

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	5
Глава первая ЗАКОМПЛЕКСОВАННЫЙ ВЕК	15
Глава вторая ПЕРИОД РАСКРЕПОЩЕНИЯ	53
Глава третья ПРИЧИНЫ ФИНАНСОВОЙ РЕВОЛЮЦИИ	101
Глава четвертая УСТОЙЧИВОСТЬ «НОВОЙ ЭКОНОМИКИ»	139
Глава пятая ЭТАПЫ БОЛЬШОГО ПРОТИВОСТОЯНИЯ	163
Заключение	195
Примечания	201

ВВЕДЕНИЕ

В октябре 2014 г. Международный валютный фонд впервые поместил Китай на первую строку в списке стран, ранжированных по размеру их экономик, рассчитав валовый внутренний продукт страны за первые три квартала с учетом данных о покупательной способности ее национальной валюты, юаня¹. 20 апреля 2011 г. премьер-министр России В. Путин, выступая перед депутатами Государственной думы, заверил их, что к 2020 г. Россия станет крупнейшей экономикой Европы по размеру ВВП, рассчитываемого по паритету покупательной способности². Определенные основания для оптимизма имелись и у Пекина, и у Москвы. Китай с 2005 по 2014 г. нарастил экспорт товаров в США в 1,92 раза³ и с 2008 г. стал крупнейшим кредитором главной мировой сверхдержавы⁴; Россия в преддверии возвращения В. Путина в Кремль наслаждалась самыми высокими за столетие ценами на нефть⁵, быстро преодолевая последствия скоротечного глобального экономического кризиса 2008–2009 гг., в котором в то время привычно было обвинять США с их «безрассудной» финансовой политикой. Геополитическое возвышение Китая и России никем не ставилось под сомнение; предсказания Ф. Фукуямы о «конце истории»⁶ были забыты, тогда как книги о «возвращении истории»⁷ заполнили полки магазинов. Однако всего несколько лет спустя эксперты наперебой обсуждали первое с 1992 г. (когда Китай начал

публиковать ежеквартальную статистику ВВП) падение китайской экономики на 6,8% в первом квартале 2020 г.⁸ и сокращение российского экспорта на 22,5% в первом полугодии⁹, не переставая удивляться тому, как США, ЕС и Великобритания в не менее сложной ситуации удалось на протяжении всего лишь четырех месяцев мобилизовать для спасения своих экономик рекордную сумму почти в \$5 трлн¹⁰.

Действительно, удивляться сегодня есть чему. То, что мы все имели возможность наблюдать на протяжении прошлого года, поражает воображение и идет вразрез со всеми ранее привычными представлениями. И я говорю не только о пришествии вируса, за год с момента официального уведомления Китаем ВОЗ о его появлении поразившего 84 млн человек и унесшего 1,82 млн жизней¹¹, но и о том, что эпидемия, более чем на квартал остановившая мировую экономику и вызывавшая частичные локдауны на протяжении всего года, заставившая правительства восстановить границы даже там, где их давно не существовало и вынудившая власти ведущих стран довести дефициты своих бюджетов до невиданных в мирное время 7,2–17,9% ВВП¹², все же не смогла свергнуть глобальное хозяйство в долговременный кризис. Экономика была, как сейчас принято говорить, «поставлена на паузу»¹³, но не сорвалась в штопор: в США к середине года фондовый рынок отыграл более 75% потерь и находился в 6–10% от исторических максимумов¹⁴, а реальные доходы населения во втором квартале выросли почти на 14,5%¹⁵. Еще более удивляло, что невиданный приток денежной массы (за первую половину года баланс ФРС вырос на \$2,83 трлн, ЕЦБ — на €1,62 трлн, а Банка Англии — на £220 млрд¹⁶), осуществленный на условиях,

которые нельзя назвать рыночными (учетные ставки к середине марта упали до 0–0,25% в США, 0,1% — в Великобритании и 0% — в еврозоне¹⁷), не спровоцировал роста цен (инфляция во втором квартале в еврозоне составила 0,4%, а в США была зафиксирована дефляция в 1,5%¹⁸) и не привел к значительному повышению стоимости обслуживания сильно возросшего государственного долга. Впервые в истории правительства отказались от практики предоставления льготных кредитов в пользу прямого дотирования потребителей¹⁹ и возмещения коммерческим компаниям издержек, которые те не могли нести²⁰. Могло показаться, что законы рыночного хозяйства перестали действовать — но уже сегодня не приходится сомневаться, что следствием масштабных мер помощи стало сохранение потенциала развития крупнейших западных экономик на фоне серьезных проблем в тех странах, которые еще недавно считали себя почти неуязвимыми, надеясь на скорый конец «американской гегемонии».

Конечно, пока рано подводить окончательные итоги происшедшего. Кризис продолжается; экономики США и европейских стран находятся лишь на ранних этапах восстановления; безработица остается на уровне, который Европа и Америка не видели со времен Великой депрессии, — однако, учитывая насколько успешными в экономическом отношении были предшествующие кризису годы, можно не сомневаться в том, что проблемы удастся преодолеть даже быстрее, чем в период крупных кризисов 1973–1974-го или 2008–2009 гг. При этом и политикам, и ученым сегодня необходимо определить, чем же обусловлен успех экономической политики первой половины 2020 г. Было ли использование «денежного водопада» единичным эпизодом, а его результативность случайной?

Или мы присутствовали при рождении новой глобальной реальности, в которой деньги могут возникать из ниоткуда практически в любом количестве и убивать кризис в зародыше, как лекарства убивают бактерии и вирусы? Не менее важными представляются и некоторые другие вопросы, которые ставились уже давно, но так и не получали ответа.

Финансовые потрясения 2020 г. заставляют задуматься, например, о том, почему страны-эмитенты свободно конвертируемых валют, годами принимавшие дефицитные бюджеты и обремененные постоянно растущим внешним долгом, сегодня противостоят кризису со значительно меньшими потерями (по крайней мере с точки зрения уровня и условий жизни среднего гражданина), чем те, которые по крайней мере последние 20 лет вели исключительно ответственную бюджетную политику и стремились сокращать свои внешние обязательства? Почему страны, накопившие огромные валютные резервы и, казалось бы, обезопасившие собственные денежные единицы от спекулятивных атак, не только не смогли опустить до близких к нулевым значениям учетные ставки, но и вообще задействовать центральные банки для серьезной помощи бюджету? Почему развитые страны смело реагировали на кризис, исходя из потребностей экономики, а развивающиеся были скованы оглядкой на наполненность резервных фондов? И, наконец, главным сейчас является вопрос о том, насколько примененные США и европейскими странами методы борьбы с кризисом могут считаться универсальными и как часто они могут использоваться?

