Santos, 'A History of Futures Trading in the United States', South Dakota University MS, n.d.

Розділ 5. Як за мурованою стіною

326 Philip E. Orbanes, *Monopoly: The World's Most Famous Game – And How*

It Got That Way (New York, 2006), pp. 10–71.

327 Ibid., p. 50.

328 Ibid., pp. 86f.

329 Ibid., p. 90.

330 Robert J. Shiller, ‘Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership’, Paper presented at Federal Reserve Bank of Kansas City’s Jackson Hole Conference (August 2007).

331

<http://www.canongate.net/WhoOwnsBritain/DoTheMathsOnLandOwnership>.

332 David Cannadine, *Aspects of Aristocracy: Grandeur and Decline in Modern Britain* (New Haven, 1994), p. 170.

333 Я вдячний Ґрегорі Кларку за ці дані.

334 Frederick B. Heath, ‘The Grenvilles, in the Nineteenth Century: The Emergence of Commercial Affiliations’, *Huntington Library Quarterly*, 25, 1 (November 1961), p. 29.

335 Heath, 'Grenvilles', pp. 32f.

336 Ibid., p. 35.

337 David and Eileen Spring, 'The Fall of the Grenvilles', *Huntington Library Quarterly*, 19, 2 (February 1956), p. 166.

338 Ibid., pp. 177f.

339 Докладніше про це: Spring and Spring, 'Fall of the Grenvilles', pp. 169–74.

340 Ibid., p. 185.

341 Heath, 'Grenvilles', p. 39.

342 Spring and Spring, 'Fall of the Grenvilles', p. 183.

343 Heath, 'Grenvilles', p. 40.

344 Ibid., p. 46.

345 Ben Bernanke, 'Housing, Housing Finance, and Monetary Policy', speech at the Kansas City Federal Reserve Bank's Jackson Hole conference (31 August 2007).

346 Louis Hyman, 'Debtor Nation: How Consumer Credit Built Postwar America', unpublished PhD thesis (Harvard University, 2007), ch. 1.

347 Edward E. Leamer, 'Housing and the Business Cycle', Paper presented at Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Conference (August 2007).

348 Saronne Rubyan-Ling, 'The Detroit Murals of Diego Rivera', *History Today*, 46, 4 (April 1996).

349 Donald Lochbiler, 'Battle of the Garden Court', *Detroit News*, 15 July 1997.

350 Hyman, 'Debtor Nation', ch. 2.

351 Thomas J. Sugrue, *The Origins of the Urban Crisis: Race and Inequality in Postwar Detroit* (Princeton. 1996), p. 64.

352 *Ibid.*, pp. 38–43.

353 Hyman, 'Debtor Nation', ch. 5.

354 Sugrue, *Origins of the Urban Crisis*, p. 259.

355 Нещодавній випадок у Детройті представлено у статті: Ben Lefebvre, 'Justice Dept. Accuses Detroit Bank Of Bias In Lending', *New York Times*, 20 May 2004.

356 Glen O'Hara, *From Dreams to Disillusionment: Economic and Social Planning in 1960s Britain* (Basingstoke, 2007), ch. 5.

357 Bernanke, 'Housing, Housing Finance, and Monetary Policy'. Див. також: Roger Loewenstein, 'Who Needs the Mortgage-Interest Deduction', *New York Times Magazine*, 5 March 2006.

358 Nigel Lawson, *The View from No. 11: Memoirs of a Tory Radical* (London, 1992), p. 821.

359 *Living in Britain: General Household Survey 2002* (London, 2003), p. 30: <http://www.statistics.gov.uk/cci/nugget.asp?id=821>.

360 Ned Eichler, 'Homebuilding in the 1980s: Crisis or Transition?', *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 465 (January 1983), p. 37.

361 Maureen O'Hara, 'Property Rights and the Financial Firm', *Journal of Law and Economics*, 24 (October 1981), pp. 317–332.

362 Eichler, 'Homebuilding', p. 40. See also Henry N. Pontell and Kitty Calavita, 'White-Collar Crime in the Savings and Loan Scandal', *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 525 (January 1993), pp. 31–45; Marcia Million Cornett and Hassan Tehranian, 'An Examination of the Impact of the Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982 on Commercial Banks and Savings and Loans', *Journal of Finance*, 45, 1 (March 1990), pp. 95–111.

363 Henry N. Pontell and Kitty Calavita, 'The Savings and Loan Industry', *Crime and Justice*, 18 (1993), p. 211.

364 *Ibid.*, pp. 208f.

365 F. Stevens Redburn, 'The Deeper Structure of the Savings and Loan Disaster', *Political Science and Politics*, 24, 3 (September 1991), p. 439.

