

ПРИЧИНЫ И УРОКИ ПРОШЛЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ КРИЗИСОВ В США

Великая депрессия 1930-х
и экономическая рецессия 1970-х годов

Владимир СОКОЛОВ

доцент Международного института
экономики и финансов ГУ—ВШЭ

Оіковоча • Політика

ОΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΡΟΛΙΤΙΚΑ

И С Т О Р И Я

Введение

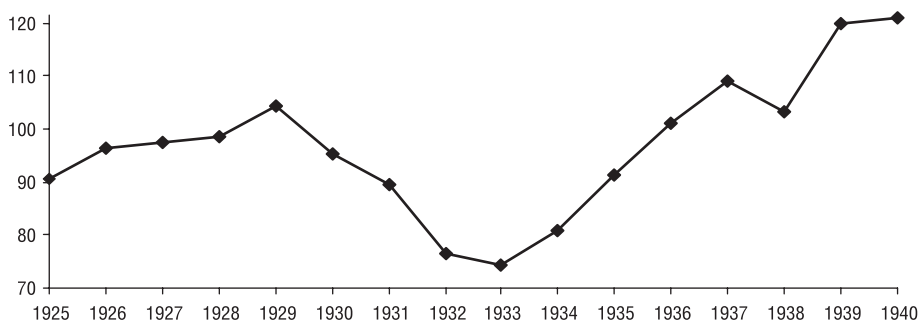
Экономический кризис, охвативший мировую экономику в 2008 году, является, по мнению многих экономистов, одним из наиболее серьезных экономических потрясений после Второй мировой войны. Поскольку источником кризиса послужили дисбалансы американской финансовой системы и ипотечный пузырь, надувшийся на рынке недвижимости США, большинство современных исследований направлены на изучение проводимой американскими финансовыми органами политики по выходу из кризиса.

В этом контексте целесообразно рассмотреть основные предпосылки двух других глубоких экономических кризисов, потрясших американскую экономику в 1930-х и 1970-х годах. В настоящей статье поставлена цель провести исторический анализ Великой депрессии 1930-х и рецессии 1970-х годов, а также проследить эволюцию воззрений экономистов, связанных с оценкой значимости различных факторов спада экономического производства и роста безработицы в течение продолжительного отрезка времени. Изучение интеллектуальной среды, преобладающей среди творцов экономической политики того времени, а также взглядов современных экономистов на проводимую в 1930-е и 1970-е годы политику поможет читателю сформировать представление о консенсусе, достигнутом современными экономистами по поводу способов выхода из кризисов.

1. Великая депрессия 1930-х годов

Экономический спад и дефляция

Началом Великой депрессии в США принято считать август 1929 года, когда индекс промышленного производства достиг своего пика. Последующая динамика как промышленного производства, так и национального продукта в целом была отрицательной до начала 1934 года. Рис. 1 показывает динамику ВВП США в постоянных ценах 1929 года, из которого видно, что ВВП падал на протяжении четырех лет и, возобновив рост, достиг уровня 1929 года только в 1937 году. Хотя график и имеет V-образную форму, глубина падения (29% от пика) и продолжительность восстановления до предкризисного уровня (8 лет) говорят об очень большой потере благосостояния многих экономических субъектов того времени.



Источник: Groningen Growth and Development Centre.

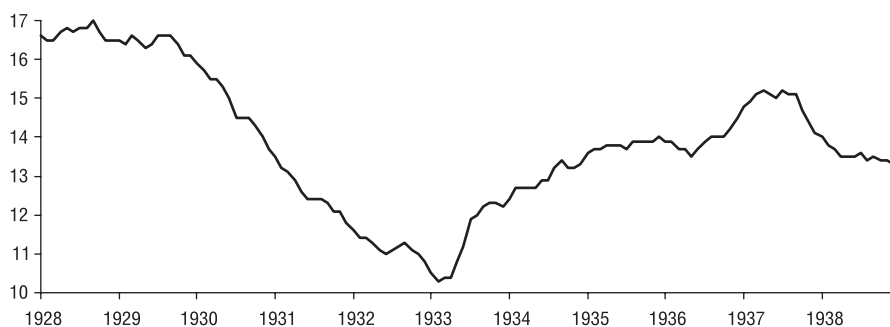
Рис. 1. Динамика ВВП США в постоянных ценах 1929 года

Для сравнения обратимся к недавнему исследованию К. Рогоффа и К. Рейнхарта¹, в котором проводится анализ всех крупных финансовых кризисов после Второй мировой войны. По их расчетам, падение реального выпуска, ассоциируемое со средним послевоенным кризисом, составляет 9,3%, а продолжительность спада от пика до дна — в среднем 1,9 лет, что значительно ниже падения экономики США во время Великой депрессии. Также Рогофф и Рейнхарт приводят данные о том, что уровень безработицы в США во время Великой депрессии достигал 22% и период роста безработицы составил 4 года, в то время как уровень безработицы во время среднего послевоенного кризиса составляет 7%, а период роста безработицы — 4,8 лет.

Отдельным характеризующим Великую депрессию фактом, которому экономисты уделяют много внимания, была затянувшаяся *дефляция* цен производителей. Рис. 2 демонстрирует динамику индекса цен производителей с января 1928 по сентябрь 1933 года, из которого видно, что падение цен началось в сентябре 1929 года и закончилось в мае 1933 года, что совпадает по времени с негативной динамикой ВВП.

Следующей важной характеристикой Великой депрессии является дефляция цен активов, таких как стоимость недвижимости и ценных бумаг. На рис. 3 представлена динамика индекса Доу-Джонса и объемы торгов акций, составляющих индекс. Отсюда вытекает несколько выводов. Во-первых, бир-

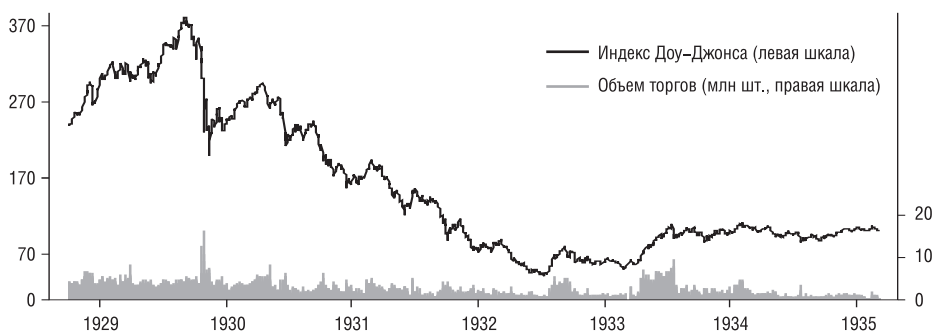
¹ Rogoff K., Reinhart C. The Aftermath of the Financial Crises // American Economic Review. 2009. Vol. 99. No 2. P. 466—472.