Ситуация, сложившаяся в мировой экономике к середине 2020 г., очень напоминает ту, что имела место в мировой политике 75 лет назад. 16 июля 1945 г., менее чем через

три месяца после того, как СССР нанес поражение своему самому опасному противнику и стал принимать делегации союзников в пригороде поверженной вражеской столицы, в пустыне, неподалеку от городка Аламогордо, было произведено испытание первой атомной бомбы²¹, сделавшей Соединенные Штаты — пусть и ненадолго — самой мощной в военном отношении державой, способной безнаказанно нанести непоправимый ущерб любому сопернику. Советскому Союзу потребовалось несколько лет, чтобы благодаря усилиям разведки и талантам ученых и инженеров²² создать свой ядерный арсенал, после чего несколько десятилетий прошли под знаком беспрецедентной гонки вооружений. Давайте не будем себя обманывать: то, что случилось в 2020 г., крайне похоже на происшедшее много лет назад. Хотя возгласы «Можем повторить!» в последнее время особенно зычно звучали из Москвы, повторили историю скорее американцы. Если им действительно удалось выйти за рамки давно привычных экономических ограничений и создать условия для безграничной эмиссии, способной в случае необходимости наполнять бюджеты, не порождая при этом инфляционного шока и не вызывая необходимости направлять все бóльшие суммы на обслуживание государственного долга, следует признать, что Соединенные Штаты обрели «финансовую ядерную бомбу», ставящую их в совершенно особое положение по отношению к любым другим игрокам.

Процесс, кульминацию которого мы, вероятно, наблюдаем сегодня, начался в середине 1990-х гг. В эпоху стремительного экономического подъема, вызванного завершением холодной войны, набравшей темп глобализацией, «пузыряющимися» фондовыми рынками и масштабной технологической революцией, в мире быстро форми-

ровались опасные дисбалансы. Многие развивающиеся страны восприняли — причем не без оснований — процессы глобализации как «прилив, который поднимает все лодки»²³. За несколько лет накопление богатств на мировой периферии приобрело невиданные масштабы. В конце 1996 г. пять из десяти и девять из двадцати самых богатых людей мира впервые представляли незападный мир²⁴. На протяжении первой половины 1990-х гг. фондовые рынки выросли в Южной Корее в 1,75, на Тайване — в 1,8, в Индонезии — в 2,3, а в Малайзии — в 2,5 раза²⁵. Однако в 1997 г. от процветания не осталось и следа: если в 1996 г. в экономику Южной Кореи, Таиланда, Индонезии, Малайзии и Филиппин иностранные инвесторы вложили рекордные \$93 млрд, то итогом следующего года стал нетто-отток капитала в \$12,1 млрд, что означало сокращение инвестиционной позиции на 11% совокупного ВВП этих стран²⁶. Международным финансовым институтам пришлось ссудить Южной Корее, Таиланду и Индонезии рекордные в то время \$117 млрд²⁷. Отголосками кризиса стали дефолты в России в 1998-м и в Аргентине в 2001 г. Серия кризисов была столь масштабной, что правительства периферийных стран сделали из происшедшего радикальные выводы. Долги, наращивание которых было названо одной из главных причин катастрофы²⁸, теперь повсеместно рассматривались как абсолютное зло, а бюджетные и торговые дефициты — как источник повышенной опасности. Однако последовавшие за этим события стали одними из самых загадочных в мировой экономической истории.

Пострадавшие от кризиса страны, воспользовавшись девальвацией своих валют и открытостью западных рынков, начали стремительно наращивать экспорт, стремясь при этом

ограничивать импорт и накапливать валютные резервы. Легко предположить, что Соединенные Штаты, куда направлялась бóльшая часть дешевых азиатских товаров, не имели особых причин возражать: удешевление импорта внесло значительный вклад в повышение реальных доходов американских граждан, позволяя ограничивать рост номинальной заработной платы, что вызвало рост корпоративных прибылей и сделало президентство Б. Клинтона самым успешным периодом за всю историю американского фондового рынка²⁹. За 1998–2008 гг., в период такой «новой экономической политики», Китай, Южная Корея, Россия, Саудовская Аравия, Индонезия, Малайзия и Таиланд произвели — причем вполне добровольно — самый большой трансферт богатства в истории, поставив в США и Европу огромные объемы сырья и промышленных товаров, получив взамен выросшие более чем в 10 раз (с \$310 млрд до \$3,3 трлн) валютные резервы³⁰. К середине 2000-х гг. процесс привел в замешательство даже американцев, которых начали беспокоить возникающие дисбалансы и легкость финансирования государственного долга, все больше превращавшегося во внешний³¹ (доля иностранных компаний и финансовых институтов среди держателей американских казначейских облигаций достигла в 2008 г. рекордных 61,2%³²). В самих периферийных странах изменившаяся ситуация вызывала эйфорию, заставляя некоторых политиков задуматься (а порой и говорить вслух) о возможности оспаривания глобальной роли доллара и чуть ли не обрушения его курса через манипуляции на валютном рынке. Если проводить условные аналогии с военной историей, такое поведение немного напоминает радость генералов, собравших большие танковые армии в надежде легко победить с этим арсеналом страну, обла-

дающую как ядерным оружием, так и баллистическими ракетами для его доставки.

Собственно, тут мы и подходим к основному вопросу, которому посвящена эта книга. На протяжении многих десятилетий экономическая мощь той или иной страны оценивалась по разным параметрам — от природных богатств до масштабов индустриального производства, от количества накопленного золота до размеров валютных резервов, но в большинстве случаев эти меняющиеся критерии богатства в относительно равной степени применялись к различным экономикам. Этапы хозяйственного развития сменяли друг друга довольно синхронно, а страны, которые не «вписывались» в процесс их смены, мало интересовали лидеров, какими бы масштабами они ни отличались (как никого на Западе особо не интересовал, например, Китай во времена промышленной революции в Европе). Соответственно, в мире формировался понятный механизм конкуренции, основанный на генерации технологических инноваций и способности их использования. В рамках подобной реальности неоднократно — в масштабах сначала Европы, а потом и всего мира — происходила смена хозяйственных лидеров, что было, пожалуй, главным содержанием исторического процесса XVIII–XX вв. Однако на каком-то этапе привычные соотношения нарушились вследствие возникновения новых технологий, новых социальных практик и новой логики воспроизводственных процессов. Эпическая борьба противостоявших друг другу идеологий и «двух мировых систем», которые, по словам французского философа Р. Арона, «представляли собой не два принципиально отличных мира — советский и западный, — а единую реальность, индустриальную цивилизацию»³³, закончилась не тогда,

когда одна из них обанкротилась, а тогда, когда исчезло это связывавшее их единство. С тех пор мир перестал быть миром даже потенциально равных стран; «догоняющее» развитие оказалось как минимум под большим вопросом³⁴, а технологии, экономика и политика стали связаны как никогда прежде. Сегодня мы, похоже, сталкиваемся с неожиданным проявлением такого порядка вещей, которое может иметь драматические последствия, однако для его постижения нам придется перенестись назад в историю — во времена, когда автору этих строк не исполнилось и двух лет.