366 Pontell and Calavita, 'White-Collar Crime', p. 37.

367 Allen Pusey, 'Fast Money and Fraud', *New York Times*, 23 April 1989.

368 K. Calvita, R. Tillman, and H.N. Pontell, 'The Savings and Loan Debacle, Financial Crime and the State', *Annual Review of Sociology*, 23 (1997), p. 23.

369 Pontell and Calavita, 'Savings and Loans Industry', p. 215.

370 Calavita, Tillman and Pontell, 'Savings and Loan Debacle', p. 24.

371 Allen Pusey and Christi Harlan, 'Bankers Shared in Profits From 1–30 Deals', Dallas Morning News, 29 January 1986.

372 Allen Pusey and Christi Harlan, '1–30 Real Estate Deals: A 'Virtual Money Machine'', Dallas Morning News, 26 January 1986.

373 Pusey, 'Fast Money and Fraud'.

374 Pontell and Calavita, 'White-Collar Crime', p. 43. Див.також: Kitty Calavita and Henry N. Pontell, 'The State and White-Collar Crime: Saving the Savings and Loans', Law Society Review, 28, 2 (1994). pp. 297–324.

375 Початково були побоювання, що втрати були більші. У 1990 р., за прогнозом Рахункової палати США, вони оцінювались у \$500 млрд. Інші оцінювали втрати в трильйон і більше доларів: Pontell and Calavita, 'Savings and Loan Industry', p. 203.

376 Яскраве представлення цієї події можна знайти в дослідженні: Michael Lewis, Liar's Poker (London, 1989), pp. 78–124.

377 Bernanke, 'Housing Finance, and Monetary Policy'.

378 Я вдячний Джозефові Барилларі за його допомогу з цими

підрахунками. Morris A. Davis, Andreas Lehnert and Robert F. Martin, 'The Rent-Price Ratio for the Aggregate Stock of Owner-Occupied Housing', Working paper (December 2007).

379 Shiller, 'Recent Trends in House Prices'.

380 Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, 'Is the 2007 Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison', Draft Working Paper 14 January 2008).

381 Mark Whitehouse, 'Debt Bomb: Inside the "Subprime" Mortgage Debacle', Wall Street Journal, 30 May 2007, p. A1.

382 Див.: Kimberly Blanton, 'A "Smoking Gun" on Race, Subprime Loans', Boston Globe, 16 March 2007.

383 'U.S. Housing Bust Fuels Blame Game', Wall Street Journal, 19 March 2008. Див. також: David Wessel, 'Housing Bust Offers Insights', Wall Street Journal, 10 April 2008.

384 Henry Louis Gates Jr., 'Forty Acres and a Gap in Wealth', New York Times, 18 November 2007.

385 Andy Meek, 'Frayser Foreclosures Revealed', Daily News, 21 September 2006.

386 <http://www.responsiblelending.org/page.jsp?itemID=32032031>.

387 Credit Suisse, 'Foreclosure Trends – A Sobering Reality', Fixed Income Research (23 April 2008).

388 ДИВ.: Prabha Natarajan, 'Fannie, Freddie Could Hurt U.S. Credit', Wall Street Journal, 15 April 2008.

389 Economic Report of the President (2007), tables B-77 and B-76:
<http://www.gpoaccess.gov/eop/>.

390 George Magnus, 'Managing Minsky' UBS research paper, 27 March 2008.

391 Hernando de Soto, *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else* (London, 2001).

392 Hernando de Soto, 'Interview: Land and Freedom', *New Scientist* 27 April 2002.

393 Hernando de Soto, *The Other Path* (New York, 1989).

394 Rafael Di Tella, Sebastian Galiani and Ernesto Schargrodsky, 'The Formation of Beliefs: Evidence from the Allocation of Land Titles to Squatters', *Quarterly Journal of Economics*, 122, 1 (February 2007), pp. 209–41.

395 'The Mystery of Capital Deepens', The Economist, 26 August 2006.

396 Див.: John Gravois, 'The De Soto Delusion', Slate, 29 January 2005:
<http://state.msn.com/id/2112792/>.

397 Увесь дохід банк перераховує в Реабілітаційний фонд, створений для вирішення надзвичайних ситуацій, за це він звільнений від сплати корпоративного податку на прибуток.

398 Connie Black, 'Millions for Millions', New Yorker, 30 October 2006, pp. 62–73.

399 Shiller, 'Recent Trends in House Prices'.

400 Edward L. Glaeser and Joseph Gyourko, 'Housing Dynamics', NBER Working Paper 12787 (revised version, 31 March 2007).

401 Robert J. Shiller, The New Financial Order: Risk in the 21st Century (Princeton, 2003).

Розділ 6. Від імперії до Кимерики

402 Dominic Wilson and Roopa Purushothaman, 'Dreaming with the BRICs:

The Path to 2050', Goldman Sachs Global Economics Paper, 99 (1 October 2003). See also Jim O'Neill, 'Building Better Global Economic BRICs', Goldman Sachs Global Economics Paper, 66 (30 November 2001); Jim O'Neill, Dominic Wilson, Roopa Purushothaman and Anna Stupnytska, 'How Solid are the BRICs?', Goldman Sachs Global Economics Paper, 134 (1 December 2005).

