

**НАПИСАНИЕ на ЗАКАЗ:**

1. Дипломы, курсовые, рефераты, чертежи...
2. Диссертации и научные работы
3. Школьные задания

Онлайн-консультации

ЛЮБАЯ тематика, в том числе ТЕХНИКА

Приглашаем авторов

[www.учебники.информ2000.рф/student-aspirant.shtml](http://www.учебники.информ2000.рф/student-aspirant.shtml)

**УЧЕБНИКИ, ДИПЛОМЫ, ДИССЕРТАЦИИ -**

полные тексты

На сайте электронной библиотеки

[www.учебники.информ2000.рф](http://www.учебники.информ2000.рф)

Чарльз Каломирис  
Стивен Хабер

НЕПРОЧНЫЕ ПО КОНСТРУКЦИИ  
ПОЛИТИЧЕСКИЕ ПРИЧИНЫ  
БАНКОВСКИХ КРИЗИСОВ  
И ДЕФИЦИТА КРЕДИТОВ

ИИГ

## **НЕПРОЧНЫЕ ПО КОНСТРУКЦИИ**

Charles W. Calomiris and  
Stephen H. Haber

# Fragile by Design

The Political Origins of  
Banking Crisis and  
Scarce Credit

PRINCETON UNIVERSITY PRESS  
PRINCETON AND OXFORD

Чарльз Каломирис  
и Стивен Хабер

# Непрочные по конструкции

Политические причины  
банковских кризисов  
и дефицита кредитов

*Перевод с английского*  
Елены Еловской

*под научной редакцией*  
Андрея Белых

ИЗДАТЕЛЬСТВО ИНСТИТУТА ГАЙДАРА  
МОСКВА • 2017

УДК 336.0  
ББК 65.261  
К17

**Каломирис, Ч., Хабер, С.**

**К17** Непрочные по конструкции: политические причины банковских кризисов и дефицита кредитов / пер. с англ. Е. Еловская; научный редактор перевода А. Белых. — М.: Изд-во Института Гайдара, 2017. — 720 с.

ISBN 978-5-93255-471-5

Почему банковские системы в одних странах стабильны, а в других — нет? Соединенные Штаты пережили двенадцать системных банковских кризисов с 1840 года, тогда как в Канаде не было ни одного. Банковские системы Мексики и Бразилии переживали кризисы и при этом не предоставляли сколько-нибудь значительных кредитов населению и предприятиям. Анализируя несколько столетий политической и банковской истории Великобритании, Соединенных Штатов, Канады, Мексики и Бразилии, эта книга показывает, что хронические банковские кризисы и дефицит кредитов не были случайностью. Каломирис и Хабер соединяют политическую историю и экономику, показывая, как образуются коалиции политиков, банкиров и других групп, действующих в интересах определенных кругов, почему они сохраняются и как они проводят политику, которая определяет, кто станет банкиром, кто получит доступ к кредитам и кто заплатит за спасение банков.

УДК 336.0  
ББК 65.261

ISBN 978-5-93255-471-5

© Издательство Института Гайдара, 2017  
Copyright © 2014 by Princeton University Press

Все права сохранены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме с помощью каких-либо электронных или механических средств, включая изготовление фотокопий, запись, поиск и хранение информации, без письменного разрешения издателя.

## Содержание

*Андрей Белых*. От научного редактора · 7  
Предисловие к русскому изданию · 21  
Предисловие · 24

### РАЗДЕЛ I.

НЕТ БАНКОВ БЕЗ ГОСУДАРСТВ,  
И НЕТ ГОСУДАРСТВ БЕЗ БАНКОВ · 29

Глава 1. Если стабильные и эффективные  
банки — такая хорошая идея, почему они  
так редко встречаются? · 31

Глава 2. Игра банковских договоренностей · 63

Глава 3. Инструменты завоевания и выживания:  
почему государствам нужны банки · 105

Глава 4. Привилегии с обременением:  
война, империя и монопольная структура  
английской банковской системы · 136

Глава 5. Банки и демократия:  
Британия в XIX и XX веках · 163

### РАЗДЕЛ II.

СТОИМОСТЬ БАНКИРСКО-ПОПУЛИСТСКИХ СОЮЗОВ:  
СРАВНЕНИЕ США И КАНАДЫ · 219

Глава 6. Покалеченные популизмом: банки в США  
с колониальных времен до 1990 года · 221

Глава 7. Новая американская банковская  
договоренность: мегабанки, городские активисты  
и эрозия ипотечных стандартов · 288

Глава 8. Долговая нагрузка, провал регуляторов  
и кризис субстандартного кредитования · 359

Глава 9. Долговременные партнеры:  
политика и банковская система в Канаде · 395

**РАЗДЕЛ III.**

**АВТОРИТАРИЗМ, ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПРЕОБРАЗОВАНИЯ  
И ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ · 451**

Глава 10. Мексика: в хаос хорош и nepoтuзм · 453

Глава 11. Когда автократия не работает:  
банковская система и политика  
в Мексике с 1982 года · 497

Глава 12. Инфляционные машины:  
банки и государственные финансы  
в имперской Бразилии · 527

Глава 13. Демократические последствия  
инфляционного налога в Бразилии · 558

**РАЗДЕЛ IV.**

**ЗА ПРЕДЕЛАМИ СТРУКТУРНЫХ НАРРАТИВОВ · 601**

Глава 14. Путешествие в другие страны:  
показательна ли наша выборка? · 603

Глава 15. Реальность — это проблема  
многих концепций · 640

Литература · 678

## От научного редактора

**В** ВАШИХ руках — книга известных ученых Чарльза Каломириса и Стивена Хабера, в которой исследованы история банковских кризисов и роль политического фактора в их возникновении и развитии. В предисловии к русскому переводу авторы пишут: «Российским читателям, интересующимся банковской сферой, будет несложно поверить в центральный тезис этой книги: степень развития и стабильность банковской системы страны зависят от политической ситуации».

Действительно, политика государства всегда играла более значительную роль в российской экономике, чем в странах Запада, поэтому поверить авторам этой книги совсем несложно. Тем не менее краткие комментарии об истории российской банковской системы, насчитывающей немногим более 250 лет, помогут читателю лучше оценить глубину анализа и универсальность выводов Ч. Каломириса и С. Хабера.

В истории российских банков четко выделяются, и с этим согласны практически все исследователи, четыре периода:

— середина XVIII века — начало 1860-х годов (от создания государственных банков до возникновения частных банков);

— начало 1860-х годов — 1917 год (быстрый рост банков, закончившийся национализацией и ликвидацией — после революции);

— 1917 год — конец 1980-х годов (советский период, система государственных банков);

— конец 1980-х годов — настоящее время (возрождение коммерческих банков, создание современной банков-



ской системы и появление тенденции к огосударствлению банков).

Конечно, в каждом из этих периодов были свои особенности. Например, очевидно, что в советское время банковская система прошла три существенно отличающихся этапа: военный коммунизм (постепенное отмирание), нэп (возрождение) и период социалистической экономики (государственные банки). Легко заметить, что переходы от одного периода к другому определялись крупными политическими событиями: великими реформами при Александре II, революцией 1917 года, перестройкой, распадом СССР и созданием рыночной экономики. Это — важнейшее подтверждение обоснованности подхода авторов. Но и внутри рассматриваемых периодов политический фактор играл огромную роль: переход от военного коммунизма к нэпу произошел отнюдь не потому, что большевики вдруг убедились в неэффективности построенной ими экономической системы.

В отличие от Европы банки в России возникали не как частные предприятия, они создавались государством и должны были решить сразу несколько задач: оказать экономическую поддержку российским дворянам и купцам, ослабить их зависимость от иностранного капитала и в то же время использовать западные технологии банковского дела. Первый вексельный устав, принятый еще при Петре I, в 1729 году, был написан на двух языках — русском и немецком, случай уникальный для нашего законодательства<sup>1</sup>. Пробразом банков стала Монетная контора, учрежденная 8 января 1733 г. указом Елизаветы. Указ начинался следующей фразой: «Понеже многие Российские Наши подданные, имея в деньгах нужду, принуждены занимать у иностранных и у прочих, с несносными великими процентами и с залогами такими, который против взятых денег в полтора или вдвое стоить может; выкупить же чем на положенный срок не может исправиться, и от того приходят в убожество и разорение, и дают не токмо по 12, но и по 15 и по 20 процентов, чего во всем свете не водится... того

---

1. См.: Полное собрание законов Российской империи, собрание 1, № 5410. (Далее — ПСЗ-1).

ОТ НАУЧНОГО РЕДАКТОРА

ради указали мы деньги в процент всякого чина отдавать Монетной конторе из капитальных денег»<sup>2</sup>.

Монетная контора была скорее ломбардом, чем банком, но 13 мая 1754 г. было учреждено первое настоящее кредитное учреждение — Государственный заемный банк. Он должен был быть организован «во всем по примеру иностранных купеческих контор, с журналами и книгами grossбух», на должности бухгалтеров следовало назначать «знающих людей, ежели из русских сыскаться не может, то на первый случай, хотя из иностранных»<sup>3</sup>. Фактически было создано два банка — для дворян и купечества.

Российскими историками отмечались и позитивная роль этих банков, и их недостатки, прежде всего относительно незначительные объемы их операций. Краткое, но четкое описание ситуации было дано в указе Петра III от 26 июня 1762 г. Возможно, это единственный российский закон, состоящий из одного предложения: «Учрежденные для дворянства и купечества здесь и в Москве банки имели служить для вспоможения всему обществу, но Нам известно, что следствие весьма мало соответствовало намерению, и Банковые деньги остались по большей части в одних тех руках, кои розданы с самого начала: сего ради повелеваем: в розданных в заем деньгах отсрочек более не делать, но все оные неотложно собрать и ожидать Нашего дальнейшего указа»<sup>4</sup>. Дальнейшего указа Петра III, конечно, не последовало — через два дня произошел переворот, он был свергнут своей женой, и следующим законодательным актом России стал изданный 28 июня «Манифест о вступлении на престол императрицы Екатерины II»<sup>5</sup>. Конечно, заговор готовился заранее, но можно не сомневаться, что на настроение дворян не могли не повлиять требование вернуть все долги в банк и запрет на выдачу новых кредитов<sup>6</sup>.

---

2. ПСЗ-1, № 6300. Для передачи духа времени мы приводим подлинный текст документа, но используем современную орфографию.

3. ПСЗ-1, № 10235.

4. ПСЗ-1, № 11581.

5. ПСЗ-1, № 11582.

6. Было бы полезно сравнить список участников переворота и список заемщиков банков на дату переворота — очевидно, что немедленный возврат долга для большинства был бы невозможен. Но обиженными Петром III могли считать себя и все те дворяне, которые только предполагали кредитоваться.