ЗАКОМПЛЕКСОВАННЫЙ ВЕК

1970 г. завершал десятилетие, которое для многих западных экономик стало, вероятно, самым удачным за последние 100 лет. В Европе продолжался послевоенный подъем, вошедший в историю как *trente glorieuses* («славное 30-летие»); в Соединенных Штатах экономика росла как вследствие налоговой реформы начала 1960-х, когда максимальная ставка подоходного налога снизилась наконец с 91 до 70%³⁵, так и на волне масштабных государственных программ — от Medicare до Food Stamps³⁶. Среднегодовой темп роста экономики Германии в 1960-е гг. составлял 4,6%³⁷, а США — 4,4%³⁸; при этом безработица в Америке, снизившаяся до рекордно низких 3,5% в 1969-м³⁹, по европейским меркам казалась просто-таки чудовищной: в тот же год во Франции без работы оставалось 1,98%, а в Западной Германии — всего 0,53% трудоспособного населения⁴⁰. Средние доходы граждан за 10 лет увеличились на 60,4% в ФРГ, на 53,2% — во Франции и на 50,2% — в Соединенных Штатах (для занятых в промышленно-

сти)⁴¹, при этом прирост основного фондового индекса S&P 500 составил лишь 49%⁴². В целом в этот период европейские экономики устойчиво сокращали разрыв с США: с 1950 по 1973 г. среднегодовой темп прироста ВВП составил в Америке 2,2%, тогда как в Великобритании — 2,5%, во Франции — 4,0%, в Германии — 4,9%, а в Италии — 5,0%⁴³.

В это замечательное время, однако, уже становились различимыми тренды, которые вызывали у экономистов серьезное беспокойство и которые проявили себя в самом начале 1970-х. Однако, прежде чем обрисовать их, нужно отметить, что на протяжении не только 1960-х гг., но и нескольких десятилетий, прошедших со времен Великой депрессии, западные общества в невиданных прежде масштабах допускали влияние (если не сказать — вмешательство) государства (и даже государств) в экономические процессы. С 1933 г., когда президент Ф. Рузвельт начал реализацию своего «Нового курса», свободный мир пережил поистине уникальные события. В 1943 г. дефицит федерального бюджета США достиг исторического максимума на уровне 26,9% ВВП (для сравнения: в кризисном 2009 г. он составлял всего 9,8% ВВП⁴⁴). В 1947-м Америка выдвинула «План Маршалла» — самую большую программу помощи иностранным государствам, сумма которой в сегодняшних ценах равна примерно \$130 млрд и которая в период своего действия (1948–1951 гг.) добавляла ежегодно по 3% ВВП разоренной войной Европе⁴⁵. В начале 1960-х те же Соединенные Штаты анонсировали самый дорогой гражданский технологический проект, когда-либо осуществленный за государственный счет: программа высадки человека на Луну обошлась в \$25,4 млрд (\$152 млрд в нынешних ценах), или 4,5% ВВП 1961 г.⁴⁶ В Европе в 1957 г. шесть

государств подписали Римский договор, основав то, что с годами превратилось в Европейский союз, и инициировав тем самым наиболее эффективный интеграционный процесс в истории. Наконец, нельзя забывать и того, что на протяжении послевоенного периода и Соединенные Штаты, и европейские страны были связаны достаточно жесткими финансовыми договоренностями, достигнутыми в 1944 г. в Бреттон-Вудсе⁴⁷ и предполагавшими довольно строгую координацию валютной политики; эти десятилетия в западном мире были отмечены минимальным количеством банковских кризисов за последние 200 лет⁴⁸.

В свою очередь, политика государственного регулирования экономики стала результатом Великой депрессии, имевшей столь тяжелые хозяйственные и политические последствия, что правительства многих стран обратились к концепции, выдвинутой Дж. Кейнсом в его работах 1930–1936 гг.⁴⁹ Не вдаваясь в подробности, известные большинству читателей, скажу лишь, что в основе кейнсианской теории лежал принцип сглаживания деловых циклов за счет увеличения совокупного спроса в период кризисов и сдерживания темпов роста во время хозяйственного бума⁵⁰. Это предлагалось достигать изменением процентных ставок, повторяющих экономическую динамику (то есть снижением денежного предложения в периоды подъемов и наращиванием капиталовложений в периоды кризисов), а также через государственные инвестиции в разного рода некоммерческие (прежде всего инфраструктурные) проекты во время рецессии. Различные комбинации подобных мер успешно использовались правительствами всех развитых стран в послевоенную эпоху, что имело своим следствием весьма устойчивый рост (самые глубокие кризисы в 1974–1975 и 1982 гг. привели

в США к снижению реального ВВП соответственно лишь на 1,9 и 2,5%⁵¹) и столь же устойчивый тренд к повышению доли ВВП, перераспределявшейся через бюджетные системы (за 1912–1968 гг. она выросла с 2,04 до 32,98% в США, с 9,24 до 43,55% — в Великобритании и с 11,29 до 23,58% — во Франции⁵²). При этом стоит заметить, что в рассматриваемый период сомнений в теоретической верности и практической применимости кейнсианской концепции не возникало.