403 Dominic Wilson and Anna Stupnytska, 'The N-11: More than an Acronym', Goldman Sachs Global Economics Paper, 153 (28 March 2007).

404 Goldman Sachs Global Economics Group, Bricks and Beyond (London, 2007), esp. pp. 45–72, 103–108.

405 Це стверджується в дослідженні Kenneth Pomeranz, *The Great Divergence: China, Europe and the Making of the Modern World Economy* (Princeton/Oxford, 2000). Більш скептичні погляди на становище Китаю на початок XVIII ст. можна знайти в дослідженні: *inter alia* Angus Maddison, *The World Economy: A Millennial Perspective* (Paris, 2001).

406 Підрахунки зроблені на основі оцінок зростання ВВП на душу населення, поданих у Maddison, *World Economy*, table B-21.

407 Pomeranz, *Great Divergence*.

408 Серед найважливіших досліджень, які з'явилися останнім часом, можна згадати: Eric Jones, *The European Miracle: Environments, Economies and Geopolitics in the History of Europe and Asia* (Cambridge, 1981); David S. Landes, *The Wealth and Poverty of Nations: Why Some are So Rich and Some So Poor* (New York, 1998); Joel Mokyr, *The Gifts of Athena: Historical Origins*

of the Knowledge Economy (Princeton, 2002); Gregory Clark, *A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World* (Princeton, 2007).

409 William N. Goetzmann, 'Fibonacci and the Financial Revolution', NBER Working Paper 10352 (March 2004).

410 William N. Goetzmann, Andrey D. Ukhov and Ning Zhu, 'China and the World Financial Markets, 1870–1930: Modern Lessons from Historical Globalization', *Economic History Review* 60 (2) (2007), 267–312.

411 Nicholas Crafts, 'Globalisation and Growth in the Twentieth Century', International Monetary Fund Working Paper, 00/44 (March 2000). Див.також: Richard E. Baldwin, and Philippe Martin, 'Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences', NBER Working Paper 6904 (January 1999).

412 Barry R. Chiswick and Timothy J. Hatton, 'International Migration and the Integration of Labor Markets', in Michael D. Bordo, Alan M. Taylor and Jeffrey G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective* (Chicago, 2003), pp. 65–120.

413 Maurice Obstfeld and Alan M. Taylor, 'Globalization and Capital Markets', in Michael D. Bordo, Alan M. Taylor and Jeffrey G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective* (Chicago, 2003), pp. 173f.

414 Clark, Farewell, ch. 13, 14.

415 David M. Rowe, 'The Tragedy of Liberalism: How Globalization Caused the First World War', *Security Studies*, 14, 3 (Spring 2005), pp. 1–41.

416 Див., наприклад: Fareed Zakaria, *The Post-American World* (New York, 2008) and Parag Khanna, *The Second World: Empires and Influence in the New Global Order* (London, 2008).

417 Jim Rogers, *A Bull in China: Investing Profitably in the World's Greatest Market* (New York, 2007).

418 Robert Blake, *Jardine Matheson: Traders of the Far East* (London, 1999), p. 91. Див. також: Alain Le Pichon, *China Trade and Empire: Jardine, Matheson & Co. and the Origins of British Rule in Hong Kong, 1827–1843* (Oxford/New York, 2006).

419 Rothschild Archive London, RFamFD/13A/1; 13B/1; 13C/1; 13D/1; 13D/2; 13/E.

420 Henry Lowenfeld, *Investment: An Exact Science* (London, 1909), p. 61.

421 John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace* (London, 1919), ch. 1.

422 Maddison, *World Economy*, Table 2–26a.

423 Lance E. Davis and R. A. Huttenback, *Mammon and the Pursuit of Empire: The Political Economy of British Imperialism, 1860–1912* (Cambridge, 1988), p. 46.

424 Ranald Michie, 'Reversal or Change? The Global Securities Market in the 20th Century', *New Global Studies*, 2,1 (January 2006), pp. 1–42.

425 Obstfeld and Taylor, 'Globalization'; Ferguson and Schularick, 'Empire Effect'. But see also Michael A. Clemens and Jeffrey Williamson, 'Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870–1913', *Economic Journal*, 114, 2 (2004), pp. 304–337.

426 Визначальним дослідженням на цю тему є Michael Edelstein, *Overseas Investment in the Age of High Imperialism: The United Kingdom, 1850–1914* (New York, 1982).

427 Michael Edelstein, 'Imperialism: Cost and Benefit', in Roderick Floud and Donald McCloskey (eds), *The Economic History of Britain since 1700*, vol. II (2nd edn., Cambridge, 1994), pp. 173–216.