Заметим, что политический аспект присутствовал даже в том, кто имел право брать кредиты в банке — поначалу, с 1754 года, это могли быть только дворяне Великороссии (под залог своих имений). В 1766 году право обращаться в банк было распространено на дворян Белоруссии, и в соответствующем указе отмечалось, что «Ея Императорское Величество соизволило отозваться, что Белорусских подданных от Великороссийских ни в чем различать не изволит»<sup>7</sup>. Дворяне Малороссии получили это право гораздо позже — только в 1783 году.

В течение около 100 лет (с 1754 до конца 1850-х годов) происходила медленная эволюция государственных банков. Поражение России в Крымской войне, показавшее отсталость страны, сделало перемены в жизни страны неизбежными. Отмена крепостного права, проводимые Александром II реформы коренным образом повлияли и на финансовую сферу. Проницательный современный исследователь отмечал, что «система Екатерининских банков, особенно в том виде, как она была усовершенствована Канкриным, только то значение и имела, что она была превосходно приспособлена к особенностям русского государственного и народного хозяйства: казенные банки были искусственными органами для закрепощения капитала, для принуждения его служить главнейшим образом, даже почти исключительно, нуждам казны и помещиков. Это свое назначение они исполняли очень хорошо, пока под ними была прочная почва, пока крепостное право стояло незыблемо. Но раз это основание начало расшатываться — банки неминуемо должны были рухнуть»<sup>8</sup>.

К концу 1850-х годов казенные банки были в кризисе, вызванном не столько экономическими, сколько политическими факторами. Взамен этих банков в 1860-е годы была создана новая система, основанная на взаимодействии подчиненного министерству финансов Государственного банка<sup>9</sup> с другими государственными

---

7. ПСЗ-1, №14536.

8. Кауфман И. И. Государственные долги России // Вестник Европы, 1885, кн. II. С. 584.

9. Банк создан в 1860 году. Благодаря усилиям Е. М. Ламанского организация счетоводства в Государственном банке была скопирована с Банка Франции.

ОТ НАУЧНОГО РЕДАКТОРА

и частными банками, которые во многом не только контролировались, но и поддерживались государством<sup>10</sup>. Эта банковская система сыграла важную роль в экономическом развитии России во второй половине XIX и в начале XX века. Разумеется, в ней возникали кризисные явления — после русско-турецкой войны 1878–1879 годов, в 1890-е годы в связи с промышленным кризисом. Но в целом она успешно развивалась, и этому не только не помешала, а скорее помогла Первая мировая война.

В книге, вышедшей в августе 1917 года, историк того времени писал: «...число подданных банковского капитала все увеличивается. Вкладчики, т. е. вся страна, несут в банки свои сбережения; последние же в массе получают особую кумулятивную силу, которая направляется захватившими власть олигархами. ...В своем поступательном движении банки покоряют все новые домены: в России промышленность, торговля, биржа уже вынуждены в значительной мере им подчиниться»<sup>11</sup>. В 1917 году кредитная система России состояла из Государственного банка, государственных Дворянского земельного и Крестьянского поземельного банков, 50 акционерных коммерческих банков, 10 частных акционерных земельных банков, свыше 300 городских общественных банков, свыше тысячи обществ взаимного кредита и большого числа учреждений мелкого кредита<sup>12</sup>.

Октябрьская революция все изменила. Для банковской системы она означала не кризис, а крах. Одной из составных частей программы большевиков была национализация банков. Уже 20 ноября 1917 г. был произведен захват Госбанка. История российской кредитной системы закончилась декретом ВЦИКа от 27 (14) декабря 1917 г. Этот короткий, меньше одной страницы, декрет объявлял банковское дело государственной монополией. Все банки и банкирские конторы объединялись с Государственным банком (позднее он был переименован в Народный банк), при этом утверждалось, что по-

---

10. См.: Гиндин И. Ф. Государственный банк и экономическая политика царского правительства (1861–1892 гг.). М.: Госфиниздат, 1960.

11. Левин И. И. Акционерные коммерческие банки в России. Т. 1. Петроград, 1917. С. IX.

12. Денежное обращение и кредитная система Союза ССР за 20 лет. М., 1939. С. VIII–IX.

рядок слияния будет определен особым декретом, который, впрочем, так и не был издан.

Замечателен последний пункт декрета: «Интересы мелких вкладчиков будут целиком обеспечены»<sup>13</sup>. Неясно, что имелось в виду, но, во всяком случае, новая власть о вкладчиках не забыла. В тот же день ВЦИК издал сопутствующее декрету, совсем короткое постановление: «О ревизии стальных ящичков (сейфов) в банках»<sup>14</sup>. Оно впечатляет лаконичностью и четкостью формулировок. Все владельцы сейфов должны были немедленно по вызову явиться в банк с ключами для производства ревизии. Хранящиеся в сейфах деньги должны были зачисляться на текущие счета клиентов в Государственном банке, а золото и драгоценности подлежали конфискации. Если владельцы сейфов после вызова в банк для проведения ревизии не являлись в трехдневный срок, они считались злонамеренно уклонившимися. Принадлежащие им ящики вскрывались, и уже все хранящееся в них имущество подлежало конфискации.

Зачисление денег на счета клиентов, конечно, не означало, что владельцы могли получить свои средства из банка. Выдача денег была сначала приостановлена, а затем ограничена прожиточным минимумом. С учетом того что финансирование расходов новой советской власти в основном было основано на эмиссии денег, можно не сомневаться, что практически все сбережения, накопленные клиентами банков до революции, были либо конфискованы, либо быстро обесценились.

Гражданская война и политика военного коммунизма привели к натурализации хозяйственных отношений. Финансирование национализированных предприятий производилось в виде безвозвратных бюджетных дотаций, а вся производимая продукция сдавалась государственным органам. Государство покрывало свои расходы путем увеличения выпуска денежных знаков, иногда размеры эмиссии ограничивались только количеством

---

13. Собрание узаконений и распоряжений правительства РСФСР (далее — С.У.), 1917. №10, ст. 150.

14. С.У. РСФСР 1917. №10, ст. 151.

более или менее пригодной бумаги. Декретом Совнаркома от 4 марта 1919 г. были ликвидированы денежные обязательства государственных предприятий: «Долги государственных предприятий другим государственным же предприятиям и учреждениям, Народному банку РСФСР и всем вошедшим в его состав бывшим частным кредитным учреждениям, а также всякого рода недоимки по государственным и местным налогам аннулируются и взысканию не подлежат»<sup>15</sup>. Этот декрет исключал необходимость и возможность кредитования государственных предприятий. Народный банк сохранял лишь функции расчетно-кассового обслуживания и распределения денег.

Итог политики военного коммунизма в области финансов был подведен Декретом Совнаркома «Об упразднении Народного банка» от 19 января 1920 г. В декрете утверждалось, что проведенная в стране национализация «подчинила общему сметному порядку всю государственную промышленность и торговлю, что исключает всякую необходимость дальнейшего пользования Народным (Государственным) банком как учреждением государственного кредита»<sup>16</sup>. По-своему, это утверждение было справедливым — созданной натуральной экономике банк был не нужен.

Активы и пассивы упраздненного Народного банка передавались Центральному бюджетно-расчетному управлению Народного комиссариата финансов. Это вполне соответствовало господствовавшим в то время представлениям коммунистов о скором отмирании денежной системы. «Слава нашему печатному станку!» — писал Е. А. Преображенский, уверенный в том, что деньгам «осталось не так много жить» и что «в архиве великой пролетарской революции, рядом с пушками, винтовками и пулеметами нашей эпохи... на почетном месте будет стоять станок того пулемета Наркомфина, который обстреливал буржуазный строй по тылам его денежной системы»<sup>17</sup>.

---

15. С.У. 1919. № 10—11, ст. 108.

16. С.У. 1920. № 4—5, ст. 25.

17. Преображенский Е. А. Бумажные деньги в эпоху пролетарской диктатуры. Задачи финансовой политики Советской власти. Харьков, 1922. С. 4.

Прошедший 22–29 декабря 1920 года VIII съезд Советов обычно вспоминают в связи с принятым на нем планом ГОЭЛРО. Но не менее важное значение имели дебаты о земельной политике. Левые эсеры и меньшевики доказывали необходимость разрешения крестьянам свободно использовать излишки, остающиеся после обязательных поставок. Более того, группой эсеров было четко сформулировано предложение перейти от политики продразверстки к продовольственному налогу<sup>18</sup>. Ленин, однако, упрекнул своих оппонентов в том, что они только критикуют и ничего не предлагают<sup>19</sup>. Он также поддержал идею централизации семенного фонда<sup>20</sup> — предполагалось, что осенью посевное зерно у крестьян надо забирать, а весной — раздавать. Съезд принял постановление о разработке и реализации централизованного посевного плана в масштабах всей страны.

Однако до начала Кронштадтского восстания оставалось всего два месяца — оно началось 28 февраля 1921 г. На проходившем с 8 по 16 марта 1921 г. X съезде партии Ленин был вынужден признать, что крестьяне проводимой государственной политикой недовольны — в итоге съезд принял новую экономическую политику. Вскоре продразверстка была заменена продналогом — второй раз, как и при подготовке декрета о земле, были использованы идеи эсеров.

Переход к новой экономической политике положил начало возрождению банковской системы. Сначала, 6 июня 1921 г., был принят декрет Совнаркома РСФСР «Об отмене ограничений денежного обращения и мерах к развитию вкладной и переводной операций». Декларировалось, что «все суммы, вносимые на вклады и текущие счета, а равно для перевода и перечислений наличными денежными знаками, подлежат выдаче владельцам по первому их требованию без ограничения

---

18. Декларация меньшинства партии социалистов-революционеров / Восьмой Всероссийский съезд Советов. М.: Госиздат, 1921. С. 48–49.

19. Ленин В. И. Заключительное слово по докладу ВЦИКа и СНК о внешней и внутренней политике // Ленин В. И. Полное собрание сочинений. М.: Госполитиздат, 1970. Т. 42. С. 175.

20. «...как быть с семенами. Их съедят. Нужно их спасать. Как в этом случае поступить практичнее? Нужно их взять в общественный амбар». Ленин В. И. Полное собр. соч. Т. 42. С. 180.

суммы наличными же знаками»<sup>21</sup>. Хотя декрет, по сути, возвращал в деловой оборот понятие банковской тайны, политический фактор сдерживал приток вкладов. «„Понесет ли буржуазия теперь деньги в банк?“ — спросили мы одного российского буржуа в день выхода декрета о неприкосновенности вкладов. Он нам ответил: „Неприкосновенность вкладов? А как насчет неприкосновенности вкладчиков? Никто не понесет!“»<sup>22</sup>.

Поначалу переводные операции осуществлялись учреждениями Народного комиссариата финансов, но уже в 12 октября 1921 г. IV сессия ВЦИК приняла постановление «Об учреждении Государственного банка», а на следующий день утвердила Положение о Государственном банке РСФСР<sup>23</sup>. Таким образом, закончился длившийся один год и почти 9 месяцев период, когда в России не было ни одного банковского учреждения — за последнее века беспрецедентный случай в истории крупной европейской страны.