Между тем, говоря о «закомплексованном» столетии, мы имеем в виду прежде всего несколько иные обстоятельства. Вплоть до описываемого времени финансовые системы западных стран использовали так называемые настоящие деньги (*real money*), противопоставлявшиеся «фидуциарным» или «фиатным» деньгам (*fiat money*). Это означало, что денежные знаки либо имели непосредственную ценность (как, например, золотые и серебряные монеты, находившиеся в широком хождении в Великобритании до 1914 г.⁵³, а в Соединенных Штатах до 1933 г.⁵⁴), либо, если они выпускались в виде банковских билетов, могли быть в неограниченном масштабе и по первому требованию разменяны на золото и серебро. Знаменитая фраза «I promise to pay the bearer on demand the sum of (five, ten, twenty) pounds», до сих пор украшающая билеты Банка Англии, указывает именно на то, что бумажные деньги не являлись теми фунтами, которые выпустивший их банк обязывался предоставить предъявителю банкноты. В период бурного экономического развития 1900–1920-х гг. золотой стандарт выступал фактором сдерживания хозяйственного роста: гарантируя относительную стабильность цен, он не обеспечивал расширения денежной массы вслед за развитием реальной

экономики. Кроме того, Первая мировая война привела к исчерпанию золотого запаса большинства европейских стран и сосредоточению огромных объемов золота в США, куда они переместились в основном в качестве залогов по военным займам (общий объем поступлений с августа 1914 г. по апрель 1917 г. превысил 1680 тонн)⁵⁵. Между тем на Генуэзской конференции 1922 г. европейские страны заявили о намерениях вернуться к золотому стандарту (что, например, Великобритания и сделала в апреле 1925 г.). Одним из условий при этом выступало достижение сбалансированности бюджета, включавшее и сокращение государственных расходов. По мнению многих исследователей, именно настырные попытки загнать экономику в прежние рамки в итоге лишили финансовую систему западного мира необходимой гибкости и спровоцировали Великую депрессию⁵⁶. Вторая мировая война, разорившая Европу и сделавшая Соединенные Штаты единственной экономической сверхдержавой, исключила возможность восстановления прежних реалий, так как золотые запасы европейских стран были в очередной раз исчерпаны, а их экономики подорваны.

Собственно, Бреттон-Вудская система исходила именно из этого и основывалась на существенной (хотя и не на радикальной) модификации прежнего порядка (стоит отметить, что нечто подобное временно возникало в 1917–1920 гг., когда США обеспечили поступления в Великобританию, Францию и Италию значительного количества долларов, использовавшихся в качестве резервного средства⁵⁷). С ее введением страны-участницы не отказались от привязки своих валют к золоту, но согласились с тем, что лишь Соединенные Штаты обладали правом размена доллара на золото по фиксированному курсу. Остальные

государства устанавливали курс своих валют к американской и должны были гарантировать, что колебания его значения не превысят 1% в ту или иную сторону. В случае невозможности соблюдения этого условия производились официальные девальвации или ревальвации (чемпионом в первом случае выступила Франция, произведшая их с 1949 по 1969 г. шесть раз, а во втором — ФРГ с двумя ревальвациями в 1961 и 1969 гг.⁵⁸). При обращении с соответствующим требованием Федеральная резервная система должна была обменивать доллары на золото по твердому курсу \$35 за тройскую унцию. В своем классическом виде система существовала до марта 1968 г., когда сокращающиеся золотые запасы стран-участниц так называемого золотого пула (Gold Pool) подтолкнули их на переход к «двухуровневой» системе расчетов, в которой одной из сторон могли выступать только национальные банки стран-участниц соглашения⁵⁹. Однако даже с учетом этой коррекции можно было утверждать, что привязка основных валют к золоту сохранялась и поддерживалась — пусть и через «посредника» в виде американского доллара. По сути, Бреттон-Вудские соглашения вкупе со статутами Международного валютного фонда и Международного банка реконструкции и развития создавали некий мировой финансовый центр на основе американских Федеральной резервной системы и доллара США⁶⁰, пусть даже формально идея Дж. Кейнса о единой мировой клиринговой валюте (для которой он даже придумал название bancor) и не была принята в ходе самой конференции 1944 г.⁶¹

Действовавшие на протяжении первых шести десятилетий XX в. денежные системы, безусловно, отличались друг от друга, однако в то же время они имели важную черту, которая обуславливала существенную схожесть

использовавших их экономик. Привязка — не важно, непосредственная или опосредованная — валют различных стран к реальному денежному материалу предполагала крайнюю затрудненность, если не сказать невозможность, формирования устойчивых и продолжительных дисбалансов самого разного рода. Правительства, разумеется, могли занимать средства на рынке и наращивать государственный долг, но лишь временно и до определенных пределов. Так, например, в США в 1950–1960-е гг. средний дефицит федерального бюджета составлял менее 0,61% ВВП⁶², а размер государственного долга по отношению к ВВП сократился со 122,5% в конце 1945 финансового года до менее чем 40% по состоянию на 1 октября 1969-го⁶³. То же самое относилось (что кажется сейчас немыслимым) и к балансу внешней торговли. Устойчивое превышение импорта над экспортом могло достигаться только ценой увеличения оттока национальной валюты, которое было чревато последующим предъявлением ее к обмену на золото или (в случае если речь шла не об американской валюте) на доллары, которые, в свою очередь, имели золотое обеспечение. Такое положение вещей делало торговые дисбалансы не менее экзотическим явлением, чем бюджетный дефицит или государственный долг: Соединенные Штаты с 1944 по 1970 г. ни разу не имели отрицательного сальдо ни в торговле товарами, ни в торговле товарами и услугами с остальным миром, а незначительное отрицательное сальдо платежного баланса допускали за все это время всего три раза — в 1950, 1953 и 1959 гг.⁶⁴ В Европе ситуация отличалась из-за послевоенных дисбалансов и огромного инвестиционного импорта в период действия «плана Маршалла», но положение стабилизировалось уже к середине 1950-х гг.