428 John Maynard Keynes, 'Foreign Investment and National Advantage', in Donald Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIX (London, 1981), pp. 275–84.

429 'Advice to Trustee Investors', in *ibid.*, pp. 202–06.

430 Підраховано за даними з дослідження Irving Stone, *The Global Export of Capital from Great Britain, 1865–1914* (London, 1999).

431 Див. надзвичайно помічний біржовий індекс Шанхайської фондової біржі за 1870–1940 рр.: <http://icf.som.yale.edu/sse/>.

432 Michael Bordo and Hugh Rockoff, ‘The Gold Standard as a “Good Housekeeping Seal of Approval”’, *Journal of Economic History*, 56, 2 (June 1996), pp. 389–428.

433 Marc Flandreau and Frédéric Zumer, *The Making of Global Finance, 1880–1913* (Paris, 2004).

434 Niall Ferguson and Moritz Schularick, ‘The Empire Effect: The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880–1913’, *Journal of Economic History*, 66, 2 (June 2006), pp. 283–312.

435 Докладніше щодо цього див.: Niall Ferguson, ‘Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War’, *Economic History Review*, 59, 1 (February 2006), pp. 70–112.

436 Jean de [Ivan] Bloch, *Is War Now Impossible?*, transl. R. C. Long (London, 1899), p. xvii.

437 Norman Angell, *The Great Illusion: A Study of the Relation of Military Power in Nations to their Economic and Social Advantage* (London, 1910), p.

31.

438 Цит. за: James J. Sheehan, *Where Have all the Soldiers Gone* (New York: Houghton Mifflin Co., 2007), p. 56.

439 O. M. W. Sprague, 'The Crisis of 1914 in the United States', *American Economic Review*, 5, 3 (1915), pp. 505ff.

440 Brendan Brown, *Monetary Chaos in Europe: The End of an Era* (London/New York, 1988), pp. 1–34.

441 John Maynard Keynes, 'War and the Financial System', *Economic Journal*, 24, 95 (1914), pp. 460–86.

442 E. Victor Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914–1925* (London, 1952), pp. 3–11.

443 Ibid. p. 27. Див. також: Teresa Seabourne, 'The Summer of 1914', in Forrest Capie and Geoffrey E. Wood (eds.), *Financial Crises and the World Banking System* (London, 1986), pp. 78, 88f.

444 Sprague, 'Crisis of 1914', p. 532.

445 Morgan, *Studies*, p.19.

446 Seabourne, 'Summer of 1914', pp. 80ff.

447 З нових досліджень див.: William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy* (Princeton, 2007).

448 Morgan, *Studies*, pp. 12–23.

449 David Kynaston, *The City of London*, vol. III: *Illusions of Gold, 1914–1945* (London, 1999), p. 5.

450 Підрахунки базовані на окремих згадках про ціни облігацій у *The Times* в період від серпня до грудня 1914 р.

451 Kynaston, *City of London*, p. 5.

452 Докладніше див.: Niall Ferguson, 'Earning from History: Financial Markets and the Approach of World Wars', *Brookings Papers in Economic Activity* (forthcoming).

453 Див.: Lyndon Moore and Jakub Kaluzny, 'Regime Change and Debt Default: The Case of Russia, Austro-Hungary, and the Ottoman Empire following World War One', *Explorations in Economic History*, 42 (2005), pp. 237–58.

454 Maurice Obstfeld and Alan M. Taylor, 'The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run', in Michael D. Bordo, Claudia Goldin and Eugene N. White (eds.), *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century* (Chicago, 1998), pp. 353–402.

455 Rawi Abdelal, *Capital Rules: The Construction of Global Finance* (Cambridge, MA/London, 2007), p. 45.

456 *Ibid.*, p. 46.

457 Greg Behrman, *The Most Noble Adventure: The Marshall Plan and the Time when America Helped Save Europe* (New York, 2007).

458 Obstfeld and Taylor, 'Globalization and Capital Markets', p. 129.

459 ДИВ.: William Easterly, *The Elusive Quest for Growth: Economists' Adventures and Misadventures in the Tropics* (Cambridge, Mass., 2002).

460 Michael Bordo, 'The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview', in *idem* and Barry Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform* (Chicago/London, 1993), pp. 3–98.

461 Christopher S. Chivvis, 'Charles de Gaulle, Jacques Rueff and French

International Monetary Policy under Bretton Woods', *Journal of Contemporary History*, 41, 4 (2006), pp. 701–20.

462 Інтерв'ю, взяте Емі Гудмен: <http://www.democracynow.org/article.pl?sid=04/11/09/1526251>.