Быстро, в течение двух лет, была создана новая система банков. В 1926 году в стране уже насчитывалось около 400 банков. Но продлилась это положение недолго. Если поначалу частные лица и организации могли быть акционерами банков, в которых государство имело контрольный пакет, то постепенно в структуре собственности банков остались либо государственные организации и предприятия, либо кооперативы. Политика вытеснения частника распространялась и на банковские операции с клиентами. Так, у одного у ведущих банков — Торгово-промышленного, на 15 июля 1924 г. ставки по кредитам и учету векселей для частных были примерно на 2% выше, чем для государственных предприятий и кооперации. Аналогичная ситуация была с комиссиями за переводы и по аккредитивам<sup>24</sup>.

После завершения нэпа и проведения коллективизации в стране, как утверждалось в то время, победил социализм. Создание новой политической и экономи-

---

21. С.У. 1921. № 52, ст. 301.

22. Членов С. Экономическая политика и революционная законность//Народное хозяйство. 1921. № 8–9. С. 26–27.

23. С.У. 1921. № 72, ст. 594 и С.У. 1921 г., № 75, ст. 615. В 1923 году он стал называться Государственным банком СССР.

24. Банки и кредитные учреждения СССР в 1924 г. М., 1924. С. 39–41.



ческой системы потребовало радикальных изменений и в банковской сфере. В 1930–1932 гг. была проведена масштабная кредитная реформа. Само понятие коммерческого кредита противоречило государственной монополии на банковское дело — и в 1930 году он был запрещен. В 1931 году были ликвидированы общества взаимного кредита. В 1932 году на базе отраслевых банков были организованы занимавшиеся долгосрочным кредитованием специальные банки, которые впоследствии были преобразованы в Стройбанк СССР. Обслуживание и краткосрочное кредитование внутренних операций обеспечивал Госбанк СССР, операций внешней торговли — Внешторгбанк, для населения существовали сберегательные кассы. Система советских банков приобрела структуру, которая в принципе сохранилась до середины 1980-х годов<sup>25</sup>.

Новый этап в развитии российской банковской системы начался с перестройкой. Сначала была произведена реформа 1987 года, возродившая систему специализированных банков, а уже с 1988 года стали возникать коммерческие банки<sup>26</sup>. Банковское дело в России за последние четверть века еще ждет своих историков. Но даже простое перечисление важных событий в банковской системе за этот период показывает, какую роль играла политика. Это и противостояние органов власти СССР и РСФСР в начале 1990-х годов, приведшее к ликвидации Госбанка СССР и созданию Банка России, и так называемая семибанкирщина, и, мягко говоря, юридически спорные залоговые аукционы, и дефолт 1998 года, и усиление роли государственных банков в течение последних лет, и механизмы финансирования крупных проектов, которые тоже приносили банкам крупные убытки, и чистка банковской системы, проводимая нынешним руководством Центрального банка.

Таким образом, даже самый краткий очерк истории банков в России подтверждает — подход авторов кни-

---

25. Окончательный облик система приобрела в 1959 г., когда в ходе продолжающейся централизации банковского дела были ликвидированы и коммунальные банки.

26. Первую банковскую лицензию получил банк «Союз» (г. Чимкент, Республика Казахстан), который в настоящий момент ликвидирован. Вторую — действующий по сей день в Санкт-Петербурге банк «Викинг».

ги «Непрочные по конструкции»<sup>27</sup> вполне применим для анализа событий в нашей стране. Поэтому можно надеяться, что тем с бóльшим вниманием российский читатель отнесется к этому глубокому и интересному исследованию.

*Андрей Белых*

---

27. Английское название книги — “Fragile by Design” в принципе можно перевести по-разному, однако ни один из возможных вариантов не передает точного смысла оригинального названия. В ходе моего обсуждения этого вопроса с В. А. Мау им был предложен классный и остроумный вариант — «Хрупкие банки. Не кантовать!». Но все же представляется, что для солидного фундаментального исследования больше подходит название, стоящее на обложке книги.



*Посвящается нашим дочерям  
Элени Софии Каломирис  
Зоуи Николетте Каломирис  
Натали Камиле Хабер*



## Предисловие к русскому изданию

**М**Ы ПОЛАГАЕМ, что российским читателям, интересующимся банковской сферой, будет несложно поверить в центральный тезис этой книги: что степень развития и стабильность банковской системы страны зависят от политической ситуации. Именно политика определяет правила взаимоотношений, называемые нами Игрой банковских договоренностей. Не существует банковских систем, независимых от государств: банки и государства нуждались друг в друге для выживания и развивались совместно. Поэтому в каждой стране банковские системы регулируются правительствами, которые в первую очередь заинтересованы в сохранении собственной власти. Никто не стремится к созданию подверженной кризисам банковской системы, которая не обеспечивала бы достаточного уровня кредитования компаниям и населению. Однако договоренности между политиками, банкирами и другими группами, действующими в интересах определенных кругов, призванные поддерживать правительства и банки, тем не менее часто приводят именно к таким неблагоприятным последствиям.

Основные выводы книги «Непрочные по конструкции» позволяют легко объяснить, почему российские частные банки выдают мало кредитов. Ключевым препятствием к развитию банковского бизнеса является угроза экспроприации, она толкает банки к тому, чтобы хранить огромные запасы валюты в офшорах, вне пределов досягаемости российского правительства. К сожалению, в результате средства банков оказываются и вне пределов досягаемости российских компаний и населе-

ния, страдающих от недостатка кредитов. Что касается политических причин банковской нестабильности, России только что удалось предотвратить кризис, который мог стать вторым крупным банковским кризисом за последние два десятилетия. Важными факторами, которые могли вызвать такой кризис, стали снижение цен на энергоносители, политическая напряженность между Россией и ее западными соседями и введенные против России санкции. Изученные нами истории Бразилии и Мексики доказывают, что такого рода ситуации часто возникают в авторитарных режимах.

Имеет ли авторитарный режим какие-либо преимущества с точки зрения развития банковских систем? Действительно, при авторитариях банки являются менее крупными и менее стабильными, чем при демократиях, но авторитарным правительствам легче бороться с банковскими кризисами за счет более быстрого применения политических инструментов. Мы подробно анализируем такую ситуацию при рассмотрении деятельности Хосе Лимантура — архитектора мексиканской банковской системы при диктатуре Порфирио Диаса. Он ловко воспользовался властными рычагами, чтобы спасти банковскую систему Мексики после всемирной паники 1907 года, при этом им, скорее всего, и был изобретен такой финансовый инструмент, как секьюритизация. Можно провести параллель между способностью Лимантура к решительным действиям и стабилизацией российской банковской системы, достигнутой главой центрального банка Эльвирой Набиуллиной, чьи решительные действия помогли избежать банковского кризиса в 2015–2016 гг. Как и в случае с Лимантуром, Набиуллина могла начать действовать, не пытаясь добиться консенсуса между различными противоборствующими влиятельными группировками. Это позволило ей быстро навести строгую дисциплину в области государственной фискальной политики, установить жесткие требования к капиталу банков и ограничить влияние девальвации и валютного регулирования на деятельность банков. Эта способность бороться с фундаментальными недостатками финансовой системы ярко выделяется на фоне затяжной агонии стран еврозоны, длящейся уже десять лет. Однако, как доказывает наш подробный

ПРЕДИСЛОВИЕ К РУССКОМУ ИЗДАНИЮ

анализ истории Мексики, в автократической стране есть ограничения, которые не может преодолеть даже финансовый волшебник.

Мы очень рады тому, что наша работа издается в России, и хотели бы поблагодарить переводчика Елену Еловскую, редактора перевода Андрея Белых и главного редактора Издательства Института Гайдара Валерия Анашвили. Также мы хотели бы высказать признательность Владимиру Мау, ректору Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС) за его страстное желание издать эту книгу. Благодаря его поддержке наша работа была переведена на русский язык.

*Чарльз Каломирис и Стивен Хабер*



## Предисловие

**К**НИГИ пишутся не случайно. Эта книга была написана в период с 2010 по 2013 год, после тридцати самых неудачных за всю историю лет банковских кризисов и сразу же после начала самого ужасного банковского кризиса в США со времен Великой депрессии.

Мы оба провели значительную часть нашей академической жизни в написании работ о банках, их политике и истории, а также консультировали правительственные органы и органы регулирования по вопросам недостатков банковских систем. В течение всех этих лет нас поражало, насколько по-разному на банковские кризисы смотрим, с одной стороны, мы и наши коллеги-ученые, а с другой стороны, общественность и пресса.

Наиболее популярные комментарии в отношении банковских проблем обращают внимание на краткосрочные моменты (рост кредитования за квартал, прибыль или скандалы), а также на личные данные, нравственные недостатки и карьеры банкиров и регуляторов. В то время как общественность признает, что банковские проблемы — это дело интенсивных политических дебатов, имеющих серьезные последствия для экономики и ее стабильности, СМИ уделяет мало внимания систематической роли политики в определении направления движения банковских систем. Этот недостаток ставит население в непонятное положение: оно знает, что должно быть глубоко обеспокоено банковским регулированием; оно знает, что политика и функционирование банков взаимосвязаны; но оно не уверено, в чем именно заключается эта связь, и еще больше не уверено, что с этим делать.

ПРЕДИСЛОВИЕ

Данная книга — попытка заполнить этот пробел и предложить свой вклад в научные знания. Мы пытаемся объяснить политические корни различий в развитии банковских систем в разных странах в разные периоды. С этой целью мы объединяем информацию и аналитические инструменты трех различных дисциплин: истории, политологии и экономики.

Мы считаем, что преимущества и недостатки банков являются предсказуемыми последствиями политических договоренностей и что эти договоренности определяются фундаментальными общественными политическими институтами. Население вполне может сваливать вину за недостатки банковской системы страны на нравственные ошибки банкиров или регуляторов или на «сбой рынка», связанные с жадностью и страхом. Однако при этом оно не видит, что именно представляют собой банки, плохо это или хорошо: институциональное воплощение — своего рода зеркало политической системы, которая является продуктом давней истории общества.

Этот проект вырос из нашего участия в рабочей группе Джона и Джина Де Нолтов Гуверского института при Стэнфордском университете (John and Jean De Nault Task Force on Property Rights at Stanford University's Hoover Institution). Мы были знакомы более двух десятков лет, и наши пути пересекались на многочисленных конференциях и семинарах. Однако именно в рабочей группе Де Нолтов мы впервые объединили свои усилия, чтобы проанализировать три фундаментальных вопроса банковского дела, которые стали отправной точкой для этой книги. Почему некоторым обществам удается выстроить банковские системы, которые способны избежать банковских кризисов, а некоторым — нет? Что заставляет некоторые общества ограничивать право учредить банк лишь немногими избранными лицами, даже несмотря на то что это снижает доступность кредита для многих групп населения? Почему некоторые общества иногда не могут защитить права собственности кредиторов, вкладчиков и акционеров банка, тем самым подрывая способность банков привлекать средства или выдавать кредиты?