Источник: U.S. Department of Labor: Bureau of Labor Statistics.

Рис. 2. Динамика индекса цен производителей (1982 = 100)

жевой крах 1929 года сопровождался существенным ростом объема торгов, что подтверждает панический характер продаж. Во-вторых, на этапе падения рынка за всеми попытками роста следовали еще более сильное падение. Это свидетельствует о том, что в ходе кризиса больше денег было потеряно инвесторами на попытках поймать дно фондового рынка, чем во время биржевого краха 1929 года. В-третьих, падение продолжалось до второй половины 1932 года, следовательно, фондовый рынок начал свое восстановление раньше реального сектора. Также перелом тренда на этапе 1932—1933 годов сопровождался увеличением объема торгов.



Источник: djindexes.com.

Рис. 3. Динамика индекса Доу-Джонса

Предпосылки Великой депрессии и первая волна кризиса (1929—1930 годы)

Представители различных экономических школ акцентируют внимание на различных предпосылках Великой депрессии. Одна из дискуссий вращается вокруг взаимосвязи финансовых рынков и реального сектора. Часть экономистов считают, что среди причин, вызвавших кризис, были активные спекуляции на фондовом рынке и рынке недвижимости, а последующий биржевой крах привел к стагнации в экономике. В то же время многие экономисты, такие, например, как Р. Дорнбуш, С. Фишер и Р. Старц², разграничивают коллапс фондового рынка 1929 года и падение экономики, считая их независимыми событиями.

² Dornbusch R., Fischer S., Startz R. Macroeconomics. 9th ed. Columbus, OH: McGraw-Hill, 2003.

Другая область дискуссии касается роли монетарных факторов. Приверженцы монетаристской школы считают, что проциклическая денежная политика Федеральной резервной системы была большой ошибкой. Она привела к кредитному сжатию и усугубила падение реального выпуска. В то же время экономисты неоклассической школы сомневаются в причинно-следственной связи между величиной денежных агрегатов и динамикой реального выпуска и приводят аргументы в пользу эндогенной зависимости между этими показателями.

Следует отметить, что дискуссия по поводу монетарной политики ФРС активизировалась сравнительно недавно. В годы Депрессии обсуждение роли государства, инициированное представителями кейнсианской экономической школы, фокусировалась на фискальной политике правительства. Основы теории Кейнса были заложены до Великой депрессии, и Кейнс вместе со своими последователями объяснял глубокий экономический спад 1930-х годов падением агрегированного спроса. Так, согласно данной теории снижение инвестиций и потребления было результатом очень глубокого падения ожиданий частного сектора, связанных с перспективами американской экономики. В то же время администрация президента Э. Гувера проводила политику балансирования как фискального бюджета, так и экспортно-импортного сальдо. Для этих целей правительство снизило государственные расходы и увеличило импортные тарифы, что дополнительно усилило снижение агрегированного спроса. Кроме того, президент Гувер призывал работодателей даже при падающем спросе на продукцию не урезать номинальные зарплаты рабочих. Данный фактор при дефляции отпускных цен привел к росту реальных зарплат и, согласно Кейнсу, еще больше усугубил безработицу и падение реального выпуска.

Помимо споров об относительной значимости факторов, приведших к Великой депрессии, объектом дискуссий остается и вопрос о том, как эти факторы могли вызвать экономическую стагнацию такого масштаба на столь длительном отрезке времени. Например, если кейнсианское объяснение верно, то почему частный сектор был настолько пессимистичным и может ли данный фактор объяснить почти 50-процентное падение ВВП во время Великой депрессии. Также следует отметить, что история США знала много кризисов фондового рынка, таких, например, как «черный понедельник» 1987 года, отметившийся самым большим дневным падением в истории фондового рынка США и превзошедший биржевой крах 1929 года. Тем не менее экономика США не впала после этого в депрессию. Монетарная политика ФРС также часто подвергалась критике, как, например, во время рецессии 1970-х годов, когда она привела к стагфляции. Во всех случаях эти негативные факторы способствовали циклическим спадам экономики США, но ни один из них не был столь глубок и продолжителен, как Великая депрессия.

Роль финансового сектора: биржевой крах 1929 года

Для многих людей, отдаленно знакомых с историей Великой депрессии, главным событием, ознаменовавшим начало экономического спада, является паника на Нью-йоркской фондовой бирже 24 октября («черный четверг») и 28 октября («черный понедельник»³) 1929 года. Вместе с тем, не все однозначно оценивают причинно-следственную связь между биржевым крахом 1929 года и последующим экономическим спадом. Был ли биржевой крах

³ В «черный понедельник» объем торгов составил 16 млн акций, что оставалось рекордом на протяжении около 40 лет.

основной предпосылкой Великой депрессии или падение фондового рынка было лишь реакцией цен активов на спад производства? В этом контексте исследователи указывают на два важных момента: во-первых, начало падения промышленного производства в США предшествовало биржевому краху (пик производства пришелся на август 1929 года), во-вторых, объем инвестиций частного сектора в фондовый рынок был ниже современных значений, а следовательно, меньше было и влияние эффекта богатства на потребление.

Наряду с этим ряд экономистов того времени (Й. Шумпетер, Ф. Гордон) указывают на взаимосвязь между биржевым крахом и расходами потребителей. К. Ромер⁴ приводит весомый аргумент в пользу того, что падение фондового рынка стало фактором, обусловившим в затянувшийся спад реального производства. Используя годовые данные по производству в различных секторах экономики, она находит устойчивую отрицательную взаимосвязь между волатильностью фондового рынка перед биржевым крахом 1929 года и потребительскими расходами на товары длительного потребления в течение 1929—1930-х годов. Ромер показывает, что падение фондового рынка обусловило большую неопределенность ожиданий частного сектора относительно будущего экономического роста, что вело к падению расходов и к ускоренному снижению деловой активности.

Сравнивая биржевой крах 1929 года с падением фондового рынка 1987 года, Ромер показывает, что события «черного понедельника» 1987 года, когда индекс Доу-Джонса упал на 22,6%, не привели к значимому росту волатильности фондового рынка и воспринимались экономическими субъектами как единичный эпизод. В отличие от 1929 года падение фондового рынка в 1987 году не привело к росту неопределенности, к падению расходов на товары длительного пользования и к последующей стагнации промышленного производства.