463 John Perkins, *Confessions of an Economic Hit Man* (New York, 2004), p. xi.

464 Joseph E. Stiglitz, *Globalization and Its Discontents* (New York, 2002), pp. 12, 14, 15, 17.

465 Abdelal, *Capital Rules*, pp. 50f.57–75.

466 Paul Krugman, *The Return of Depression Economics* (London, 1999).

467 'The Fund Bites Back', *The Economist*, 4 July 2002.

468 Kenneth Rogoff, 'The Sisters at 60', *The Economist*, 22 July 2004. Для порівняння, див.: 'Not even a Cat to Rescue', *The Economist*, 20 April 2006.

469 Див. класичне дослідження Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder and the Building of the German Empire* (Harmondsworth, 1987).

470 George Soros, *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market* (New York, 1987), pp. 27–30.

471 Robert Slater, *Soros: The Life, Times and Trading Secrets of the World's Greatest Investor* (New York, 1996), pp. 48f.

472 George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash of 2008 and What It Means* (New York, 2008), p. x.

473 Slater, *Soros*, p. 78.

474 *Ibid.*, pp. 105, 107ff.

475 *Ibid.*, p. 172.

476 *Ibid.*, pp. 177, 182, 188.

477 *Ibid.*, p. 10.

478 *Ibid.*, p. 159.

479 Nicholas Dunbar, *Inventing Money: The Story of Long-Term Capital Management and the Legends Behind It* (John Wiley & Sons, Ltd., 2000), p. 92.

480 Dunbar, *Inventing Money*, pp. 168–73.

481 André F. Perold, 'Long Term Capital Management, L.P. (A)', Harvard Business School Case 9–200–007 (5 November 1999), p. 2.

482 Perold, 'Long Term Capital Management, L.P. (A)', p. 13.

483 *Ibid.*, p. 16.

484 Про історію фінансової теорії, створеної школою ефективних ринків, див.: Peter Bernstein, *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street* (New York, 1993).

485 Dunbar, *Inventing Money*, p. 178.

486 Roger Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* (New York, 2000), p. 126.

487 Perold, 'Long Term Capital Management, L.P. (A)', pp. 11f., 17.

488 Lowenstein, *When Genius Failed*, p. 127.

489 André F. Perold, 'Long Term Capital Management, L.P. (B)', Harvard Business School Case 9-200-008 (27 October 1999), p. 1.

490 Lowenstein, When Genius Failed, pp. 133-8.

491 Ibid., p. 144.

492 Дякую за цю інформацію Андре Стерну, який був інвестором LTCM.

493 Lowenstein, When Genius Failed, p. 147.

494 André F. Perold, 'Long Term Capital Management, L.P. (C)', Harvard Business School Case 9-200-09 (5 November 1999), pp. 1, 3.

495 André F. Perold 'Long Term Capital Management, L.P. (D)', Harvard Business School Case 9-200-10 (4, October 2004), p. 1. Ці приклади Перола найкраще представляють події.

496 Lowenstein, When Genius Failed, p. 149.

497 'All Bets Are Off: How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital', Wall Street Journal, 16, November 1998.

498 Щодо цього питання див.: Peter Berstein, *Capital Ideas Evolving* (New York, 2007).

499 Donald MacKenzie, 'Long-Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage', *Economy and Society*, 32, 3 (August 2003), p. 374.

500 *Ibid.*, *passim*.

501 *Ibid.*, p. 365.

502 Franklin R. Edwards, 'Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management', *Journal of Economic Perspectives*, 13, 2 (Spring 1999), pp. 192f. Див.також: Stephen J. Brown, William N. Goetzmann and Roger G. Ibbotson, 'Offshore Hedge Funds: Survival and Performance, 1989–95', *Journal of Business*, 72,1(January 1999), 91–117.

503 Harry Markowitz, 'New Frontiers of Risk: The 360 Risk Manager for Pensions and Nonprofits', *The Bank of New York Thought of Leadership White Paper* (October 2005), p. 6.

504 'Hedge Podge', *The Economist*, 16 February 2008.

505 'Rolling In It', *The Economist*, 16 November 2006.

506 John Kay, 'Just Think, the Fees You Could Charge Buffett', *Financial*

Times, 11 March 2008.

507 Stephanie Baum, 'Top 100 Hedge Funds have 75 % of Industry Assets', Financial News, 21 May 2008.

508 Dean P. Foster and H. Peyton Young, 'Hedge Fund Wizards', Economists' Voice (February 2008), p. 2.

509 Niall Ferguson and Moritz Schularick, '“Chimerica” and Global Asset Markets', International Finance 10, 3 (2007), pp. 215–39.

510 Michael Dooley, David Folkerts-Landau and Peter Garber, 'An Essay on the Revived Bretton-Woods System', NBER Working Paper 9971 (September 2003).

511 Ben Bernanke, 'The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit', Homer Jones Lecture, St Louis, Missouri (15 April 2005).

512 'From Mao to the Mall', The Economist, 16 February 2008.