Нельзя пройти мимо и наиболее значимых характеристик денежного рынка — процентных ставок и инфляции. Последняя была достаточно низка ввиду того, что валюты обесценивались несущественно, а конкуренция как внутри отдельных экономик, так и между ними была устойчиво высокой: в США средний темп роста потребительских цен с 1951 по 1970 г. составил 2,41%, в Западной Германии с 1956 по 1970 г. он был даже меньше — 2,33%⁶⁵. В такой ситуации процентные ставки также не могли быть высокими, но при этом они устойчиво находились в положительной зоне: среднее превышение доходности по трехлетним treasuries в США над показателем инфляции составляло 1,97 процентных пункта, а в случае с немецкими Bunds — 0,94 п. п.⁶⁶; можно добавить, что отрицательным это соотношение не становилось ни разу (да и, видимо, вряд ли могло). Ставки коммерческого кредитования первоклассных заемщиков, разумеется, были еще выше и довольно существенно превосходили показатели инфляции. Несмотря на динамичное развитие фондового рынка на протяжении этих лет, его суммарная капитализация составляла 69% в США в 1970 г.⁶⁷ и всего около 50% — для мировых рыночных экономик в 1972 г.⁶⁸

Иначе говоря, не будет преувеличением сказать, что на протяжении большей части XX в. ведущие мировые экономики устойчиво развивались, используя внутренние источники роста, совершенствуя свой индустриальный потенциал и направляя на инвестиционные нужды значительную часть валового внутреннего продукта. Западному миру в те годы противостоял коммунистический лагерь, который также активно развивал промышленное производство и в целом относительно на равных соперничал в сфере тогдашних высоких технологий — вооружений,

ядерной, авиационной и космической сферах. Советский Союз и его сателлиты имели существенно меньший общий валовой продукт, и поэтому для поддержания военно-стратегического паритета и участия в масштабной технологической гонке им требовалась мобилизация на эти цели большей доли своего ВВП, что не позволяло повышать жизненный уровень населения и внедрять технологические достижения из ВПК в гражданский сектор — однако следует признать, что итог экономического соперничества в тот период не выглядел очевидным даже для западных политиков. С начала 1960-х гг. очередным экономическим соперником стала Япония, сделавшая серьезную заявку на технологическое лидерство⁶⁹, используя доведенные до совершенства индустриальные методы развития (сами японцы в те годы характеризовали свою страну как *ultimate industrial society*⁷⁰). Именно такой характер экономической системы мы и имеем в виду, говоря о «закомплексованности» в противоположность современной «раскованности»: как мы видим, возможности правительств и монетарных властей для разного рода выходов за довольно четко очерченные пределы были весьма ограниченными.

Между тем, как мы уже отмечали выше, к 1970 г. наметились тренды, которые стали заметными вызовами для внешне стабильной системы. Наиболее значимыми из них были два; хотя они и связаны друг с другом, мы рассмотрим их по отдельности. С одной стороны, после довольно долгого периода прогнозируемого состояния государственных финансов в США правительство столкнулось с необходимостью избыточных трат: во второй половине 1960-х они обуславливались продолжавшейся гонкой вооружений, набравшей темп космической программой и, что особенно важно, войной во Вьетнаме, требовав-

шей все более активного американского вмешательства (в 1968 г. она обошлась в \$24,5 млрд, что было эквивалентно 16% всех собиравшихся федеральным бюджетом налогов и равнялось почти всему объему бюджетного дефицита⁷¹ [совокупная оценка стоимости вьетнамской войны достигает \$850 млрд в современных ценах⁷²]). С другой стороны, Бреттон-Вудская система, основываясь не на собственно золотом стандарте, предполагавшем параллельное использование металлических и бумажных денег, а скорее на золотодевизном, не учитывала существенного обстоятельства — присутствия золота в мировой экономике не только в качестве денежного материала и стандарта, но и в виде обычного коммерческого товара. Инфляция, которая все же имела место в большинстве стран, приводила к объективному росту цены золота, использовавшегося в электронной и ювелирной промышленности. Первый скачок цен на золото был отмечен еще в октябре 1960 г., когда его рыночная цена поднялась почти до \$40 за унцию, что привело к созданию «золотого пула» и выработке мер быстрого реагирования на конференции в Белладжио в 1964 г.⁷³ Однако со второй половины 1960-х процесс обесценения доллара стал необратим: весной 1968 г. коммерческая цена металла достигла \$40,3 за унцию, а к июлю 1971-го — \$40,95, превысив его «монетарную» оценку более чем на 17%⁷⁴. Возникновение в США значительного бюджетного дефицита и появление заметной маржи на рынке золота — пара факторов, в которой первый отчасти обуславливал второй, — стали бомбой, заложенной под хорошо структурированную и долго функционировавшую конструкцию. Учитывая, что к началу 1971 г. объем долларовых обязательств США превысил \$70 млрд при золотом запасе, составлявшем

в фиксированных ценах всего \$12 млрд⁷⁵, нежизнеспособность системы была очевидной.

Процесс деструкции Бреттон-Вудской системы описан в литературе достаточно детально⁷⁶. В мае 1971 г. ее покинула ФРГ, а летом — Швейцария; доллар потерял больше 10% своей стоимости к основным европейским валютам менее чем за год; конгресс выпустил доклад, обосновывавший необходимость существенной девальвации американской валюты⁷⁷. После того, как в августе 1971 г. администрация Р. Никсона объявила о прекращении обмена доллара на золото⁷⁸, предпринимался ряд попыток восстановить систему (включая знаменитые Смитсоновские консультации, приведшие в декабре 1971 г. к соглашению о снижении золотого содержания доллара до уровня \$38 за унцию⁷⁹), однако постепенно становилось понятно, что некая новая конструкция выглядит неизбежной. При этом я бы отметил, что сама по себе идея регулирования валютных курсов и их привязки друг к другу никуда не ушла: практически вся вторая половина 1970-х и значительная часть 1980-х гг. прошла в переговорах относительно создания нового финансового порядка (примером чего может служить, например, европейская «змейка», позднее приведшая к созданию Европейского валютного союза⁸⁰). Однако нельзя не заметить и другого важного обстоятельства: в этот период особенно большое стремление к «переизданию» системы проявляли европейские страны, тогда как США в целом были более склонны принять принцип плавающих курсов, не предполагавший их четкого закрепления⁸¹. Б. Эйхенгрин, на мой взгляд, совершенно прав, когда говорит о том, что такой подход во многом был порожден низкой зависимостью Соединенных Штатов от внешней торговли⁸² (в 1970 г.

американский экспорт составлял 5,6% ВВП против 16,0% во Франции и 15,1% в ФРГ⁸³). Ведущая роль США в мировой экономике того времени привела в итоге к тому, что «мир пришел к системе полностью фиатных (созданных правительствами) валют, к новой реальности, весьма отличной от характеризовавшей ранний период глобализации конца XIX — начала XX в., когда золотой стандарт создавал то, что являлось, по сути, единым глобальным расчетным средством»⁸⁴.

Между тем характерно, что многие исследователи эволюции международной валютной системы, подробно описывая изменения ее внутренней организации в 1970–1980-х гг., лишь вскользь, да и то не всегда, касаются эффекта, который оказали перемены в валютно-финансовой сфере на экономическую динамику развитых стран в целом и США в частности — и речь в данном случае идет не только об обменных курсах, процентной ставке и инфляции (эти обстоятельства важны, но, на мой взгляд, являются далеко не главными).