Несомненно, такие факторы, как институциональные проблемы банковской системы, ошибки монетарной и фискальной политики, речь о которых пойдет ниже, играли немаловажную роль в Великой депрессии. Но вместе с тем эмпирическая взаимосвязь между волатильностью фондового рынка и снижением потребления свидетельствует о значимой роли финансового кризиса в распространении депрессивных эффектов в американской экономике 1930-х годов.

Монетарная политика ФРС

Другой предпосылкой Великой депрессии, относительно которой ведутся дискуссии, является монетарная политика ФРС. Следует отметить, что до публикации книги М. Фридмана и А. Шварц⁵ большинство экономистов не придавали этому фактору большого значения, а фокусировались либо на кейнсианских факторах агрегатного спроса, либо на идеях недопотребления, существования избыточных мощностей и товарных запасов⁶.

Книга Фридмана и Шварц представляет собой детальное исследование монетарной истории США с 1867 по 1960 год, в котором авторы уделяют

⁴ *Romer C.* The Great Crash and the Onset of the Great Depression // *The Quarterly Journal of Economics*. 1990. P. 597—624. Кристина Ромер является Председателем Совета экономических консультантов Президента Барака Обамы.

⁵ *Friedman M., Swartz A.* A Monetary History of the United States, 1863—1960. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1963.

⁶ *Phillips C., McManus T., Nelson R.* Banking and the Business Cycle: A Study of the Great Depression in the United States. N.Y.: The Macmillan Company, 1937.

большое внимание эпизоду Великой депрессии и показывают корреляцию между ужесточением денежно-кредитной политики ФРС и падением производства. Авторы указывают, что решение ужесточить монетарную политику было продиктовано желанием остановить спекуляцию на фондовом рынке и на рынке недвижимости, которую монетарные власти того времени считали основной причиной экономической нестабильности.

Одним из первых шагов ФРС по ликвидации спекуляций было увеличение ставки дисконтирования, которая в период с 1928 по 1929 год была поднята с 3,5 до 5%. Увеличение ставки значительно пошатнуло уверенность инвесторов относительно продолжения роста фондового рынка и, как утверждают Фридман и Шварц, способствовало его октябрьскому краху, обусловившему негативное воздействие на реальный сектор. В то же время с декабря 1927 по июль 1928 года монетарная база уменьшилась на 889 млн долл., из которых 303 млн составил отток золота во Францию, связанный с реформами французского правительства А. Пуанкаре, 393 млн долл. — продажи ценных бумаг ФРС на открытом рынке и 193 млн долл. — сокращение объема векселей на балансе ФРС⁷. Работа Дж. Хэмилтона демонстрирует, что данное сочетание роста ставки дисконтирования и снижения монетарной базы было осознанным выбором ФРС и стало выражением очень жесткой монетарной политики⁸.

По расчетам Б. Бернанке, с июня 1928 по июнь 1930 года монетарная база в США уменьшилась на 6%⁹. Бернанке показывает, что это падение произошло невзирая на рост процентных ставок в США, приведший к 10-процентному приросту золотых резервов ФРС на этом отрезке времени. Это привело к замедлению роста денежного предложения в экономике. Хэмилтон, в свою очередь, демонстрирует, что в период 1920—1927-х годов рост реального денежного агрегата M2 (M2/ИПЦ) составлял в среднем 5,6% в год, в то время как в 1928—1930 годах рост данного агрегата составил менее 2%, что можно связать с кредитным сжатием экономики. Он выдвигает гипотезу, что замедление роста денежного предложения было неожиданным для частного сектора, и именно непредсказуемая дефляция привела к значительному падению реального выпуска.

Экономисты, считающие, что денежные агрегаты нейтральны по отношению к реальному выпуску, скептически восприняли утверждения Фридмана и Шварц о причинно-следственной связи между политикой ФРС и Великой депрессией¹⁰. Во-первых, могло ли столь небольшое уменьшение денежного предложения привести к столь значительному падению ВВП? Во-вторых, мог ли экономический спад быть вызван другими немонетарными факторами, а последующее сжатие денежной массы быть эндогенным переходом к новому равновесию?

Следует отметить, что в своих академических исследованиях Б. Бернанке указывает на значимую корреляцию денежных агрегатов и объемов производства¹¹. Будучи главой ФРС, в своих публичных выступлениях он также

⁷ Federal Reserve Board 1929 Annual Report.

⁸ *Hamilton J.* Monetary Factors in the Great Depression // *Journal of Monetary Economics*. 1987. Vol. 19. P. 145—169.

⁹ *Bernanke B.* The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach // *Journal of Money, Credit and Banking*. 1995. Vol. 27. No 1.

¹⁰ *Temin P.* Did Monetary Factors Cause the Great Depression? N.Y.: W.W. Norton, 1976; *Temin P.* Lessons from the Great Depression. Cambridge MA: MIT Press, 1989.

¹¹ *Bernanke B., James H.* The Gold Standard, Deflation and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison // *Financial Markets and Financial Crises* / R.G. Hubbard (ed.). Chicago: University of Chicago Press, 1991; *Bernanke B.* The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach.

придает большое значение концепции Фридмана—Шварц, подчеркивающей большую роль монетарных факторов в усугублении Великой депрессии¹².

В заключение обзора монетарной политики ФРС следует сказать, что установление причинно-следственной связи между денежными агрегатами и реальным выпуском для того отрезка времени затрудняется тем фактом, что ФРС была менее независима в проведении монетарной политики и ее действия были во многом продиктованы как краткосрочными политическими решениями, так и ограничениями, накладываемыми золотым стандартом, которому следовали США в то время.

Роль золотого стандарта в распространении Великой депрессии

Период Великой депрессии характеризовался падением выпуска и ростом безработицы не только в США, но и во многих других промышленно развитых странах. В связи с этим много исследований посвящено изучению финансовой архитектуры и кооперации между денежными властями разных стран в то время. В работах П. Темина, Б. Бернанке и Г. Джеймса, Б. Айхенгринна показано, что стремление США и большинства развитых стран восстановить и поддержать золотой стандарт после Первой мировой войны привело как к распространению кризисных явлений от одной страны к другой, так и к углублению экономических проблем в странах, приверженных этому стандарту¹³. Попытки центральных банков предотвратить отток золотовалютных резервов с целью сохранения паритета курса валют с золотом выражалось в ужесточении денежной политики и в росте процентных ставок. Это вело к давлению на банковскую систему, сужению кредитования и снижению инвестиций.