513 Більше про критику нинішньої політики Федеральної резервної системи див.: Paul A. Volcker, 'Remarks at a Luncheon of the Economic Club of New York' (8 April 2008). На думку Волкера, ФРС вдалася «до дій, які баланують на межі її законних і неписаних повноважень».

514 Див., наприклад: Jamil Anderlini, 'Beijing Looks at Foreign Fields in Plan to Guarantee Food Supplies', *Financial Times*, 9 May 2008.

515 За умови, якби не було Першої світової війни, можна припустити, що Німеччина на 1926 р. мала б більшу за Британію частку на світовому експортному ринку: Hugh Neuburger and Houston H. Stokes, 'The Anglo-German Trade Rivalry, 1887–1913: A Counterfactual Outcome and Its Implications', *Social Science History*, 3, 2 (Winter 1979), pp. 187–201.

516 Aaron L. Friedberg, 'The Future of U.S.-China Relations: Is Conflict Inevitable?', *International Security*, 30, 2 (Fall 2005), pp. 7–45.

517 Середня тривалість фінансової кар'єри нинішніх директорів банків «Сітігруп», «Голдман Сакс», «Меррілл Лінч», «Морган Стенлі» і «Джей. Пі. Морган» обмежується 25,5 року.

Післямова

518 Деякі дивовижні одкровення про обмеження глобалізації див.: Pankaj Ghemawat, *Redefining Global Strategy: Crossing Borders in a World Where Differences Still Matter* (Boston, 2007).

519 Frederic Mishkin, Weissman Center Distinguished Lecture, Baruch College, New York (12 October 2006).

520 Larry Neal, 'A Shocking View of Economic History', *Journal of Economic*

History, 60, 2 (2000), pp. 317–34.

521 Robert J. Barro and José F. Ursúa, ‘Macroeconomic Crises since 1870’, *Brookings Papers on Economic Activity* (forthcoming). See also Robert J. Barro, ‘Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century’, Harvard University Working Paper (4 December 2005).

522 Nassim Nicholas Taleb, *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets* (2nd edn., New York, 2005).

523 Nassim Nicholas Taleb, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* (London, 2007).

524 Soros, *New Paradigm*, pp. 91 ff.

525 See Frank H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit* (Boston, 1921).

526 John Maynard Keynes, ‘The General Theory of Employment’, *Economic Journal*, 51, 2 (1937), p. 214.

527 Daniel Kahneman and Amos Tversky, ‘Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk’, *Econometrica*, 47, 2 (March 1979), p. 273.

528 Eliezer Yudkowsky, ‘Cognitive Biases Potentially Affecting Judgment of Global Risks,’ in Nick Bostrom and Milan Cirkovic (eds.), *Global Catastrophic*

Risks (Oxford University Press, 2008). See also Michael J. Mauboussin, *More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places* (New York / Chichester, 2006).

529 Mark Buchanan, *The Social Atom: Why the Rich Get Richer, Cheaters Get Caught, and Your Neighbor Usually Looks Like You* (New York, 2007), p. 54.

530 Про вступні положення дисципліни див.: Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* (Oxford, 2000). Деякі практичні застосування можна знайти у Richard H. Thaler and Cass R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* (New Haven, 2008).

531 Див.: Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving* (New York, 2007).

532 Див., наприклад: James Surowiecki, *The Wisdom of Crowds* (New York, 2005); Ian Ayres, *Supercrunchers: How Anything Can Be Predicted* (London, 2007).

533 Daniel Gross, 'The Forecast for Forecasters is Dismal', *New York Times*, 4 March 2007.

534 Класичне дослідження, уперше опубліковане в 1841 р.: Charles MacKay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (New York, 2003 [1841]).

535 Yudkowsky, 'Cognitive Biases'.

536 Вступні положення праці Ло можна знайти у: Bernstein, *Capital Ideas Evolving*, ch. 4. Див. також: John Authers, 'Quants Adapting to a Darwinian Analysis', *Financial Times*, 19 May 2008.

537 Наступні пасажі почасти взяті з Niall Ferguson and Oliver Wyman, *The Evolution of Financial Services: Making Sense of the Past, Preparing for the Future* (London / New York, 2007).

538 *The Journal of Evolutionary Economics*. Вплив віроботи з цього напрямку: A. A. Alchian, 'Uncertainty, Evolution and Economic Theory', *Journal of Political Economy*, 58 (1950), pp. 211–22, and R. R. Nelson and S. G. Winter, *An Evolutionary Theory of Economic Change* (Cambridge, MA, 1982).