Переход к плавающим валютным курсам вызвал несколько последствий. Прежде всего девальвация доллара спровоцировала повышение долларовых цен на ряд базовых биржевых товаров — и в первую очередь на нефть. Если за 20 (!) лет, с 1950 по 1970 г., нефть в текущих ценах подорожала всего на 5,2% — с \$1,71 до \$1,80/баррель, то к концу 1971 г. цена выросла почти на четверть — до \$2,24/баррель, а через год повысилась — задолго до ценовых войн и эмбарго — еще на 10,7%, до \$2,48/баррель⁸⁵. По мере того как цена золота ускоряла свой рост (повысившись более чем в 3,2 раза с мая 1971 по июнь 1973 г.⁸⁶) стремление ОПЕК вернуться к соотношению цен на нефть с рыночной ценой золота росло, что и было

реализовано в знаменитом повышении цены с 1 января 1974 г. (хотя многие исследователи подчеркивают, что даже это не привело к полному восстановлению прежних пропорций⁸⁷). Устойчивый рост нефтяных цен — почти в 4,7 раза в 1973–1974 гг.⁸⁸ — поспособствовал началу серьезного хозяйственного кризиса, радикально изменившего глобальную ситуацию. Экономики США и европейских стран вошли в рецессию, но именно в Соединенных Штатах первыми осознали возможности, открываемые отказом от «сильного доллара». Правительству стало легче занимать, а возникновение торговых дисбалансов перестало считаться опасным (эти процессы, стоит признать, развивались очень медленно на протяжении 1970-х гг., но после очередного «нефтяного шока» в начале 1980-х они проявились во всей красе). Дефицит федерального бюджета, составлявший в 1970 г. 0,3% ВВП, вырос до 4,3% в 1976 г. и 6,3% в 1983-м⁸⁹ (для сравнения: в 1994 г. дефицит федерального бюджета находившейся в катастрофическом положении пореформенной России составлял 10,4% ВВП⁹⁰). В абсолютном значении дефицит подскочил с \$2,8 млрд в 1970 г. до... \$207,8 млрд в 1983-м; государственный долг за тот же период вырос с \$369,0 млрд до \$1,38 трлн⁹¹. Радикально изменился и торговый баланс страны: профицит в торговле товарами в сумме с \$2,6 млрд в 1970 г. сменился дефицитом в \$67,1 млрд в 1983-м — причем 75% этого изменения были обусловлены исключительно фактором роста стоимости импорта нефти и нефтепродуктов⁹².

Дисбалансы в финансовой сфере и первый нефтяной шок породили инфляцию, которая до того времени оставалась достаточно низкой, хотя и начала расти еще в разгар вьетнамской войны. Инфляция год к году увеличилась

с 3,2% в 1972 г. до 9,1% в 1975-м и 13,5% в 1980-м⁹³. В попытке подавить рост цен ФРС начала резко повышать процентную ставку, четыре раза доводя ее до 20% годовых в 1980 и 1981 гг.⁹⁴ (эффективная стоимость федеральных фондов достигла максимума в 19,08% годовых в январе 1981 г.⁹⁵ Эта мера имела два крайне значимых последствия: с одной стороны, она впервые превратила США из экспортера капитала, каким страна была на протяжении всей послевоенной эпохи, в крупнейшего его импортера (в 1984 г. отрицательное сальдо платежного баланса составило \$104,2 млрд, или 2,83% ВВП, а международная инвестиционная позиция США впервые в истории в 1985 г. стала отрицательной⁹⁶); с другой стороны, рост доходности долларовых обязательств нанес радикальный удар по периферийным экономикам, которые, даже будучи экспортерами дорожавшего на мировом рынке сырья, не способны были обслуживать свои долги в новых условиях. С начала 1981-го по начало 1985 г. доллар подорожал к немецкой марке на 57%, к британскому фунту — на 106,3%, а к французскому франку — на 108,3% (по отношению к японской иене рост составил 25,6%⁹⁷), а в 1980–1984 гг. Мексика, Бразилия, Аргентина, Уругвай, Венесуэла, Боливия, Чили, Эквадор и некоторые другие страны объявили о дефолте (Перу стала чемпионом, успев сделать это дважды) и начали переговоры с кредиторами о реструктуризации долга⁹⁸. При этом Соединенные Штаты, пользуясь преимуществами своего уникального экономического и политического положения, в середине 1980-х гг. стали договариваться со своими основными партнерами о возможности контролируемой девальвации доллара с целью некоторого смягчения растущих торговых дисбалансов. Соглашение «Plaza Accord»,

достигнутое в отеле «Плаза» в Нью-Йорке в сентябре 1985 г., привело к снижению курса американской валюты на 40% в течение следующих двух лет⁹⁹ и вернуло систему в относительное равновесие. Сложилась, как сейчас любят у нас говорить, некая «новая нормальность», пришедшая на смену *trente glorieuses*. Она характеризовалась более низкими среднегодовыми темпами роста (с 1973 по 1989 г. они составили в ФРГ 2,21%, в Великобритании — 2,33%, во Франции — 2,68%¹⁰⁰), высокой безработицей (в 1983 г. она достигла в США 9,5%, в ФРГ — 7,1%, во Франции — 8,5%, в Великобритании — 11,7%¹⁰¹), но в то же время предполагала восстановление Соединенных Штатов в качестве центра глобальной экономической системы. Доллар перестал быть абсолютным мерилем стоимости, однако Америка превратилась (пусть еще не окончательно) из кредитора последней инстанции в покупателя последней инстанции: в условиях новой финансовой политики она могла поддерживать экономический рост в мире, открывая своим партнерам доступ на фактически неограниченный потребительский рынок.