Почему денежные власти стремились сохранить золотой стандарт? Одной из главных причин было желание вернуться к периоду финансовой стабильности и активной мировой торговли, которыми характеризовалась эпоха классического золотого стандарта до Первой мировой войны. После войны многие страны нуждались в восстановлении своих производственных мощностей, и считалось, что стабильность обменных курсов, обеспеченная золотым стандартом, приведет как к росту торговли между странами, так и к притоку международного капитала в экономики, разрушенные войной. Кроме того, считалось, что требования по поддержке паритета валют к золоту укрепят фискальную и монетарную дисциплину монетарных властей стран — участниц стандарта, которая пошатнулась во время Первой мировой войны, когда власти прибегали к сеньоражу и монетизации долга.

Как отмечают Б. Айхенгрин и Дж. Сакс, золотой стандарт хотя и накладывал на правительства обязательства по поддержке паритета, однако предоставлял монетарным властям каждой страны значительную автономию¹⁴. Это отличало финансовую архитектуру межвоенного периода времени от эпохи классического золотого стандарта до Первой мировой войны. В тот

¹² *Bernanke B.* Money, Gold and the Great Depression. Parker Willis Lecture in Economic Policy, Washington and Lee University, 2004.

¹³ *Bernanke B., James H.* The Gold Standard, Deflation and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison; *Eichengreen B.* Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression. N.Y.: Oxford University Press, 1992. *Temin P.* Lessons from the Great Depression.

¹⁴ *Eichengreen B., Sachs J.* Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s // *Journal of Economic History*. 1985. Vol. 45. P. 925—946.

период существовала тесная международная кооперация между центральными банками стран-участниц в виде предоставления золотых резервов в случае их временного сокращения. Это значительно снижало валютный риск и способствовало стабилизации курсовых и инфляционных ожиданий частного сектора. Отсутствие такой кооперации в годы Великой депрессии привело к так называемой политике разорения соседа. Для того чтобы предотвратить отток золотовалютных резервов, центральные банки должны были либо девальвировать свою валюту с целью обеспечения профицита по текущему счету, либо поднимать процентную ставку с целью привлечения золотовалютных резервов.

Рост процентных ставок в США в 1928—1929 годах был обусловлен борьбой со спекуляциями на фондовом рынке и привел к притоку золотовалютных резервов из других стран. Поскольку в Германии, Италии, Великобритании и в других странах — участницах золотого стандарта девальвация были невозможны, центральные банки этих стран стали поднимать учетные ставки с целью предотвратить отток золотовалютных резервов. Данная политика привела к снижению инвестиций из-за удорожания капитала, а также к давлению на балансы коммерческих банков и к кредитному сжатию. В этот период США и Франция аккумулировали более половины мирового предложения золота. Продолжая удерживать высокие процентные ставки, они пытались привлечь больше золота для поддержания внутреннего уровня цен. Как отмечает Б. Айхенгрин, такая намеренная политика привела к дефляционному давлению на всю мировую экономику и прежде всего на страны со слабыми валютами, которые выстроили пирамиду иностранных заимствований на «узкой базе золотых резервов»¹⁵. Страны Центральной и Восточной Европы могли тогда поддерживать фиксированный обменный курс к золоту только при помощи доступа к кредитным ресурсам, поступающим из США и Великобритании. Это позволяло им иметь дефицит текущего счета без увеличения процентных ставок. Когда в 1929 году США озаботились внутренними проблемами и стали увеличивать процентные ставки, в экономике стран Восточной Европы произошел внезапный разворот потоков капитала¹⁶.

Кроме попыток привлечь иностранный капитал, правительства стран — участниц золотого стандарта также прибегали к протекционистским мерам по отношению к иностранным торговым партнерам. По мере роста тарифов на импортные товары, вызванного желанием сохранить золотовалютные резервы, мировая торговля сжималась, что привело к распространению кризиса на другие страны, изначально в него не вовлеченные. Исследование К. Киндлербергера демонстрирует помесечное сокращение объемов торговли между 75 крупнейшими экономиками в период 1929—1993 годов¹⁷. Из рис. 4 видно, что с января 1929 по январь 1933 года общий объем торговли между странами упал с 2998 до 992 млн долл.

Экономисты различных школ согласны с тем, что в отличие от эпохи классического золотого стандарта поддержание курсового паритета с золотом

¹⁵ *Eichengreen B. Elusive Stability: Essays in the History of International Finance, 1919—1939. Cambridge: Cambridge University Press, 1990; Eichengreen B. Averting a Global Crisis // The Interwar Depression in International Context / H. James (ed.). Munich: R. Oldenbourg, 2002.*

¹⁶ Интересно провести параллели с современным опытом стран Восточной Европы, которые также поддерживали дефицит текущего счета путем внешних заимствований и испытали «sudden stop» после начала мирового финансового кризиса в 2008 году.

¹⁷ *Kindlerberger C. The World in Depression, 1929—1939. Berkeley: University of California Press, 1973.*

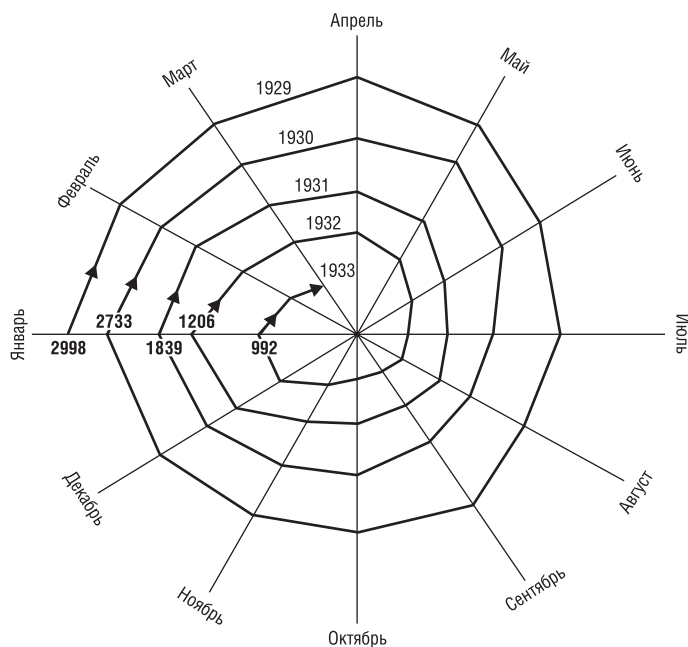


Рис. 4. Внешнеторговые отношения между крупнейшими экономиками в период Великой депрессии

без международной кооперации¹⁸ оказало дестабилизирующее влияние на мировую финансовую систему в 1930-е годы, привело к распространению кризиса и значительно усугубило падение экономик, поддерживающих золотой стандарт. Тот факт, что предложение денег в каждой стране напрямую зависело от золотовалютных резервов центральных банков, существенно ограничивал кредитную экспансию. Пытаясь привлечь потоки золота в свою страну, центральные банки поднимали процентные ставки, а правительства проводили протекционистскую политику и стремились балансировать бюджет, сокращая государственные расходы. Это вело к сокращению деловой активности как внутри стран, так и на мировой арене.