539 Thorstein Veblen, 'Why is Economics Not an Evolutionary Science?' *Quarterly Journal of Economics*, 12 (1898).

540 Joseph A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy* (London, 1987 [1943]), pp. 80–4.

541 Paul Ormerod, *Why Most Things Fail: Evolution, Extinction and Economics* (London, 2005), pp. 180ff.

542 Jonathan Guthrie, 'How the Old Corporate Tortoise Wins the Race', *Financial Times*, 15 February 2007.

543 Leslie Hannah, 'Marshall's "Trees" and the Global "Forest": Were "Giant Redwoods" Different?', in N. R. Lamoreaux, D. M. G. Raff and P. Temin (eds.), *Learning by Doing in Markets, Firms and Countries* (Cambridge, MA, 1999), pp. 253-94.

544 Відсилає, звісно, до книжки Richard Dawkins, *The Selfish Gene* (2nd edn., Oxford, 1989).

545 Rudolf Hilferding, *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development* (London, 2006 [1919]).

546 'Fear and Loathing, and a Hint of Hope', *The Economist*, 16 February 2008.

547 Joseph Schumpeter, *The Theory of Economic Development* (Cambridge, MA, 1934), p. 253.

548 Bertrand Benoit and James Wilson, 'German President Complains of Financial Markets "Monster"', *Financial Times*, 15 May 2008.

Список ілюстрацій

1. Сьерра-Рико в Потосі (Sergio Ballivian)
2. Глиняна табличка з Месопотамії, близько 2000 до н. е. (Trustees of the British Museum)
3. Арешт Джеральда Ло (Mirgorix)
4. Квентін Массейс, «Міняйло з жінкою» (1514) (photo RMN)
5. Сторінка з «таємної книги Медічі» (Archive di Statodi Firenze)
6. Облігації японського уряду з десятирічним терміном погашення (Embassy of Japan in the UK)
7. Пітер ван дер Гейден за картиною Пітера Брейгеля-старшого «Битва за гроші» (пізніше 1570 р.) (Metropolitan Museum of Art)
8. П'ятивідсотковий консоль (липень 1785) (Hersh L. Stern, Annuity Museum)

9. «Бавовняна облігація» конфедератів із купонами (Michael Vidler)
10. «Сіра» п'ятидоларова купюра конфедератів штату Луїзіана (Louisiana State Museum)
11. Німецька мільярдна банкнота (1923) (Ron Wise)
12. Найдавніша акція (1606) (www.oldest-share.com)
13. Акція Індійської компанії (Bibliothèque Nationale)
14. Сцена на вулиці Кенкампуа (1719) (Historic New Orleans Collection)
15. Гравюра із циклу «Велика картина дурості» (1720) (Historic New Orleans Collection)
16. Бернар Пікар, «Пам'ятник нащадкам на згадку» (1721) (Harvard Business School)
17. Алан Ґрінспен і Кеннет Лей (PA Images)
18. Новий Орлеан після урагану «Катріна» (Adrian Pennink)

19. Александр Вебстер читає проповідь в Единбурзі (Dawn Mcquillan)

20. Розрахунки для першого Фонду вдів шотландських священиків
(National Archives, Scotland)

21. Страховий поліс сера Вальтера Скотта (Scottish Widows)

22. Жінки й чоловіки в робітному домі (Ramsay Macdonald Papers, National Archives)

23. Обід у робітному домі св. Мерілебон (Peter Higginbotham)

24. Мілтон Фрідман (University of Chicago)

25. Стоу-гаус (National Trust)

26. Три покоління аристократії: перший, другий і третій герцоги Бекінгеми
(Stowe House Preservation Trust: Stowe School photographic archives)

27. Голодні марші в Детройті (Walter P. Reuther Library)

28. Акція протесту «Геть поліцейський терор Форда і Мерфі!» (Walter P. Reuther Library)

29. «Це дивовижне життя» (PA Images)

30. Денні Фолкнер зі своїм гелікоптером (Dallas Morning News)

31. Вільям Джардін (Jardine, Matheson)

32. Джеймс Метісон (Jardine, Matheson)

33. Хайме Рольдос Агілера з Еквадора та Омар Торріхос із Панами (Getty)

34. Джордж Сорос (Soros)

35. Канцлер скарбниці Норман Ламонт (PA Images)

Чорний лебідь Про (не)ймовірне у реальному житті

Насім Талеб

Бестселер New York Times, входить до 12 найвпливовіших книжок, написаних після Другої світової війни, за версією Sunday Times. Перекладено 32 мовами світу. «Наш формат» також готує до друку наступну книжку Насіма Талеба «Антикрихкість».

Тематика

Філософія, математика, епістемологія ймовірності.

Про книжку

Цілком очевидно, що життя — це сумарний ефект небагатьох важливих потрясінь. Згадайте своє життя. Перерахуйте важливі події й технологічні винаходи, що припали на ваш вік, і порівняйте з колись напрогнозованим. Скільки їх «приїхало за розкладом»? Подивіться на особисте життя, згадайте, як вибирали професію, зустріли свою половинку, емігрували, стикнулися зі зрадою, несподівано розбагатіли або впали у злидні. Чи часто ці події відбувалися за планом? Малоімовірну подію, яка справляє колосальний ефект, колишній трейдер Насім Талеб влучно називав Чорним лебедем.