С концептуальной точки зрения масштабная трансформация 1970-х гг. стала осмысливаться прежде всего потому, что в ходе кризиса 1973–1974 гг. в переживавшей спад экономике наблюдались мощные инфляционные тренды, еще сильнее обострившиеся в 1980–1981 гг. По мнению большинства экономистов, этот феномен (с которым некоторые страны, как, например, Великобритания, в мягкой форме столкнулись еще в середине 1960-х и который И. Маклеод в свое время назвал «стагфляцией»¹⁰²), не мог быть объяснен, исходя из основных постулатов кейнсианской модели. Поэтому 1970-е и начало 1980-х гг. стали временем поиска новой концепции, которая могла бы как

объяснить основы функционирования «посткейнсианской» экономики, так и предложить новые пути и методы ее регулирования. Наиболее популярной экономической школой в этот период стала так называемая Чикагская школа, наиболее заметные представители которой — М. Фридман и Дж. Стиглер — предложили в качестве альтернатив прежним рецептам умеренное повышение денежного предложения как оптимальный метод стимулирования экономической активности, снижение налогов и ограничение расходов правительства, а также общую либерализацию экономики и сокращение трат на социальные программы и борьбу с неравенством. Исследователи полагали, что инфляция с наибольшей вероятностью будет ускоряться в условиях полной занятости (или безработицы, показатель которой находится на уровне ниже некоего «естественного уровня»), и потому государству следует перенести основной акцент с борьбы за занятость на стимулирование экономического роста, поощряя для недопущения роста инфляции развитие конкуренции через дерегулирование и приватизацию. Концепция, которая вряд ли могла быть применена в условиях действия основных Бреттон-Вудских ограничителей, стала в конце 1970-х весьма популярной и была принята на вооружение Р. Рейганом в США и М. Тэтчер в Великобритании, которые инициировали снижение налогов, рост дефицита государственных бюджетов, широкую программу приватизации и отказались от большей части регулируемых цен и тарифов, широко распространенных к моменту их прихода к власти. В рамках нового подхода основной задачей стало снижение роли государства как экономического агента и использование более гибких форм регулирования хозяйственной деятельности на основе изменения

денежного предложения. В отличие от 1970-х гг., на протяжении которых денежная масса M1 в США прирастала со средним темпом 6,6% в год при средней инфляции 7,1%, в 1980-х гг. первый показатель вырос до 7,5%, тогда как второй снизился до 5,5%¹⁰³.

Между тем изменения в оценке экономических процессов и смена парадигмы хозяйственного регулирования, которые обычно рассматриваются экономистами как главные черты 1980-х гг., недостаточно подчеркивают поистине революционный характер этого десятилетия, которое запустило механизм беспрецедентного перераспределения богатства и влияния в глобальном масштабе.

Отказ от Бреттон-Вудских ограничений резко повысил гибкость американской экономики, позволив ей существенно нарастить бюджетный и торговый дефициты. Это привело, с одной стороны, к осознанию бесперспективности холодной войны и началу перестройки в Советском Союзе, которая через несколько лет привела к дезинтеграции коммунистического блока, распаду СССР, окончанию холодной войны и, с другой стороны, к резкому ускорению технологического прогресса в Соединенных Штатах, которое было обеспечено сразу несколькими факторами: ростом военных ассигнований, упрощением деятельности частных технологических компаний, готовностью государства фактически «дарить» исследователям интеллектуальную собственность¹⁰⁴, созданную на федеральные средства, и даже притоком иностранных ученых и изобретателей в США. Важнейшим «фоном» для этих перемен стало изменение баланса сил между развитым и развивающимся миром, формирующейся постиндустриальной и аграрно-сырьевой цивилизациями. «Закомплексованный век», в рамках которого европоцентричный мир

потерял контроль над своими заморскими владениями, не мог предложить никакого инструмента его восстановления; напротив, на протяжении всех 1960-х и большей части 1970-х гг. «развивающиеся» страны, поддерживаемые СССР, довольно успешно совершенствовали рычаги своего влияния на западные державы и в 1974 г. даже предприняли попытку институционализировать так называемый новый международный экономический порядок¹⁰⁵. С 1970 по 1981 г., когда накопленная инфляция в США составила 134,3%, а доллар потерял 38% своей стоимости по отношению к марке, 38,4% — по отношению к иене и 54,4% — к швейцарскому франку¹⁰⁶, цены на железную руду выросли в 2,85 раза, на алюминий — в 2,06 раза, на уголь — в 6,87 раза; общий индекс цен на неэнергетические сырьевые товары увеличился в 2,38 раза, а на энергетические — в 21,7 раза¹⁰⁷, между тем рыночная стоимость потреблявшейся в США нефти достигла исторического максимума — 6,74% ВВП (для сравнения: в 2011 г., когда среднегодовая цена на нефть достигла максимального значения, этот показатель не превышал 4,84%¹⁰⁸). Однако возрождение западных экономик на новой финансовой основе привело к тому, что сложившийся на рубеже 1970-х и 1980-х гг. дисбаланс оказался обманчив: периферийные страны позволили себе «расслабиться» из-за высоких цен, увеличить непроизводительные траты и военные расходы, накопить номинированные в долларах долги и попали к середине 1980-х в ситуацию, в которой вынуждены были продавать сырье по все более низким ценам¹⁰⁹. В 1988 г. среднегодовая стоимость нефти в сопоставимых ценах достигла 28,2% от показателей 1980 г., а еще через 10 лет, в 1998-м — 17,5%¹¹⁰. Одновременно оказалось, что технологический прогресс, который ускорил становление

постиндустриальной хозяйственной парадигмы в США и в европейских странах, поставил под вопрос возможность соревнования с Западом не только сырьевых, но и индустриальных экономик. Практически одновременно СССР и Япония — две крупнейшие индустриальные державы второй половины XX в. — с разной степенью эффективности исчезли с глобального экономического «небосклона»: Советский Союз обанкротился и распался, а Япония в 1989 г. пережила катастрофический финансовый кризис, положивший конец ее надеждам на мировое экономическое доминирование¹¹¹.

Наступивший на рубеже 1990-х гг. «конец истории» был ознаменован не только крахом коммунизма и всеобщим обращением к демократии¹¹², как это часто считается. Если говорить о постсоветском пространстве, на большей его части эксперименты с демократизацией завершились к 1993–1996 гг.; в Китае и на Ближнем Востоке они так и не начались, а с середины 2000-х общая степень свободы в глобальном масштабе стала последовательно сокращаться¹¹³. Между тем с экономической точки зрения изменения оказались более значительными. Крах коммунизма помог реалистично оценить сравнительный хозяйственный потенциал отдельных стран; доля США в глобальном валовом продукте на этом фоне достигла многолетнего максимума 24% по ППС (и 30% по номинальному показателю в 1999 г.¹¹⁴ Фондовые индексы в США с пикового значения 1987 г. выросли к лету 1998 г. в 3,55 раза, тогда как аналогичные показатели в Японии упали за тот же период более чем на 40%¹¹⁵. Однако я сейчас хотел бы обратить внимание даже не на эти обстоятельства.

Особое экономическое положение Соединенных Штатов обусловило два важных процесса.