После четырех лет многочисленных дискуссий и встреч в разных странах мы завершили эту рукопись.

За это время мы накопили больше интеллектуальных долгов, чем когда-либо сможем выплатить. Мы в долгу у многих коллег в институтах по всему свету — у тех, кто давал свои комментарии по черновикам глав этой книги или по всей рукописи, включая Дарона Асемоглу, Терри Андерсена, Майкла Бордо, Майкла Боскина, Флориана Бака, Форреста Капи, Джерарда Каприо, Мэтью Карнса, Латику Чодхери, Исайю Чавеса, Густаво дель Анжело-Мубарака, Даррелла Даффи, Роя Эллиса, Ричарда Эпштейна, Ника Юбанка, Адриану Фреш, Алекса Галетовича, Ричарда Гроссмана, Джеймса Хаффмэна, Скотта Киффа, Дороти Кроник, Сандру Кунтц Фикер, Росса Левина, Гэри Либекапа, Джонатана Мейси, Ноэля Маурера, Алана Мельтцера, Виктора Меналдо, Джоэла Мокира Яна Морриса, Альдо Мусачио, Ларри Нила, Ракель Оливейру, Аугустину Паглаян, Эдварда Пинто, Алекса Поллок, Лукаса Пуэнте, Русса Робертса, Джеймса Робинсона, Джареда Рубина, Томаса Саржента, Генри Смита, Пола Шнайдермана, Уильяма Саммерхилла, Джона Тейлора, Петера Уоллисона и трех анонимных рецензентов. Мы также благодарим наших студентов из Колумбийского и Стэнфордского университетов, где использовали материал из этой книги в различных курсах; их реакция очень помогла нам в оформлении и организации материала. Наши ассистенты, Ишан Бхадкамкар, Ианни Дривас и Патрик Кеннеди, помогали находить информацию и отслеживать отзывы, а также снабжали нас обоснованными комментариями относительно глав этой книги, по мере того как они принимали более четкие очертания.

Нам очень повезло, что мы могли делать презентации первых вариантов глав нашей книги на семинарах и конференциях и получать ценные отзывы. Мы благодарим институты, которые организовывали эти семинары и конференции, включая Банк Мексики, Центр экономических исследований Мюнхенского университета Людвиг-Максимилиана, Центр экономических исследований и преподавания экономических наук (Centro de Investigacion y Docencia Economicas), Чепменский университет, Чикагский ужин друзей экономической истории (All-Chicago Friends of Economic History Dinner), Федеральный резервный банк Атланты, Гарвардскую

## ПРЕДИСЛОВИЕ

школу бизнеса, Рабочую группу по экономической политике Гуверовского института, Международный валютный фонд, Лондонскую школу экономики и Всемирный банк.

Материалы для исследований не растут на деревьях; в связи с этим мы очень признательны Джону Рейзиану и Ричарду Соуса, директору и старшему помощнику директора Гуверовского института соответственно. Сет Дитчик, Бет Клевенджер и Терри О'Прей из издательства Princeton University Press и Питер Страп из Princeton Editorial Associates компетентно сопровождали рукопись в течение всего процесса издания. Особую благодарность мы выражаем нашему редактору серии Джоэлу Мокиру, чей энтузиазм, юмор и конструктивная критика значительно помогли улучшить эту книгу и облегчили нам задачу уложиться с ней в срок. И наконец, мы выражаем глубокую благодарность нашим женам — Нэнси Каломирис и Марси А. Хабер за их неизменное терпение, поддержку и поощрение, которые они нам давали в течение всех четырех лет нашего сотрудничества, протянувшего ниточку от восточного до западного побережья США.

Мы посвящаем эту книгу нашим дочерям. Мы надеемся, что молодежь, которая прочитает эту книгу, включая и их троих, не сочтет наши рассуждения о политических договоренностях призывом к циничному отношению к демократической политике. Мы скорее пытаемся проиллюстрировать ценность изучения истории, критического мышления и ироничного восприятия лицемерия политиков. Все эти три навыка им понадобятся при поиске решений сложных проблем, с которыми сталкиваются демократические режимы во время нынешней глобальной пандемии банковских кризисов.



## Раздел I

*Нет банков без государств,  
и нет государств без банков*



# ГЛАВА 1

## Если стабильные и эффективные банки — такая хорошая идея, почему они так редко встречаются?

Большинство экономистов... обычно предполагают, что финансовые организации появляются более или менее спонтанно, как только возникает необходимость в их услугах, — тот случай, когда спрос создает предложение... Такое отношение — слишком обобщенное понимание сложного явления.

*Рондо Камерон и Хью Патрик,  
Банковское дело на ранних этапах индустриализации (1967)*

**В**СЕ ЗНАЮТ, что жизнь несправедлива и что «политика имеет значение». Мы говорим так, когда наш любимый фильм не получает премии Американской киноакадемии. Мы говорим так, когда болван в соседнем кабинете, который играет в гольф с шефом, получает повышение, которого заслуживаем мы. Мы говорим так, когда строятся мосты в никуда, поскольку влиятельный сенатор старается заполучить федеральные инфраструктурные доллары в свой родной штат. И мы говорим так, когда предприниматель со связями получает миллиарды долларов правительственных субсидий, чтобы построить заводы, которые не имеют ни единого шанса стать конкурентоспособными.

Мы признаем, что политика присутствует везде, но почему-то считаем, что банковские кризисы аполитичны и являются результатом непредвиденных и чрезвычайных обстоятельств, типа землетрясений и грозы с градом. Мы считаем так, потому что эта версия событий раз за разом повторяется руководителями центральных банков и чиновниками министерства финансов, а затем подхватывается экономическими журналистами и телеведущими. В их версии высококвалифицированные специалисты, действующие из лучших побуждений, делают все возможное, чтобы создать эффективные



финансовые институты, эффективно распределять кредитные ресурсы и справляться с проблемами по мере их возникновения — но они не всемогущи. Они не имеют возможности предвидеть все случайности, и им иногда не везет. «Экономические шоки», которые предположительно нельзя было предвидеть, дестабилизируют в общем отлаженную систему. Банковские кризисы, согласно этой версии событий, похожи на толстовские несчастливые семьи: они несчастливы каждый по-своему<sup>1</sup>.

Эта книга предлагает альтернативную точку зрения и предполагает, что политика, которая существует везде вокруг нас, также определяет, будет ли общество страдать от многочисленных банковских кризисов (как в Аргентине и США) или никогда не будет от них страдать (как в Канаде). Под политикой мы не имеем в виду временные свособразные альянсы между лицами типа тех, которые выбирают самого глупого парня в компании и повышают его до должности вице-президента по корпоративной стратегии. Мы имеем в виду то, как фундаментальные политические институты общества поощряют политиков, банкиров, акционеров банков, вкладчиков, заемщиков и налогоплательщиков формировать коалиции для создания законов, определения политики и регулирования в свою пользу — часто за счет всего остального населения. Согласно этой точке зрения страна не «выбирает» свою банковскую систему, скорее она получает банковскую систему, соответствующую тем институтам, которые управляют распределением политической власти.

## Неслучайное распределение банковских кризисов

Систематические кризисы неплатежеспособности банков типа кризиса субстандартного кредитования в США в 2007–2009 гг. — серии банкротств банков, настолько катастрофических, что само существование банковской системы оказалось под вопросом, — не случаются без пред-

---

1. Роман Л. Н. Толстого «Анна Каренина» начинается фразой: «Все счастливые семьи похожи друг на друга, каждая несчастливая семья несчастлива по-своему». — *Прим. науч. ред.*

## ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

упреждения, как землетрясения или нападения ягуаров. Скорее они случаются, когда банковские системы становятся уязвимыми по своей конструкции в результате политических решений. Банковские системы подвержены коллапсам только в том случае, когда банки принимают высокие риски, выдавая кредиты и осуществляя инвестиции, но не имеют недостаточного капитала, чтобы покрыть убытки от таких рискованных операций. Если банк даст только надежные кредиты надежным заемщикам, вряд ли его кредитный портфель вдруг станет проблемным. Если банк выдает более рискованные кредиты менее надежным заемщикам, но резервирует капитал на случай, если эти кредиты не будут погашены, его акционеры могут понести убытки, но банк не станет неплатежеспособным. Эти базовые факты о банковских кризисах известны банкирам и государственным регуляторам; они стары как мир.

А теперь представьте себе, что происходит, когда уровень капитала банка не соответствует уровню принятых им рисков. Убытки банков могут стать настолько масштабными, что стоимость отрицательных чистых активов банков будет представлять собой существенную часть валового внутреннего продукта (ВВП) страны. При этом сценарии кредитование сократится, ВВП упадет, а страна впадет в рецессию, вызванную банковским кризисом. Правительства могут предотвратить такое развитие событий, поддерживая банковскую систему. Они могут выдавать кредиты банкам, покупать их некачественные активы, покупать их акции, чтобы предоставлять им достаточный капитал, или полностью принимать на себя руководство их бизнесом.

Если бы такие катастрофы были случайными событиями, все страны проходили бы через них с одинаковой частотой. Однако реальность заключается в том, что в некоторых странах их было много, а в некоторых было мало или не было совсем. США, например, крайне подвержены кризисам. Здесь были крупные банковские кризисы в 1837, 1839, 1857, 1861, 1873, 1884, 1890, 1893, 1896, 1907, в 1920-х, 1930–1933, в 1980-х и в 2007–2009 гг.<sup>2</sup>

---

2. В этой книге мы рассматриваем банковские кризисы либо как систематические кризисы платежеспособности, либо как систематические кризисы

То есть в США за последние 180 лет случилось 14 банковских кризисов! Канада, которая имеет с США не только общую границу протяженностью в 2000 миль, но и общую культуру и язык, испытала только два кратковременных и не очень тяжелых банковских кризиса ликвидности за тот же период — в 1837 и в 1839-м, и ни один из этих кризисов не привел к серьезным банкротствам банков. С того времени несколько канадских банков обанкротилось, но систематических банковских кризисов в стране не было. Канадская банковская система является исключительно стабильной — по правде говоря, настолько стабильной, что с тех пор, как Канада стала независимой страной в 1867 году, правительству практически не приходилось вмешиваться, чтобы поддержать банки

Неслучайное распределение банковских кризисов так же подтверждается их географией с 1970 года. Создается впечатление, что некоторые страны обладают иммуни-

---

ликвидности. Некоторые кризисы типа кризиса субстандартного кредитования в США и других кризисов в США в 1837, 1839, 1857, 1861, 1920-х, 1930–1933 и 1980-х были связаны с масштабной неплатежеспособностью банков, а не только с моментами неликвидности, когда банки испытывают сильное давление из-за изъятия средств. Пороги неплатежеспособности, достаточные, чтобы ее можно было считать кризисом, по-разному определяются разными учеными, но, грубо говоря, кризисы неплатежеспособности банков обычно определяются как события, во время которых стоимость отрицательных чистых активов банков или расходы правительства на предотвращение такой неплатежеспособности превышают какой-то критический порог в ВВП. Этот подход лежит в основе базы данных по банковским кризисам последних лет, составленной исследователями Всемирного банка и Международного валютного фонда (например, Carpio and Klingebiel [2003]; Laeven and Valencia [2012]). Второй класс банковских кризисов — это кризисы, которые заключаются в систематических перебоях с ликвидностью (например, масштабное бегство вкладчиков), но не подразумевают серьезной неплатежеспособности банков или дорогостоящего правительственного вмешательства для предотвращения такой неплатежеспособности. Каломирис и Гортон (Calomiris and Gorton (1991)), например, относят банковскую панику 1873, 1884, 1890, 1893, 1896 и 1907 годов в США к категории систематических и важных кризисов ликвидности, несмотря на то что они не привели к масштабной неплатежеспособности банков. Оба этих определения кризисов являются более ограниченными, чем те, которые иногда применяются в литературе по финансовым кризисам (например, Reinhart and Rogoff [2009]), где негативные события типа краха одного крупного банка считаются признаками кризиса. С такими менее ограниченными стандартами мировые банковские системы окажутся даже еще более склонными к кризисам.

## ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

тетом к этой болезни, в то время как другие — необычайно подвержены ей. Посмотрите, какая закономерность вырисовывается, когда мы смотрим на данные по частоте банковских кризисов в 117 странах мира с населением свыше 250 000 человек, которые не являются коммунистическими или бывшими коммунистическими странами и имеют достаточно крупные банковские системы, чтобы предоставить данные по частным кредитам коммерческих банков, по крайней мере за 14 лет с 1990 по 2010 год (в базе данных Всемирного банка).<sup>3</sup> Только 34 из этих 117 стран (29%) не имели кризисов в период с 1970 по 2010 год. В шестидесяти двух странах был один кризис. В девятнадцати странах было два кризиса. В одной стране было три кризиса, а еще одна пережила не менее четырех. То есть стран, в которых кризисы были, оказалось больше, чем стран со стабильными банковскими системами, в пропорции больше чем два к одному, а 18% стран мира, похоже, необычайно предрасположены к кризисам.

Страной, испытавшей на себе больше всего кризисов, является Аргентина, которая так долго управлялась настолько слабо, что ее политическая история практически синонимична бесхозяйственности. Ее ближайшим «преследователем» (с тремя кризисами с 1970 года) является Демократическая Республика Конго — страна, чей горь-

---

3. Мы не включаем в этот анализ бывшие или нынешние коммунистические страны, поскольку их управляемые государством банковские системы не распределяют кредитные ресурсы, а скорее функционируют как системы учета контролируемого государством распределения инвестиций. Концепция банковского кризиса в такой системе не имеет реального аналитического значения. Бывшие коммунистические страны обычно склонны к кризисам. Если бы мы включили их в наш набор данных, тогда бы еще больший процент стран мира считался подверженным кризисам. Мы не включаем страны, по которым нет отчетности, позволяющей сделать по крайней мере 14 расчетов доли кредитов депозитных банков в ВВП за период 1990–2010 гг. Чтобы минимизировать возможные ошибки расчетов, мы требуем, чтобы для страны были доступны данные за не менее двух третей лет из этого периода. Мы используем кредитные данные за период с 1990 по 2010 год в связи с тем, что база данных Всемирного банка обычно является менее полной, особенно в части более бедных стран в период до 1990 года. Мы берем данные по банковским кризисам из работы Laeven and Valencia (2012) и учитываем как их «системные» кризисы, так и их «пограничные» кризисы в нашем определении кризисов. Мы дополняем их работу случаем Кипра в 2013 году.

кий колониальный опыт вдохновил Джозефа Конрада на создание произведения «Сердце тьмы». После получения независимости она управлялась одним из самых долговечных и алчных деспотов стран третьего мира (Мобуту Сесе Секо, который правил с 1965 по 1997 год), а ее история в этот период стала классическим случаем трагедии страны.

Список 19 стран, в которых было по два банковских кризиса, тоже не является результатом случайной выборки. К ним относятся ЧАД, ЮАР, Камерун, Кения, Нигерия, Филиппины, Таиланд, Турция, Боливия, Эквадор, Бразилия, Мексика, Колумбия, Коста-Рика, Чили, Уругвай, Испания, Швеция и... США. Одной из поразительных характеристик этого списка является малое количество стран с высокими доходами и хорошим управлением. Из 117 стран в нашем наборе данных приблизительно треть отнесена Всемирным банком к категории стран с высоким уровнем дохода на душу населения. Но только три из 21 склонной к кризису страны, 14%, находится в этой группе. Это предполагает, что склонность к кризису в большей степени связана с другими нежелательными характеристиками и событиями. Но в связи с этим возникает и другой тревожный вопрос. Почему в этот список вошли США?

### Неслучайное распространение экономик с недостаточным проникновением банковских услуг

Хорошая банковская система, конечно же, подразумевает не только недопущение кризисов. Проблемы могут представлять и банковские системы, которые выделяют слишком мало кредитных ресурсов по сравнению с размером экономики — этот феномен известен как недостаточное проникновение банковских услуг. Такое явление тоже не кажется случайным распределением. Обратите внимание, насколько разительно отличаются Канада и Мексика — партнеры США по Североамериканскому соглашению по свободной торговле (North American Free Trade Agreement (NAFTA)). С 1990 до 2010 год кредитование банками бизнеса и населения в среднем составляло 95%

## ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

Процент ВВП



РИС. 1.1. Средняя доля частных кредитов депозитных банков по отношению к ВВП, 1990–2010, согласно классификации стран по доходам, составленной Всемирным банком

Источник: World Bank (2012).

Примечание. Для удобства восприятия на оси x показаны названия только некоторых стран.

от размера ВВП в Канаде, однако в Мексике этот показатель равнялся всего 19%. Существенная разница в этих показателях означает, что мексиканским семьям гораздо сложнее финансировать покупку жилья, автомобилей и потребительских товаров, а мексиканским компаниям гораздо сложнее получить оборотный капитал, чем их канадским коллегам. В результате рост их экономики является более медленным. Неудивительно поэтому, что свыше 500 000 мексиканцев — примерно половина всех новоприбывших на мексиканский рынок труда — каждый год нелегально пересекают границу с США.

Как видно из рис. 1.1, заметная разница между Канадой и Мексикой представляет собой повторяющуюся закономерность. В самых бедных странах мира (которые находятся на рисунке слева), включая, например, Демократическую Республику Конго, средняя доля частных кредитов к ВВП составляет всего 11%, в то время как в Канаде она достигает 87%.

кратическую Республику Конго, отношение величины банковского кредита к ВВП составляет в среднем всего 11%. В самых обеспеченных странах (на рисунке справа) отношение банковского кредита к ВВП в среднем составляет 87%.

Принципиальным моментом является то, что имеет место существенный разброс в каждой из четырех групп стран с примерно одинаковым уровнем доходов. Это предполагает, что объем кредитов, выданный в этих странах, является не только производной спроса на кредитные ресурсы, но также отражает и ограничения на предоставление кредитов. Другими словами, тот факт, что некоторые страны в каждой группе доходов выдают гораздо больше кредитов, чем другие в той же самой группе (или даже в группе с более высоким уровнем доходов), предполагает, что многие страны во всех категориях имеют недостаточное проникновение банковских услуг. Например, Мексика, судя по всему, характеризуется более низким уровнем проникновения банковских услуг, чем другие страны в той же группе доходов, и имеет меньшее отношение размера кредита к величине ВВП, чем у многих стран в группе с менее низкими доходами (например, Филиппины).

Недостаточное проникновение банковских услуг имеет важные социальные последствия. Многочисленные научные работы доказывают, что в странах с недостаточным проникновением банковских услуг экономический рост происходит медленнее, чем в других странах. Историки экономики продемонстрировали, что прежде, чем Голландия, Великобритания и США досрочно достигли статуса мировых экономических гегемоний в XVIII, XIX и XX веках соответственно, им понадобилось пережить революции в сфере финансового посредничества и финансовых институтов. Они также обнаружили, что в России, Германии и Японии тоже имели место подобные финансовые революции, перед тем как эти страны смогли сократить разрыв с мировыми экономическими лидерами в конце XIX и начале XX веков<sup>4</sup>.

---

4. Gerschenkron (1962); Cameron et al. (1967); Sylla (1975; 2008); North and Weingast (1989); Neal (1990); de Vries and van der Woude (1997); Rousseau and Wachtel (1998); Rousseau (2003); Rousseau and Sylla (2003, 2004).

ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

Финансовые экономисты, используя статистические методы для анализа роста современных экономик, пришли почти к таким же выводам. На какие бы аспекты они ни обращали внимания — различия по странам, по регионам одной и той же страны, по странам в разные периоды времени или по отраслям промышленности, — все их работы демонстрируют, что более высокий уровень финансового развития способствует более быстрым темпам накопления физического капитала, более быстрому экономическому росту, более стремительному технологическому прогрессу, более активному созданию рабочих мест и более широким возможностям социальной мобильности<sup>5</sup>. Учитывая связь между экономическим ростом и способностью обеспечивать свое военное присутствие в любых частях земного шара, страны с недостаточным проникновением банковских услуг также имеют ограниченные возможности в сфере защиты своего суверенитета и влияния на события за рубежом. Говоря кратко, недостаточный уровень проникновения банковских услуг представляет собой гораздо более серьезную проблему, чем недостаточные мощности в реальных секторах экономики, таких как текстильная промышленность, производство сахара или автомобилестроение: финансовая сфера упрощает эффективное функционирование всех других видов экономической деятельности, включая секторы промышленности, имеющие критическое значение для защиты государства.

---

5. King and Levine (1993), Levine and Zervos (1998), Taylor (1998) и Beck, Levine, and Loayza (2000) использовали инновационные статистические приемы, чтобы установить закономерности в разных странах. Позднее группа ученых — особенно Rajan and Zingales (1998), Wurgler (2000), Cetorelli and Gamberra (2001), Fisman and Love (2004), а также Beck et al. (2008) — сфокусировалась на развитии отраслей экономики, а также стран в целом и пришла к тому же выводу: финансовая отрасль возглавляет рост. Исследования, в которых основное внимание уделялось росту регионов в одной и той же стране — Jayaratne and Strahan (1996); Black and Strahan (2002); Guiso, Sapienza, and Zingales (2004); Cetorelli and Strahan (2006); Dehejia and Lleras-Muney (2007); Correa (2008), — пришли практически к таким же результатам. Эти исследования основаны на теоретических и нарративных наработках таких авторов, как Goldschmidt (1933); Gurley and Shaw (1960); Gurley, Patrick, and Shaw (1965); Goldsmith (1969); Shaw (1973); McKinnon (1973) и Fry (1988).