Для кого книжка

Рекомендовано всім, хто цікавиться теорією ймовірності, математикою, філософією та літературою.

Чому ця книжка

Усі непередбачувані події Насім Талеб називає Чорними лебедями. Він вважає, що саме вони дають поштовх як історії людства загалом, так і життю кожного з нас. Фінансовий гуру й філософ переконаний: щоб досягти успіху, треба знати, як приручити Чорних лебедів. Талебу вдалося продемонструвати свою теорію на практиці: під час фінансової кризи 2008 року компанія, на яку він працював, заробила (а не втратила!) півмільярда доларів.

Про автора

Насім Ніколас Талеб — лівансько-американський літератор, науковець, колишній трейдер і біржовий аналітик, математик і філософ. Випускник Сорбонни та Вортонської школи бізнесу. Автор серії бестселерів «Невизначеність»: «Обдурені випадковістю», «Чорний лебідь», «Прокрустове ложе» та «Антикрихкість». Талеб послідовно відмовляється від нагород, які йому присуджують, оскільки вважає, що вони перетворюють знання на спортивні змагання.



Цивілізація Як Захід став успішним

Ніл Фергюсон

За книжкою «Цивілізація», яка стала бестселером New York Times, знято серію телепрограм на BBC. Журнал Time визнав її автора одним із найвпливовіших людей світу.

Тематика

Історія, культура, політика, економіка, цивілізації, Захід.

Про книжку

Ніл Фергюсон зауважує: «Ще на початку XV століття сама лише думка про те, що наступні п'ять століть Захід домінуватиме над рештою світу, здалася б дуже дивною. А втім, це сталося».

І нині могутність Заходу вражає навіть найбагатшу уяву... То чому ж так трапилося? Чому Європа, що на 1500-й рік поступалася Сходу за багатьма показниками — економічними, технологічними, демографічними, — зуміла різко рвонутися вперед і досягти безперечного світового панування? Які складові успіху західної цивілізації? Саме ці дражливі питання украй сміливо, часом навіть зухвало, а проте надзвичайно захопливо висвітлює Ніл Фергюсон.

Для кого книжка

Для усіх, хто цікавиться історією, політикою, економікою.

Чому ця книжка

Автор бачить проблему сучасного покоління у фрагментарному знанні минулого, тому пропонує цілісну історію світу. Він описує, як конкуренція, розвиток науки і медицини, масове споживання та етика праці допомогли Заходу примножити багатства й розширити вплив та владу. А також розмірковує, до чого може призвести «запозичення» західних норм іншими країнами і чи довго Захід триматиме лідерські позиції у світі.

Про автора

Ніл Фергюсон — видатний британський історик, журналіст, професор Гарварду, старший науковий співробітник Оксфорду і Стенфорду. Автор 14 книжок, зокрема бестселерів «Піднесення грошей» та «Імперія», редактор у Bloomberg Television, оглядач Newsweek.



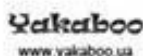
КНИЖКИ «НАШОГО ФОРМАТУ» МОЖНА КУПИТИ ТУТ

Книгарня видавництва «Наш формат», пров. Алли Горської, 5,
(067) 404-37-44, пн-пт: 10:00–19:00, сб: 11:00–17:00, нд: вихідний

Книжковий ринок «Петрівка», 11 ряд, 4–5 місце, (067) 829-13-17
9:00–18:00, без вихідних

www.nashformat.ua — доставка по всьому світу

Інтернет-магазини



Книгарні, заправки, супермаркети



booker.in.ua



Видавництво «НАШ ФОРМАТ»

ПРЕСІ. Відділ маркетингу та PR, pr@nashformat.ua, (044) 222-53-49, (097) 904-36-96

ГУРТОВИКАМ. Відділ збуту, order@nashformat.ua, (044) 222-53-49, (067) 247-57-17

ЧИТАЧАМ. Інтернет-магазин, client@nashformat.ua, (044) 222-53-49, (067) 247-57-37

АРТ-ПРОСТІР. Лекції, дискусії, пров. Алли Горської, 5, Київ, (044) 222-53-49

МУЗИКАНТАМ. Видавництво дисків, pub@nashformat.ua, (044) 222-53-49, (097) 595-62-43

ПРОПОЗИЦІЇ (ПЕРЕ)ВИДАТИ цікаву юніжку надсилайте: newbook@nashformat.ua



Друзі, ми хочемо ставати кращими і вдосконалюватися. Якщо у вас є ідеї, як покращити тексти книжок, або ж ви помітили прикру помилку в перекладі — напишіть нам про це. Кожен відгук важливий для нас!

<http://bit.ly/2miHenB>

— Шукайте «НАШ ФОРМАТ» у соцмережах —