В подтверждение тезиса о том, что сохранение золотого стандарта оказывало негативное влияние на страны — участницы данной системы, экономисты обращаются к опыту стран, вышедших из нее. Таким классическим примером является Япония. В 1929 году в Японии пришло к власти правительство, члены которого считали, что возвращение к золотому стандарту будет способствовать улучшению макроэкономической ситуации в стране. 11 января 1930 года правительство отменило эмбарго на экспорт золота и вернулось к золотому стандарту. После этого в течение одного года Япония потеряла больше золотовалютных резервов, чем привлекла через международные займы начиная с 1924 года¹⁹. В итоге из-за спекулятивного давления в 1931 году была радикально девальвирована йена, что способствовало более быстрому выходу Японии из депрессии.

¹⁸ Мировая кооперация актуальна в контексте современного кризиса, так как вопросы выбора резервных валют и управление протекционистскими мерами играют большую роль в урегулировании глобальных дисбалансов.

¹⁹ Metzler M. American Pressure for Financial Internalization in Japan on the Eve of the Great Depression // Journal of Japanese Studies, 2002. Vol. 28.

В работах Б. Бернанке и Г. Джеймса, а также Е. Чудхри и Л. Кочина осуществлен более формальный сравнительный анализ между группами стран, придерживавшихся золотого стандарта и вышедших из него²⁰. Авторы показывают, что вторая группа стран вышла из кризиса более быстрыми темпами, чем первая.

2. Вторая волна Великой депрессии

Банковский кризис 1931—1933 годов

Вторая фаза Великой депрессии сопровождалась глобальным банковским кризисом. За период 1931—1933 годов около четверти банков США либо обанкротились, либо приостановили свои операции (табл. 1).

Т а б л и ц а 1

Сокращение числа банков в США, 1930—1933 годы (%)

	1930	1931	1932	1933
Доля банков, прекративших свои операции	5,6	10,5	7,8	12,9

Источник: Upham C., Lamke E. Closed and Distressed Banks: A Study in Public Administration. Washington: The Brookings Institution, 1934.

Американская банковская система того времени характеризовалась большим количеством мелких независимых банков, и между моментом основания ФРС в 1913 году и кризисом 1929 года она не испытывала серьезных банковских паник. «Набеги» вкладчиков начались после первой волны Великой депрессии и череды дефолтов по кредитам. В ответ на это ФРС не стала выполнять функцию кредитора последней инстанции, а, как отмечает Б. Бернанке, поддержала «ликвидационный» тезис секретаря казначейства Эндрю Меллона, который считал, что «вычищение слабых банков» будет полезно для всей банковской системы²¹.

Данная политика привела к нежелательному и непредвиденному сокращению денежного предложения. На тот момент времени, начиная с 1931 года, под давлением Конгресса ФРС радикально поменяла свою политику сокращения монетарной базы и стала активно ее увеличивать. Но, как видно из табл. 2, денежное предложение (агрегаты М1 и М2) все равно значительно упало в эти годы как в номинальном, так и в реальном выражении.

Данное падение во многом объясняется уменьшением денежного мультипликатора, обусловленного нежеланием банков выдавать кредиты из-за боязни невозврата, и отказом частного сектора от депозитов в банках из опасения их разорения. Так, с июня 1930 по февраль 1933 года коэффициент «наличность/депозиты» вырос на 29%, а коэффициент «резервы/депозиты» — на 47%. Несмотря на то что ФРС начала проводить экспансионистскую монетарную политику, даже относительно здоровые банки стали накапливать резервы, а частный сектор конвертировал банковские депозиты в наличность.

Если на первом этапе кризиса денежные агрегаты сокращались из-за жесткой монетарной политики Федеральной резервной системы, то во время второй волны — из-за механизма кредитного рационирования частным сектором.

²⁰ *Bernanke B., James H. The Gold Standard, Deflation and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison; Choudhri E., Kochin L. The Exchange Rate and the International Transmission of Business Cycle Disturbances // Journal of Money, Credit and Banking. 1980. Vol. 12. P. 565—574.*

²¹ *Bernanke B. Money, Gold and the Great Depression.*

**Динамика показателей денежного предложения в США
в 1928—1933 годах (%)**

Год	Рост денежной базы	Рост агрегата М1	Рост агрегата М2	Рост реального агрегата М1/ИПЦ	Рост реального агрегата М2/ИПЦ
1928	-1,2	-0,1	+3,3	+1,1	+4,5
1929	-0,7	+1,6	+0,1	+1,6	+0,1
1930	-2,8	-3,5	-1,3	-0,9	+1,3
1931	+5,5	-5,7	-6,2	+3,7	+3,2
1932	+6,4	-15,5	-21,1	-4,8	-10,4
1933	+2,0	-6,1	-13,6	-0,6	-8,1

Источник: Hamilton J. Monetary Factors in the Great Depression.

Б. Бернанке уделяет большое внимание данному механизму и вводит понятие *стоимости кредитного посредничества (cost of credit intermediation)*, которая включает транзакционные издержки, такие как поиск, отбор, мониторинг и учет заемщиков²². Он выдвигает гипотезу, согласно которой эффективная стоимость заимствования значительно возросла во время Великой депрессии, что привело к кредитному рационированию и росту количества небанковских кредитных институтов. Это изменило традиционные каналы кредитования и отрицательно сказалось на росте промышленного производства.

Данный негативный опыт предоставил дополнительные аргументы в пользу тезиса о важности выполнения центральными банками роли кредитора последней инстанции. Кроме того, банковский кризис 1931—1933 годов способствовал созданию института Федеральной корпорации по страхованию вкладов (FDIC), которая должна была обеспечивать гарантии возврата средств вкладчиков и этим предотвращать их набег в случае появления признаков ухудшения финансового состояния банков.