## Как много здесь эффективных и стабильных банковских систем?

Если банковских кризисов с 1970-х удалось избежать лишь немногим странам и если большая часть мира характеризуется недостаточным проникновением банковских услуг, сколько стран могут похвастаться изобилием банковских кредитов и стабильностью банковской системы? Ответ на этот вопрос требует от нас провести различие между теми экономиками, где кредитных ресурсов очень много, и теми, где уровень проникновения банковских услуг недостаточен. Будем считать, что в стране достаточно кредитных ресурсов, если среднее отношение суммы выданных кредитов к величине ВВП на одно стандартное отклонение выше среднего значения для 117 стран в нашем наборе данных (83%), что соответствует показателю Австралии. Будем также считать, что банковская система стабильна, если в стране не было кризисов с 1970 года. Тогда мы получим шокирующий результат: только 6 из 117 стран — 5% от общего числа — соответствуют этим критериям<sup>6</sup>.

## Озадачивающая распространенность неэффективных банков

Вопрос о том, почему общества мирятся с существованием нестабильных банков и с недостаточным уровнем проникновения банковских услуг, еще больше озадачивает, если учитывать, к каким затратам это приводит. Кроме более медленного долгосрочного роста, нестабильные банковские системы порождают и другие проблемы.

---

6. Некоторые могут подумать, что, если определять страну с обилием кредитных ресурсов в соответствии с группой дохода страны по данным Всемирного банка, это может обнаружить множество стран с обильными кредитными ресурсами и небольшим количеством кризисов. Однако на самом деле ситуация совершенно иная. Если в качестве страны с обильными кредитными ресурсами взять страну, в которой отношение размера кредита к величине ВВП по крайней мере на одно стандартное отклонение превышает среднее значение для группы доходов такой страны в соответствии с классификацией Всемирного банка, а затем спросить, в скольких таких странах не было банковского кризиса с 1970 года, ответ — три.

## ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

Банковские кризисы увеличивают масштабы рецессий, что приводит к еще большему сокращению числа рабочих мест, а налогоплательщики вынуждены платить за спасение банкиров от последствий их собственных ошибок. Почему граждане это терпят? Плата за эти ошибки во всех странах очень высока. За период с 1970 по 2011 год средняя непосредственная стоимость разрешения банковских кризисов для бюджета составляла 6,8% ВВП, а средний рост задолженности страны во время кризиса был равен 12,1% ВВП. Стоимость банковских кризисов, выраженная в потерях для ВВП (из-за последствий кредитного сжатия, роста риска по суверенной задолженности и валютного коллапса), также обычно невероятно высока: с 1970 по 2009 год медианное значение потерь в производстве во время банковского кризиса составляло 23% ВВП<sup>7</sup>.

Пытаясь дать ответ на этот вопрос, не стоит думать, что налогоплательщики всегда готовы платить за спасение банков. Спасение банков за счет налогоплательщиков — феномен последних лет. До середины XX века банкротство оплачивалось самими банкирами, а также акционерами и вкладчиками банка. Однако с тех пор затраты все больше ложатся на плечи налогоплательщиков. Каким образом банкиры, регуляторы и политики навязывают эти затраты налогоплательщикам и почему налогоплательщики с ними мирятся?

Такое перекалывание убытков на плечи налогоплательщиков особенно озадачивает, если учитывать, что оно обычно приводит к гораздо большим убыткам и к более глубоким рецессиям, чем в системе, в которой расходы несут акционеры и вкладчики. Множество работ по финансовой экономике продемонстрировали, что система, в которой акционеры и вкладчики рискуют своими деньгами, дисциплинирует банкиров: при первых же признаках проблем акционеры начинают продавать свои акции, а вкладчики начинают переводить свои средства в более платежеспособные банки<sup>8</sup>. В результа-

---

7. Laeven and Valencia (2012), 17.

8. Calomiris and Powell (2001); Cull, Senbet, and Sorge (2005); Demirguc-Kunt and Detragiache (2002); Demirguc-Kunt and Huizinga (2004); Demirguc-Kunt and Kane (2002); Calomiris and Wilson (2004); Barth, Caprio, and Levine (2006), Глава 4; Haber (2008a); Calomiris (2011a).

те некоторые банки банкротятся, часть тех, перед кем у банков есть обязательства (акционеры и вкладчики), теряют свои средства, кредитование сокращается, поскольку банкиры спешат снизить свое участие в рискованных кредитах, и экономический рост замедляется. Результат оказывается болезненным, но не трагичным. Важнее всего, что банкиры осознают последствия безрассудного поведения и стараются сохранять большие резервы капитала и крупные портфели активов с низкими рисками. В связи с этим системные банковские кризисы — редкое явление. Сравните такую схему с системой, которая стала рассматриваться как норма с середины XX века. Когда убытки перекладываются на налогоплательщиков, у акционеров и вкладчиков нет таких сильных стимулов дисциплинировать банкиров. Банкиры готовы идти на более высокие риски, повышая, таким образом, вероятность банкротства. В результате после 1945 года банки в наиболее развитых экономиках мира стали иметь более высокие долговые нагрузки и сохранять меньшие объемы низкорисковых активов<sup>9</sup>.

Еще более озадачивает, что дорогостоящие кризисы и сохраняющийся недостаточный уровень проникновения банковских услуг имеют место, даже если банковские системы находятся под строгим регулированием

---

9. Schularick and Taylor (2012). Теоретически регулирование может заменить контроль со стороны акционеров и вкладчиков, однако факты показывают, что регуляторы подвержены политическому давлению, которое может заставить их бездействовать (Brown and Dinc [2005]; Barth, Capiro, and Levine [2006], глава 5). В результате убытки накапливаются, в то время как банкиры кидают деньги на ветер. Неизбежно объем неучтенных просроченных кредитов — так называемых вечнозеленых кредитов — становится таким большим, что банковской системе угрожает полный коллапс, и на этом этапе регуляторы, наконец, вынуждены вмешаться. Но к этому времени объем просроченных кредитов достигает уже гигантских размеров. Это означает не только то, что стоимость ликвидации последствий проблем банков оказывается намного выше, чем она была бы в системе, где акционеры и вкладчики дисциплинируют банки, но также и то, что банковский кризис тоже будет масштабнее. Кредитование не просто сокращается, оно сокращается с головокружительной скоростью. Более того, правительству приходится искать способы урегулировать финансовые дисбалансы, ставшие следствием спасения банков, что означает сокращение расходов, повышение налогов и повышение процентных ставок центрального банка с тем, чтобы предотвратить распродажу валюты. Неудивительно, что рецессии, которые связаны с финансовыми кризисами, обычно бывают более глубокими, чем другие рецессии (Jorda, Schularick, and Taylor [2012]).

ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

и надзором правительств. В большинстве стран банки регулируются почти как коммунальное хозяйство, например, как производители электроэнергии: вход на рынок контролируется государственными органами, чтобы гарантировать, что компании, предоставляющие услуги, остаются прибыльными и правительство инспектирует деятельность, чтобы убедиться, что компании предоставляют эффективные услуги своим клиентам, не беря при этом на себя неразумных рисков. Так почему же правительство тогда часто не обращает внимания на банки, когда они выдают бизнесу и населению кредиты с высокой вероятностью дефолта? Подобным же образом почему некоторые правительства позволяют тем же самым неблагоразумным банкам отказывать в обслуживании надежным клиентам вплоть до того, что во многих странах банки выдают кредиты только предприятиям, контролируемым своими же членами совета директоров?

## Непрочные по конструкции

Если стабильная банковская система, способная предоставить стабильный доступ к кредитам для талантливых предпринимателей и ответственных домохозяйств, такая хорошая идея, почему такие системы встречаются так редко? Как может быть, что сектор экономики, который подлежит такому строгому регулированию и столь тщательно отслеживается, так плохо функционирует во многих странах? На наш взгляд, ответ на этот вопрос заключается в том, что уязвимость банков и дефицит банковских кредитов отражают структуру фундаментальных политических институтов страны. Основная проблема состоит в том, что все правительства сталкиваются с неизбежными конфликтами интересов, когда дело доходит до функционирования банковской системы, но некоторые типы правительств — в частности, демократии, политические институты которых ограничивают влияние популистских коалиций, — могут лучше, чем другие, сглаживать такие конфликты интересов.

В следующей главе мы более тщательно анализируем эти конфликты интересов. А пока просто скажем, что есть три базовых типа таких конфликтов. Пер-

вый — правительства одновременно и регулируют банки, и смотрят на них как на источник финансирования. Второй — правительства обеспечивают исполнение кредитных контрактов, которые дисциплинируют должников в интересах банков (и в этом процессе помогают в наложении взыскания на обеспечение должника), однако они ищут у тех же самых должников политической поддержки. Третий — правительства распределяют убытки между кредиторами в случае банкротства банка, но они могут одновременно искать у крупных групп таких кредиторов — вкладчиков банка — политической поддержки. Выводы напрашиваются сами собой: система имущественных прав, которая поддерживает банковскую систему, является не пассивным ответом на некий критерий эффективности, а скорее результатом политических сделок, которые определяют, какие законы принимать, какие группы людей имеют право на заключение контрактов, а также решают, с какими людьми, относительно чего и на каких условиях можно заключать эти контракты. Этими сделками руководит логика политиков, а не логика рынков.

Тот факт, что система имущественных прав, поддерживающая банковские системы, является результатом политических договоренностей, означает, что не существует полностью «частных» банковских систем; скорее современное банковское дело основано на партнерстве между правительством и группой банкиров, партнерством, которое формируется институтами, определяющими распределение власти в политической системе. Политика правительства по отношению к банкам отражает договоренности, на основе которых возникают такие партнерства, а также влияние групп интересов, чье согласие необходимо для способности политической группы, контролирующей правительство, признавать такие сделки. Банки регулируются и контролируются в соответствии с техническими критериями, и банковские контракты приводятся в исполнение в соответствии с неясными законами, но эти критерии и законы не создаются и не приводятся в исполнение роботами, запрограммированными на максимизацию общественного благополучия; они являются результатами политического процесса — фактически игры, где на кону богатство и власть.

## ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

Мы называем этот процесс заключения сделок Игрой банковских договоренностей<sup>10</sup>. Игроки — это те, кто ставит на кон функционирование банковской системы: группа, контролирующая правительство, банкиры, миноритарные акционеры, должники и вкладчики. Правила, устанавливаемые политическими институтами общества, определяют, какие еще группы можно принять в партнерство правительства и банков, а какие можно оставить за дверью, поскольку правила политической системы делают их бесправными. Между игроками в этой игре формируются коалиции, и эти коалиции определяют правила принятия банка в систему (а значит, и конкурентную структуру, и размер банковского сектора), потоки кредитования и их условия, разрешенную деятельность банков и распределение убытков в случае банкротства. Таким образом, на кону в Игре банковских договоренностей — распределение благ системы коммерческих банков. Группа, контролирующая правительство, всегда получает долю этих благ, а коалиции, которая создает партнерство с правительством, достается остальное.

Заметьте, что мы делаем акцент не на масштабах регулирования, а скорее на целях, которые порождают регулирование, и на том, как эти цели формируются политическими договоренностями. В некоторых странах институты и коалиции таковы, что регулирование улучшает отдачу рынка. В других странах регулирование структурируется для достижения правительственных целей, которые также служат группам с особыми интересами, несмотря на катастрофические последствия для общества в целом.

Борьба между политическими коалициями определяет, кому какая роль достанется в финансовой системе; то есть какова будет форма регистрации банка и какие группы заемщиков получают государственную поддержку

---

10. Наш подход основывается на классических работах: Olson (1965), Stigler (1971), Kueger (1974) — и многих других, которые рассматривают политику правительства как отражение конфликтов различных интересов. Отличительной чертой нашей работы является акцент на формировании партнерств интересов, которые контролируют банковскую политику. В таких партнерствах часто объединяются разные идеологии и убеждения.

доступа к кредитам. Центральный аспект Игры банковских договоренностей, таким образом, — это определение правил принятия в банковскую систему. Редко случается, что правительство выбирает режим полностью «открытого доступа». Избирательность относительно того, кто может стать банкиром, и решение, скольким банкирам будет позволено выдавать кредиты и кому, — важнейшие элементы игры. Цель нашей книги — объяснить эту игру. Мы пытаемся понять процесс, в результате которого в разных странах появляются разные правила, и то, как игроки действуют в рамках этих разных наборов правил. Мы показываем, как различия в фундаментальных политических институтах в разные периоды и в разных местах обуславливают различия в правилах игры и как эти основанные на политике правила иногда приводят к предсказуемо стабильным и обильным кредитным ресурсам, иногда — к нестабильному и скудному банковскому кредиту, а иногда (как в США) — к нестабильному и обильному банковскому кредиту. Каким игрокам больше нравится головокружительный рост кредитования, а каким — жесткие ограничения на него? При каких обстоятельствах они могут сформировать долговременные политические коалиции с другими игроками, которые заинтересованы в организации банковской системы? Каковы взаимоотношения между членами этих коалиций? Есть ли разница в том, как играют в эту игру при демократической и при авторитарной политической системе? Влияют ли эти различия на устойчивость коалиций, размер и структуру банковских систем и уязвимость банков?

Чтобы понять эту сложную по своей природе игру, мы детально отслеживаем коэволюцию политики и банковского дела в нескольких странах поочередно на протяжении длительных периодов. Мы подробно описываем, как эти коалиции были сформированы, почему некоторые из них выстояли, а другие — нет, как они внесли специфические и важные изменения в политику, регулирующую банковскую деятельность, как эта политика определяла, какие группы могут получить доступ к кредиту, а какие нет, и как некоторые такие принципы политики привели к катастрофическим банковским кризисам.

ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

Мы не первые, кто отслеживает историческую эволюцию банковских систем в различных странах или отмечает важность политики в эволюции банковских систем; мы основываемся на революционном вкладе в экономическую историю таких авторов, как Брэй Хэммонд (Hammond 1957), Александр Гершенкрон (Gerschenkron 1962), Рондо Кэмерон (Cameroon 1967) и Ричард Силла (Sylla 1975), и более современных работах таких ученых, как Юджин Уайт (White 1983), Ховард Боденхорн (Bodenhorn 2003), Ричард Гроссман (Grossman 2010) и другие. Мы также используем данные набирающей популярность литературы по политической экономике финансов, такой как недавняя работа Джеймса Барта, Джеральда Капино и Росса Ливайна (Barth, Caprio and Levine 2006) и Рагурама Раджана (Rajan 2010). Конечно, мы не смогли бы написать эту книгу, если бы мы не стояли на плечах<sup>11</sup> нескольких поколений финансовых экономистов и историков экономики. Уникальность нашей работы мы видим в моделировании общих принципов, которые помогают понять, как политические факторы формируют банковские системы. Мы иллюстрируем эти принципы детальным изложением, которое охватывает период в сто лет и интегрирует в себе факты и аналитические разработки из широкого круга академических дисциплин, включая политическую историю, финансовую экономику и политологию.

## Что мы делаем в этой книге и зачем мы это делаем

Первый необходимый шаг к любой продуктивной реформе банковских систем — понять, почему и как политические договоренности формируют банковские системы. Показывая, как играть в Игру банковских договоренностей, мы стремимся продемонстрировать читателям, как варианты игры, в которую они втянуты (сознательно или непреднамеренно) в своих странах,

---

11. Имеется в виду фраза Исаака Ньютона из письма Роберту Гуку «Если я видел дальше других, то потому, что стоял на плечах гигантов» (15 февраля 1676 г.). — *Прим. науч. ред.*



могут навязывать им расходы, в то время как для других они благоприятны.

Для достижения этой цели мы должны заняться двумя достаточно разными задачами. Во-первых, мы должны объяснить логику Игры банковских договоренностей; во-вторых, мы должны показать, как в эту игру играли и играют в реальных обстоятельствах. Как бы нам этого ни хотелось, мы выбирали эти реальные обстоятельства не просто исходя из того, в каких странах лучшие пляжи: мы выбрали примеры, которые позволяют нам продемонстрировать, как различия в политических институтах влияют на различия в характере партнерств государства и банкиров и как различия в этих партнерствах приводят к различиям в размере, конкурентной структуре и стабильности банковских систем.

Мы начинаем с объяснения того, почему существование банковских систем невозможно без полицейской власти государства. В главе 2 мы, в частности, акцентируем внимание на фундаментальных проблемах имущественных прав, которые общества должны решить для создания банковской системы. Идея, что банковские системы могут существовать вне системы государственного регулирования, — просто либертарианская сказка.

В главе 3 мы объясняем, почему правительствам нужны банки. Мы рассказываем, как и почему институт коммерческих банков появился в результате процесса, посредством которого Европа в XVII веке была трансформирована из «винегрета» герцогств, княжеств, городов-государств и королевств в современные государства. Мы фокусируемся на мощных стимулах правителей стать активными сторонниками многих финансовых инноваций, которые поддерживают все современные банковские системы — зарегистрированные корпорации, оборотные кредитно-денежные инструменты и инструменты суверенного долга. Власти, которые поощряли инновации, смогли создать устойчивые государства и мировые торговые сети, доминирующие над остальными странами. Власти, которые этого не сделали, исчезли, а их территории были поглощены другими государствами. Затем мы прослеживаем эволюцию государственно-банковских партнерств, демонстрируя, что по мере того, как политические системы становились более сложны-

## ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

ми в XIX и XX веках, эти партнерства порождали широкий ряд квазигосударственных, квазичастных структур, включая центральные банки и специальных финансовых посредников (таких как государственные ипотечные гиганты *Fannie Mae* и *Freddie Mac*).

Потом мы анализируем реальные страны на протяжении нескольких веков их истории, чтобы проиллюстрировать, как играли в Игру банковских договоренностей в различных политических средах. Мы обращаем внимание на различия в политических институтах как в разных странах, так и в одной стране в разные периоды времени, что, возможно, имеет еще более важное значение.

Мы начинаем наш анализ с Англии. В главе 4 мы показываем, как и почему английское правительство предоставило монопольные права первой в стране банковской корпорации, Банку Англии, после Славной революции 1688 года — государственного переворота, в результате которого парламент получил превосходство над монархией. У Англии больше не было абсолютного монарха, который мог экспроприировать средства по своему желанию, но из-за того, что у страны было очень ограниченное избирательное право, группа состоятельных финансистов смогла сформировать устойчивую коалицию с партиями, контролирующими парламент, предоставив Банку Англии набор исключительных привилегий в обмен на серию кредитов правительству. В результате появилась монопольная банковская система, распределявшая кредитные ресурсы между ограниченным числом участников и бывшая внутренне нестабильной.

В главе 5 мы анализируем, как *Pax Britannica*<sup>12</sup> способствовал расширению избирательного права и снижению необходимости правительства финансировать дорогостоящие войны, давая, таким образом, возможность формироваться политическим коалициям, которые предпочитали большую открытость выдачи банковских патентов. Стабильная, эффективная и конкурентоспособная банковская система, которую Британия создала

---

12. *Pax Britannica* (лат. — по аналогии с лат. *Pax Romana*) — период доминирования Британской империи на море и в международных отношениях начиная с битвы при Ватерлоо в 1815 году и заканчивая Первой мировой войной. — *Прим. науч. ред.*

к началу XX века, вновь подверглась репрессиям правительства для финансирования «Тридцатилетней войны XX века» — Первой мировой войны, перевооружения и Второй мировой войны. После 1945 года политические коалиции, которые выступали за создание государства всеобщего благоденствия и национализировали промышленность, сделали банковскую систему по большей части бесполезной. Короче говоря, банковская система, существующая сегодня в Лондоне, который является не просто центром британской банковской системы, но и центром мировых финансов, — на самом деле очень недавнее явление.

В главе 6 мы обращаемся к США, рассматривая период с войны за независимость в 1770-е и до снятия ограничений на банковскую деятельность между штатами в 1980-х и 1990-х. Мы включаем в наше исследование пример США по нескольким причинам, самая главная из которых — американская банковская история является хорошим наглядным примером. Если у кого-то из читателей есть сомнения по поводу нашего утверждения, что банковское регулирование полностью связано и всегда было связано с политикой, ознакомление с первыми двумя столетиями американской банковской истории должно изменить их мнение.

Сегодня организации типа Bank of America, кажется, имеют филиалы или банкоматы на каждом углу. Однако до недавнего времени Bank of America, как и всем другим крупным банкам, которые в настоящий момент лидируют на американском рынке, было запрещено законом иметь филиалы более чем в одном штате: Bank of America был калифорнийским банком. Возможно, еще более удивительно, что до 1970-х большинство американских штатов имели законы, которые запрещали банкам открывать много подразделений даже в пределах одного штата. В результате американская банковская система<sup>13</sup> состояла из десятков тысяч отдельных банков, не имеющих филиалов, которые работали на тысячах квазисегментированных локальных рынков. Ни в одной другой стране не было ничего подобного, и не зря:

---

13. Такая система обозначается специальным термином — Unit banking. — *Прим. науч. ред.*

## ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

система, состоящая из десятков тысяч бесфилиальных банков, является внутренне неустойчивой, поскольку банки не могут ни распределять риски по регионам, ни свободно переводить средства из одного места в другое для решения проблем ликвидности (возникающих, например, при массовом снятии вкладов). Такая система также является неэффективной с операционной точки зрения, поскольку банки не могут воспользоваться преимуществами экономии на масштабах в плане администрирования. В связи со всеми этими обстоятельствами американцы платили более высокие процентные ставки по кредитам (и получали меньшие проценты по своим депозитам), чем в случае, если бы у них была система филиальных банков.