С одной стороны, с самого начала 1990-х гг. США превратились в крупнейшего потребителя импортных промышленных товаров в мире. Несмотря на то, что затраты американцев на покупку энергоносителей, сырья и продуктов его первичной переработки сокращались (совокупная стоимость импорта нефти с 1990 по 1995 г. снизилась с \$69,5 млрд до \$54,8 млрд в текущих ценах¹¹⁶), страна предъявляла все больший спрос на потребительские товары, оргтехнику и электронику. Этот тренд удачно наложился на индустриализацию ряда стран, которые стали известны как «азиатские тигры», — Южной Кореи, Тайваня, Малайзии, Сингапура и Таиланда (несколько позже к ним присоединился и Китай). В последние годы холодной войны экспортоориентированная индустриализация стала рассматриваться как наиболее удачный вариант догоняющего развития; в 1993 г. Всемирный банк выпустил ставший классическим доклад о «восточно-азиатском экономическом чуде»¹¹⁷. В первой половине 1990-х гг. азиатские страны обеспечивали от 35 до 54% прироста своего ВВП исключительно за счет наращивания экспорта в США, которые без особых опасений увеличили свой дефицит в торговле товарами с остальным миром с \$76,9 млрд в 1991 г. до \$191,0 млрд в 1996-м¹¹⁸. Параллельно рос и государственный долг — но на фоне повышения доходов, обогащавшего домохозяйства роста курса акций и формирования в экономике высокотехнологических кластеров все эти обстоятельства казались несущественными.

С другой стороны, в 1990-е гг. американскую модель развития в мире стали рассматривать как несомненный пример для подражания. Практически во всех регионах быстрого экономического роста ставка делалась на при-

влечение инвестиций через механизм фондового рынка, масштабные инвестиционные и девелоперские проекты и, что наиболее важно, на активное долговое финансирование. Однако в отличие от Америки, где к этому времени существовали гигантские возможности рефинансирования и которая, по сути, не имела ни внешнего долга, ни внешней торговли, так как делала заимствования и покупала товары за собственную валюту, бурно развивавшиеся в 1990-е гг. экономики Азии оставались зависимы от западного мира, хотя и не осознавали этого. К середине десятилетия развивающиеся рынки стали считать себя чуть ли не сопоставимыми по экономической мощи с развитым миром; все инвестиционные гуру наперебой говорили о подъеме Азии¹¹⁹ или о новом эльдорадо, который представляют собой фондовые рынки в Таиланде или России¹²⁰, не обращая внимания на то, что финансовые кризисы на периферии никто не отменял, что подтвердилось, например, в Мексике в 1994 г. В результате в 1997–1998 гг. в большинстве азиатских государств разразились мощные финансовые кризисы, их валюты обесценились, а стоимость активов снизилась в несколько раз. В 1998 г. Россия, а в 2001 г. Аргентина объявили дефолты по своим долговым обязательствам — и с этого времени началась очередная волна наращивания американского финансово-экономического доминирования.

На рубеже 1990–2000-х гг. американская финансовая система в последний, как мне кажется, раз как бы оглянулась (хотя бы частично) в свое «славное прошлое». С одной стороны, торговые дефициты продолжали бить один рекорд за другим, и США в 1998–1999 гг. сделали все от них зависящее, чтобы поддержать азиатские экономики (как пролоббировав масштабные кредитные про-

граммы по линии МВФ, так и не предприняв никаких мер по ограничению импорта из стран, валюты которых существенно девальвировались и которые таким образом получили существенные конкурентные преимущества перед американскими производителями). С другой стороны, экономический бум подталкивал к повышению процентной ставки, как во времена, когда кейнсианские рецепты не подвергались сомнению. В мае 2000 г. учетная ставка ФРС достигла 6,5% годовых, а федеральный бюджет в 1998–2001 гг. продемонстрировал самый значительный профицит в истории, суммарно составивший \$558,6 млрд¹²¹. «Я стою перед вами, чтобы сообщить: Америка осуществила самый долгий в мирное время период экономического роста за всю нашу историю» — так начал свое заключительное обращение «О положении страны» президент Б. Клинтон 19 января 1999 г.¹²², и он имел все основания для подобного утверждения.

Между тем последствия кризисов 1997–2001 гг. отнюдь не сводились для США к возможности наращивания дешевого импорта или установления контроля над разорявшимися азиатскими компаниями. Новое десятилетие открыло совершенно другие, практически бесконечные возможности, которые подготавливались как экономическими процессами, запущенными на периферии, так и политическими трендами, исходившими из развитых стран.

Экономические моменты определялись прежде всего тем, как были переосмыслены уроки кризиса 1998–2001 гг. от Сеула до Эр-Рияда, от Москвы до Буэнос-Айреса. Оценив случившееся, руководители всех пострадавших стран единодушно пришли к выводу о том, что главной причиной уязвимости их экономик была неспособность

контролировать внешний долг и отбивать спекулятивные атаки на национальные валюты. Поэтому важнейшей задачей стало превращение этих стран из крупных заемщиков (какими они были в 1990-е гг. в надежде ускорить экономический рост или просто пытаясь залатать дыры в бюджете) в нетто-кредиторов, а также накопление валютных резервов, которые могли помочь удержать курс и позволить национальным компаниям в случае экстренной необходимости расплатиться по их внешним обязательствам. Фоном для этого тренда стало, с одной стороны, продолжение стремительного роста индустриальных экономик (в значительной мере вызванное уже отмеченной готовностью американцев повышать закупки их товаров) и, с другой стороны, смена понижательной динамики цен на сырье повышательной (которая была обусловлена ростом потребления энергоносителей и других *commodities* в азиатском регионе, в свою очередь обеспечивавшего производство товаров для американского рынка). В результате за несколько лет, с 2000 по 2006 г., периферийные страны в разы снизили свои внешние обязательства (на конец 2007 г. отношение внешнего долга к ВВП составляло в России 7,2%, а в Саудовской Аравии — 17,11%, хотя в конце 1990-х показатели обеих стран превышали 100%¹²³), конвертируя свои значительные внешнеторговые профициты в увеличение валютных резервов (на ту же дату они достигли в Китае \$1,55 трлн, в России — \$479 млрд, в Саудовской Аравии — \$309 млрд, а в Южной Корее — \$263 млрд¹²⁴). По понятным причинам все эти государства стремились максимально обезопасить свои резервы и обеспечить им доходность в той валюте, в которой они их накапливали, — в долларе. Единственным активом, гарантировавшим и то и другое,