Банковский кризис в США 1930-х годов сформировал базу для эмпирических исследований устойчивости банковской системы. В работах М. Эсбита, К. Каломириса и Дж. Мэйсона рассмотрена роль фундаментальных характеристик банков во время паники в условиях асимметричной информации²³. Основываясь на выборке из показателей отчетности индивидуальных банков, они рассматривают знаменитый эпизод Чикагской банковской паники, произошедший в июне 1932 года²⁴. Тогда из 49 банков, рухнувших в штате Иллинойс, 40 действовали в Чикаго, причем 26 из них закрылось между 20 и 27 июня. Исследуя лопнувшие и устоявшие банки, Эсбитт приходит к выводу, что фундаментальные факторы, такие как качество управления кредитным портфелем, сыграли немаловажную роль во время паники. Хотя «набеги» вкладчиков были осуществлены как на платежеспособные, так и на неплатежеспособные банки, первые справились с паникой лучше. Более того, Каломирис и Мэйсон показывают, что банковское сообщество знало,

²² *Bernanke B. Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression // American Economic Review. 1983. Vol. 73. P. 257—276.*

²³ *Esbitt M. Bank Portfolio and Bank Failures During the Great Depression: Chicago // Journal of Economic History. 1986. Vol. 46. No 2. P. 455—462; Calomiris C., Mason J. Consequences of Bank Distress during the Depression // American Economic Review. 2003. Vol. 93. No 3. P. 936—947; Calomiris C., Mason J. Fundamentals, Panics, and Bank Distress during the Depression // American Economic Review. 2003. Vol. 93. No 5. P. 1615—1647.*

²⁴ *Calomiris C., Mason J. Contagion and Bank Failures During the Great Depression: The June 1932 Chicago Banking Panic // American Economic Review. 1997. Vol. 87. No 5. P. 863—883.*

какие банки являются платежеспособными, и скоординированная кооперация между платежеспособными институтами помогла им устоять²⁵. Авторы приходят к выводу, что хотя асимметрия информации и присутствовала, но обширный банковский кризис был реакцией на наблюдаемое частным сектором ухудшение общей макроэкономической ситуации в стране, при этом «набеги» вкладчиков стали относительно локальными феноменами, имевшими краткосрочные последствия.

Говоря о макроэкономической ситуации в США, следует отметить, что во время второй волны кризиса недостаток золотого стандарта стали очевидны. Это сформировало ожидания инвесторов, что монетарные власти США могут скоро выйти из данного валютного режима в силу его неадекватности сложившемуся положению вещей в экономике. Подобные девальвационные ожидания активизировали переток долларовых депозитов в золото, что привело к усилению давления на балансы банков и к снижению денежного предложения в США.

Дефляционная спираль

Сокращение мирового агрегированного спроса сопровождалось дефляцией в странах, поддерживающих золотой стандарт. Динамика этого феномена в США была рассмотрена выше и проиллюстрирована на рис. 2, отражающем динамику индекса цен производителей. Дефляция отпускных цен оказывала воздействие на реальную экономику через два канала. Первый — воздействие на фирмы через изменения реальной стоимости неиндексированных долговых контрактов. Второй — рынок труда, а именно изменения реальной заработной платы.

Эффект Фишера. Феномен изменения реальной стоимости долговой нагрузки в условиях дефляции был изучен И. Фишером и был назван его именем²⁶. Его суть заключается в следующем. Снижение уровня цен на производимые товары ведет к снижению номинальных поступлений от активов фирм, в то время как номинальная величина обязательств кредиторам зафиксирована в долговых контрактах, что делает платежи по пассивам фирм неизменными. В итоге происходит разрыв между реальной стоимостью активов и пассивов, приводящий к банкротству фирм.

Наблюдая такую тенденцию, банки-кредиторы предполагают, что способность пока еще платежеспособных фирм обслуживать существующие неиндексированные долги снизится, и перестают выдавать новые кредиты. Кроме того, перед лицом общей дефляционной спирали в экономике банки начинают избавляться от активов, находящихся у них в залоге по ранее выданным и невозвращенным кредитам, что приводит к дополнительной дефляции стоимости активов во всей экономике²⁷.

Самым ярким примером данного эффекта стала судьба мелких банков, кредитовавших фермеров. Сельскохозяйственный бум 1920-х годов привел к росту цен на сельскохозяйственную продукцию и землю сельскохозяйственного назначения, которую фермеры закладывали под кредиты. Итогом этого бума стало затоваривание и резкое падение цен на зерно, что приве-

²⁵ Calomiris C., Mason J. Contagion and Bank Failures During the Great Depression.

²⁶ Fisher I. The Debt-Deflation Theory of Great Depression // *Econometrica*. 1932. Vol. 1. P. 337—357.

²⁷ Эффект Фишера получил распространение и в наши дни. Снижение уровня цен на основные экспортируемые товары российской экономики и обесценение залогового обеспечения по выданным кредитам привело к так называемым *margin calls*, при которых активы переходят в собственность кредиторов и реализуются на рынке.

ло к массовым банкротствам фермеров. В период с 1929 по 1932 год около 45% ферм приостановили платежи по своим долговым обязательствам²⁸. Это серьезно ударило по слабо диверсифицированным региональным банкам, выдававшим им кредиты. Волна банкротств мелких банков привела к распродаже заложенных сельскохозяйственных активов и к падению цен на них.

Динамика реальной заработной платы. Другим важным каналом воздействия дефляции на реальную экономику стала несовершенная реакция номинальной заработной платы на падение агрегатного спроса. Данный эффект подробно описывается представителями кейнсианской школы и, по их мнению, объясняет рост безработицы во время Великой депрессии.

В работах Б. Айхенгрин и Дж. Сакса, Б. Бернанке и К. Кэри на выборке стран — участниц золотого стандарта прослежена устойчивая отрицательная взаимосвязь между резистентностью номинальной заработной платы и индексом промышленного производства. В то же время авторы отмечают, что в отдельных странах реальные заработные платы, выросшие на первой стадии Великой депрессии, продолжали оставаться высокими во время стадии активного восстановления экономики. Последний факт говорит о том, что рост издержек в виде реальной заработной платы не может в полной мере объяснить динамику поведения объемов выпуска во время Великой депрессии.

3. Выход из Великой депрессии

Дискуссия между экономистами касается не только роли факторов, приведших к Великой депрессии, но и причин, способствовавших выходу из нее. Не углубляясь в подробный анализ, отметим, что основные споры концентрируются на целесообразности и эффективности шагов, предпринятых монетарными властями и правительством для возобновления экономического роста.

Фридман и Шварц как приверженцы монетаристской школы делают акцент на важности монетарной политики ФРС не только на стадии падения, но и на стадии восстановления. Они подчеркивают положительную роль экспансионистской монетарной политики ФРС и выхода США из золотого стандарта в 1933 году.

Представители кейнсианской школы положительно оценивают роль реформ, направленных на регулирование банковского сектора, фондового рынка и рынка труда. Также они указывают на то, что фискальные меры правительства Рузвельта стимулировали агрегатный спрос и способствовали экономическому росту.

В то же время сторонники классической школы приводят доводы в пользу того, что восстановление экономики произошло из-за положительных сдвигов в производительности труда и очищения экономики от неконкурентоспособных субъектов, в то время как меры правительства мешали естественной работе рынка и оттягивали восстановление равновесного состояния.

Институциональные реформы американской экономики

Столь глубокий экономический кризис, как Великая депрессия, привел к крупным институциональным изменениям самых важных секторов американской экономики, которые определили правила игры на десятилетия вперед. В ходе реализации так называемого нового курса президента Рузвельта было изменено трудовое законодательство, определена роль профсоюзов,

²⁸ Hart A. Debts and Recovery, 1929—1937. N.Y.: Twentieth Century Fund, 1938.

улучшены права меньшинств, введена минимальная заработная плата, принят закон о регулировании сельского хозяйства, проведены реформы в социальной сфере. Кроме того, 16 июня 1933 года был принят Закон о реконструкции национальной промышленности (National Industrial Recovery Act).

Реформы банковского сектора. В 1933 году был принят закон Гласа—Стигалла, запрещающий коммерческим банкам работать на фондовом рынке, что разграничило инвестиционные и коммерческие банки. Также был введен запрет на выплату процентов по текущим счетам и укреплена функция ФРС по регулированию процентов по вкладам. Обе меры были призваны ограничить рискованные банковские инвестиции. Одним из ключевых нововведений было создание Федеральной корпорации по страхованию депозитов (Federal Deposit and Insurance Corporation), что должно было предотвратить банковскую панику и «набеги» вкладчиков.

Реформы, регулирующие рынок капитала. В 1934 году была создана Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission), призванная следить и исполнять законодательства по рынку ценных бумаг. Именно в те годы была введена обязательная публичная отчетность для компаний, акции которых торгуются на бирже. Поскольку в отличие от банковского сектора инвестиции на рынке капитала не застрахованы федеральным правительством, Комиссия должна была выполнять функции надзорного органа и предотвращать возможные нарушения со стороны финансовых посредников.

Изменение валютного режима. В день инаугурации Президент Ф. Рузвельт объявил о двукратном снижении курса доллара к золоту. Все золото в обращении предписывалось сдать федеральным властям по фиксированной цене в 20,66 долл. за унцию, а нарушителей ожидал крупный штраф и до 10 лет тюремного заключения. Отмена золотой привязки снизила дефляционное давление на банковскую систему и позволила ФРС проводить более независимую монетарную политику. Девальвация доллара также усилила конкурентоспособность американской промышленности.

В целом, как отмечает К. Ромер, период восстановления американской экономики с 1933 по 1937 год характеризовался реальным ежегодным ростом ВВП в среднем на 8%²⁹. С 1938 по 1941 год рост реального ВВП превышал 10% в год. Данные показатели являются очень высокими даже для экономики, выходящей из глубокого кризиса.

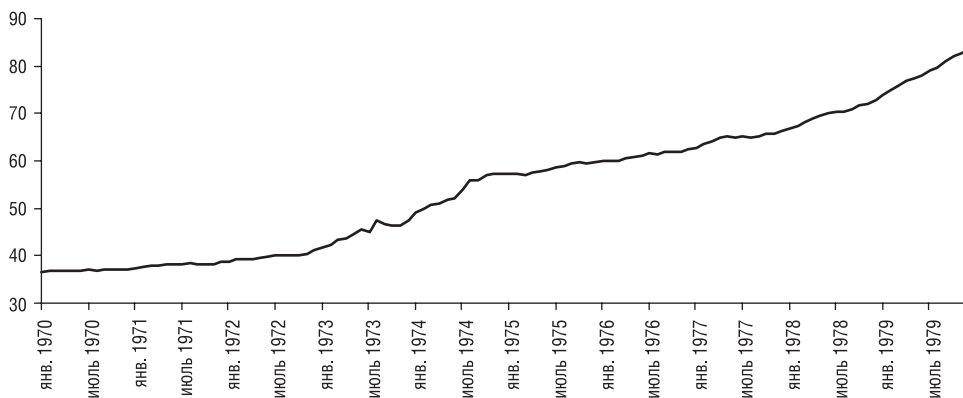
4. Рецессия 1970-х годов: эффект стагфляции

Рецессия 1970-х годов стала самым глубоким экономическим кризисом в экономике США после Второй мировой войны. Как и во время кризиса 1930-х годов, американская экономика в 1970-е годы пострадала от неблагоприятных внешних шоков, речь о которых пойдет ниже, и от ошибок в экономической политике. Прежде чем анализировать события того времени, следует отметить, что по масштабам негативного влияния на экономику стагфляция 1970-х значительно уступает Великой депрессии. Если с 1929 по 1933 год реальный выпуск упал на 30%, а безработица достигала 25%, то в период самой глубокой рецессии 1973—1975 годов объемы реального выпуска упали на 3,4%, а безработица достигла 9%.

Важным отличием рецессии 1970-х годов от Великой депрессии является динамика индекса цен. Если кризис 1930-х годов сопровождался дефля-

²⁹ Romer C. What Ended Great Depression? // The Journal of Economic History. 1992. Vol. 52. No 4. P. 757—784.

цией, имевшей крайне негативные последствия для экономики, то рецессия 1970-х годов была отмечена ускоряющейся инфляцией. Для сравнения с рис. 2, отражающим динамику индекса цен производителей во время Великой депрессии, мы приводим рис. 5, из которого видно, что индекс цен производителей в 1973—1975 годах значительно вырос.



Источник: U.S. Department of Labor: Bureau of Labor Statistics.

Рис. 5. Динамика индекса цен производителей (1982 = 100)

Динамика основных макроэкономических индикаторов

Период 1961—1969 годов. Экономическая политика США в период 1961—1969 годов была подвержена сильному интеллектуальному влиянию кейнсианской школы. Администрация президента Кеннеди привлекала экономических советников, в основном придерживавшихся кейнсианских взглядов на стимулирование агрегированного спроса посредством правительственных расходов. Так как большая часть прямых правительственных расходов в то время шла на войну во Вьетнаме, то для стимулирования частных инвестиций и потребления правительство снизило налоги на инвестиции в 1962 году и подоходный налог в 1964 году. Начиная с 1961 года экономический рост продолжался 106 месяцев и составлял в среднем 4,5% в год. Экономический подъем того периода являлся самым длительным в истории США между Второй мировой войной и бумом 1990-х годов.

Вместе с тем, к концу 1960-х годов стал наблюдаться перегрев экономики, который политики попытались остудить с помощью фискального сжатия. В 1968 году правительство Президента Л. Джонсона стало проводить политику увеличения налогов с целью снижения агрегированного спроса. Однако частный сектор воспринял данную политику как временную меру и продолжал наращивать потребление. В результате годовая потребительская инфляция выросла с 3,6% в 1966 году до 5% в 1969 году. Данный эпизод показал важность включения ожиданий частного сектора в экономическое моделирование и способствовал популяризации теории рациональных ожиданий. Реакция основных макроэкономических индикаторов на экономическую политику 1968—1969 годов обусловила первое разочарование в кейнсианской доктрине стимулирования агрегированного спроса.

Видя неудачу фискальных мер по остужению экономики, ФРС начал проводить более жесткую монетарную политику, что вызвало краткосрочную рецессию 1969—1970 годов. Однако жесткая политика ФРС не приве-

ла к снижению инфляционных ожиданий частного сектора, и инфляция в 1970 году выросла еще на полпункта — до 5,5%. Данный эпизод был первым признаком *стагфляции*, характеризующейся одновременным ростом инфляции и безработицы.

Период 1970—1979 годов. В период с 1970 по 1973 год американская экономика возобновила рост. Этому способствовала экспансионистская монетарная политика ФРС, начавшаяся после крупного банкротства *Penn Central Railroad* 21 июня 1970 года³⁰, потрясшего фондовый рынок и вынудившего ФРС поддерживать ликвидность финансовой системы.

Если до 1971 года монетарная политика ФРС до некоторой степени ограничивалась обязательствами по поддержке паритета курса доллара к золоту, установленному Бреттон-Вудскими соглашениями 1944 года, то после отмены свободного обмена доллара на золото в 1971 году и выхода США из Бреттон-Вудских соглашений эти ограничения были сняты. В 1971—1973 годах в связи с девальвацией доллара ускорился рост денежного предложения, а снижение реальной процентной ставки усилило инфляционные ожидания.

Переход доллара в режим свободного плавания совпал с неожиданным шоком предложения, потрясшим индустриальные страны. В октябре 1973 года ОПЕК ввел эмбарго на экспорт нефти, приведшее к четырехкратному росту цены нефти — с 3 до 12 долл./бар. Поскольку США являются самым крупным мировым потребителем нефти, увеличение цены привело к росту предельных издержек и к необходимости замены энергозатратных машин и оборудования. В то же время, как отмечает П. Темин, с точки зрения реального сектора гибкость валютного курса в 1970-х годах была значительным преимуществом по сравнению с жесткой политикой золотого стандарта в 1930-е годы³¹. Согласно теории Манделла—Флеминга более гибкий валютный режим помогает абсорбировать негативные шоки предложения, такие как ухудшения условий торговли.

Можно сразу заметить разницу в динамике дефлятора ВВП, отражающей дефляцию в 1930-е и инфляцию в 1970-е. Изменения денежного предложения M1 и M2 во многом определяются динамикой цен в соответствующие периоды. Изменения реального ВВП отрицательны для обоих эпизодов, хотя падение во время Великой депрессии значительно глубже. Темин обращает внимание на большую разницу между динамикой потребительских расходов в 1974—1975 годах и во время Великой депрессии. Он считает, что показатель потребительских расходов во многом объясняет разницу в глубине кризисов 1930-х и 1970-х годов. Он также полагает, что восстановление потребительских расходов в 1970-е годы является ключевым фактором более быстрого выхода из кризиса.

В целом период 1973—1975 годов был наиболее трудным, и именно в это время экономика США вступила в *стагфляцию*, при росте безработицы с 4,8 до 9% и росте инфляции индекса потребительских цен с 7 до 12,1%. С точки зрения экономической теории данный период характеризовался разочарованием экономистов в кривой Филипса, которая постулировала отрицательную связь между инфляцией и безработицей.

Ослабление нефтяного эмбарго в 1975 году привело к снижению инфляции до 6,6%, но политика ФРС по увеличению денежного предложения

³⁰ Крах *Penn Central Railroad* стал крупнейшим корпоративным банкротством в истории Америки на тот момент времени, нанеся последний удар по бизнесу частных пассажирских перевозок на большие расстояния.

³¹ *Temin P.* The Last Great Depression and the Present One // *American Economic Review*. 1976. Vol. 66. No 2. P. 40—45.

Динамика макроэкономических переменных в США (%)*

	1929—1930	1930—1931	1973—1974	1974—1975
Дефлятор ВВП	-3	-9	+10	+9
Реальный М1	-1	+3	-4	-4
Реальный М2	+1	+3	-1	-1
Реальный индекс фондового рынка	-16	-26	-36	-7
Реальной индекс жилищного строительства	-39	-19	-27	-22
Реальные расходы на потребление	-7	-4	-2	+1
Реальный ВВП	-10	-8	-2	-3

* Реальные величины приведены в постоянных ценах 1958 года.

Источник: *Temin P. The Last Great Depression and the Present One.*

продолжала поддерживать инфляционные ожидания частного сектора на высоком уровне. Следующий негативный шок предложения — иранская революция 1979 года, приведшая к очередному скачку цен на нефть с 14 до 29 долл. за баррель, — также вызвал резкий рост инфляции до 8,5%.

Одним из важных уроков, которые извлекли экономисты из стагфляции 1970-х, была необходимость достижения большей независимости центрального банка от влияния политиков. Под руководством Артура Бернса, который был председателем ФРС с 1970 по 1978 год, она не предпринимала жестких мер монетарной политики, опасаясь неприятных социально-экономических последствий. Более того, мягкая монетарная политика предшествовала президентским выборам и ужесточалась после их окончания, как это было во время избрания Президента Р. Никсона в 1972 году. В результате к концу 1970-х годов ФРС почти полностью утратила доверие частного сектора как борец с инфляцией, и высокие инфляционные ожидания стали транслироваться в поведение индекса цен.

Заключение

Подводя итоги, следует отметить, что выявление природы экономических кризисов и их предпосылок является важным направлением экономического анализа, поскольку оно должно помочь современным политикам избежать ошибок, сделанных их предшественниками.

Во время серьезного экономического кризиса обостряются многие дисбалансы, накопленные во время бума. Меры, предпринимаемые монетарными и фискальными властями по преодолению кризиса, во многом зависят от их экономических воззрений, а также от интеллектуальной среды, питающей эти воззрения. Кроме того, опыт американских кризисов XX века убедительно демонстрирует, что помимо монетарных, финансовых, технологических и других факторов ожидания частного сектора относительно успешности политики властей по выходу из кризиса оказывают большое влияние на динамику ключевых макроэкономических показателей. Снижение неопределенности и повышение доверия к действиям властей ведет к более быстрому восстановлению экономических отношений между субъектами экономики и к возобновлению экономического роста.