Еще удивительнее, что совсем не такую систему планировал сформировать Александр Гамильтон, когда он создавал первые банковские организации в 1780-х и 1790-х годах. Проект Гамильтона в течение нескольких десятилетий разрушила очень странная и очень решительная коалиция аграрных популистов (выступавших против любого рода корпораций и элит, которые их контролировали) и мелкие банкиры (которые знали, что у них не было шансов соперничать с крупными банками, открывавшими филиалы, когда им хотелось). Одна из причин, по которой эта кажущаяся маловероятной коалиция была настолько удачливой, заключалась в том, что она могла эксплуатировать фундаментальный институт американской политической системы — федерализм. Поскольку банковское законодательство в значительной степени было отдано в компетенцию штатов, а не центрального правительства, популистско-банковская коалиция могла бороться и выигрывать битвы в коридорах законодательных собраний штатов, а не участвовать в национальных политических дебатах. Успешные коалиции на уровне штатов затем могли использоваться, чтобы влиять на выбор местных конгрессменов, которые отстаивали бы свою точку зрения в Вашингтоне. Каждый раз, когда во внутренне неустойчивой системе начинался кризис, этой коалиции удавалось повернуть усилия по реформе в свою пользу — даже переиграть президента Франклина Рузвельта при подготовке закона Гласса — Стиголла. Как мы показываем в главе 6,

эта коалиция доминировала в течение полутора веков. В конечном итоге она была расформирована в результате демографических, экономических и технологических изменений, которые разрушили бесфилиальные банки как бизнес-модель.

Игры банковских договоренностей не избежать: политика всегда вторгается в банковское регулирование. Глава 7 доказывает это, анализируя, как американская банковская система, освобожденная от ограничений на открытие филиалов и конкуренцию — изменение, которое должно было сделать систему более свободной, — двигалась в течение 1990-х по направлению к впечатляющему банковскому кризису 2007–2009. На смену политической коалиции банкиров бесфилиальных банков и мелких фермеров пришла новая коалиция между стремительно растущими мегабанками и группами городских активистов. У банкиров были амбициозные планы по слияниям и расширению. Однако на эти планы накладывала ограничение политика: чтобы Совет управляющих ФРС одобрил слияния, банкирам нужно было считаться хорошими гражданами округов, которые они обслуживали. Группы активистов хотели иметь возможность направлять кредит своим членам и партнерам, и критерий «хорошего гражданина» давал им мощный рычаг в переговорах с объединяющимися банками. Банкиры и активисты сформировали коалицию, консолидировавшую американскую банковскую индустрию в совокупность мегабанков, которые были слишком большими, чтобы обанкротиться. Эта коалиция была сформирована, кроме всего прочего, посредством контрактных обязательств объединяющихся банков выделить свыше 850 млрд долларов кредита через группы активистов в обмен на политическую поддержку этих групп в вопросе слияния банков в период между 1992 и 2007 годами. Кроме этих явных договоренностей между банками и группами активистов, банки обязались предоставить еще 3,6 трлн долларов за тот же период времени, чтобы считаться хорошими гражданами. Для того чтобы эти договоренности работали, нужно было сделать много.

Мы вернемся к этой теме и рассмотрим ее детально, а пока скажем только, что самым важным было, что ад-

## ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

министратия Клинтона вынуждала поддерживаемые государством агентства (ПГА) Fannie Mae и Freddie Mac, которые выкупали и секьюритизировали ипотечные закладные, существенно снижать стандарты андеррайтинга, с тем чтобы эти ипотечные кредиты вошли в их портфели. Как только они согласились на это, их все менее жесткие стандарты андеррайтинга применялись ко всем. Мы хотели бы особенно подчеркнуть этот пункт: политика одобрения регуляторами слияния банков привела в движение процесс, конечным итогом которого стало то, что большие массы американского среднего класса получили возможность пользоваться преимуществами правил андеррайтинга, которые, по сравнению с любой другой страной мира и предыдущими периодами собственной американской истории, были поразительно мягкими. Результатом стал быстрый рост ипотечного кредитования с высокой вероятностью дефолта для всех классов американцев. Чтобы дать хоть небольшое представление об этом, скажем, что исследование, проведенное в 2006 году Национальной ассоциацией риэлторов, обнаружило, что 46% первичных покупателей жилья вообще не вносило авансовых платежей, а медианный показатель авансового платежа для таких покупателей составлял всего 2% от цены покупки<sup>14</sup>. Одним словом, кризис субстандартного кредитования 2007–2009 гг. был результатом серии впечатляющих политических договоренностей, которые исказили мотивацию как банкиров, так и заемщиков.

Как мы уже отметили, серьезные кризисы банковской неплатежеспособности возникают из-за неблагоразумного кредитования и недостаточности банковского капитала для защиты от высокорискованных кредитов. В главе 8 мы сосредоточимся на том, как именно американским банкам и ПГА разрешалось иметь такие большие портфели рискованных ипотечных кредитов с плавающей ставкой и низкими авансовыми платежами, а также с минимумом документации или вообще без нее, которые не соответствовали размерам капиталов этих организаций. Конечно же, дьявол прячется в деталях, но нельзя не прийти к выводу, что решения,

---

14. Pinto (2011), 25.

принятые органами регулирования, были обусловлены политической логикой. Наша цель в анализе этого эпизода — вовсе не в обвинении «жирных котов с Уолл-стрита» или групп активистов в возникновении американского банковского кризиса 2007–2009 гг. Во многих книгах приводятся подобные аргументы — и, честно говоря, мы считаем, что они часто не попадают в цель. Кризис субстандартного кредитования был просто последним в очень длинной цепи американских банковских кризисов. Что необходимо прояснить, так это почему банковская система США настолько упорно склонна к кризисам. Какими такими особенностями обладают американские политические институты, что они стимулируют банкиров и популистов искать друг друга и формировать такие мощные коалиции?

Мы также обращаем внимание на институты, которые формировали стимулы для отдельных лиц и групп, а не на отдельных лиц и группы сами по себе. Все люди (сейчас и раньше) обычно преследуют свои собственные интересы, и один из способов сделать это — использование своих политических прав. Когда политические институты поощряют их в формировании коалиций, даже с маловероятными партнерами, в поисках взаимной выгоды, они это сделают. Когда политические институты предлагают только слабые поощрения, чтобы эти стороны объединили свои усилия, они не будут этого делать. Винить отдельные лица или группы в том, что случается, нельзя. Обвинения внутренне непродуктивны, поскольку они отвлекают людей от важного вопроса: как мы можем изменить политические институты, чтобы уменьшить стимулы к формированию социально непродуктивных коалиций?

В главе 9 мы подчеркиваем важнейшую роль, которую играет политика в организации американской банковской системы, сравнивая ее с банковской системой Канады. Конечно, Канада представляет собой несколько контрфактический опыт: ее колониальное и культурное наследие схоже с США, но у нее нет такого же набора политических институтов и обстоятельств, которые создали странную американскую систему бесфилиальных банков. Скорее канадские политические институты создавались таким образом, чтобы почти все решения

ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

по экономической политике и регулированию, включая и те, которые относятся к банковской сфере, принимались в национальных двухпалатных законодательных органах, назначенных, а не выбранных. Хотя в Канаде, несомненно, тоже была своя часть популистов и потенциальных бесфилиальных банкиров, им не удалось получить контроль над банковской системой, поскольку им пришлось выигрывать свои политические баталии на национальном уровне, в парламентской структуре, которая была создана не для того, чтобы легко контролироваться популистскими фракциями. Поэтому структура канадской банковской системы была совершенно другой. С самого начала она характеризовалась небольшим количеством очень крупных банков с обширной национальной сетью филиалов. Владельцев этих банков никогда не втягивали в коалиции с канадскими популистами с целью получения доходов за счет кого-то еще. В результате кредит в Канаде дешевле, а банковская система — намного стабильнее. С 1920-х годов в США было три системных банковских кризиса — широкомасштабные банкротства банков во время Великой депрессии, ссудно-сберегательный кризис 1980-х годов и кризис субстандартного кредитования 2007–2009 гг. — в то время как в Канаде не было ни одного кризиса.

Наш анализ Мексики в главах 10 и 11 позволяет исследовать разницу между банковскими системами в авторитарной и демократической политической системах. В отличие от Британии, США и Канады, где выборы веками были частью политической системы и избирательное право постепенно было расширено в XIX и начале XX века, мексиканцы не имели права на участие в голосовании до конца 1990-х. На протяжении большей части своей истории Мексика управлялась тем или иным авторитарным режимом, и в нескольких случаях правительства занимались частичной или полной экспроприацией банковской системы. Таким образом, пример Мексики не только позволяет нам понять, как политические лидеры в авторитарных системах формируют коалиции с банковскими инсайдерами и миноритарными акционерами для создания банковской системы, но и дает представления об условиях, при которых авторитеты разбивают эти коалиции, отбирая блага у тех же



самых банковских инсайдеров и миноритарных акционеров. Мексиканский пример также поднимает вопросы о том, как правительствам удалось уговорить банкиров на формирование новых коалиций для создания банковских систем, несмотря на их историю периодических экспроприаций. Ответ заключается в том, что на протяжении мексиканской истории правительство плотно регулировало вход банков в систему с целью настолько поднять ставки доходности, чтобы они компенсировали банковским инсайдерам и акционерам риск экспроприации. В Мексике, как и везде, банковское дело полностью было завязано на политике. Мексиканская политическая история колебалась от периодов хаоса (типа гражданских войн, во время которых банковские системы рушились) к периодам относительного спокойствия, во время которых коррумпированные банковские системы, состоящие из небольшого числа банков, распределяли дефицитные кредитные ресурсы между имеющими политическое влияние инсайдерами. Эта модель перестала повторяться только с 1997 года, после того как Мексика начала переходить к демократии и правительство открыло банковскую систему для иностранных участников.

Когда фундаментальные политические институты меняются, Игра банковских договоренностей тоже меняется. Пожалуй, лучшим примером для тестирования этого предположения является Бразилия, речь о которой пойдет в главах 12 и 13. На протяжении большей части своей истории как независимой страны Бразилия управлялась тем или иным автократическим режимом. Только в 1989 году были проведены первые прямые выборы президента на основе всеобщего избирательного права. С этого момента Бразилия является стабильной демократией, но в ней доминируют мощные популистские течения. Несомненно, бразильские политические институты объединяют характеристики, которые придают политике сильный уклон в сторону популистских составляющих: сильный президент и слабая законодательная власть; централизованный сбор налогов, но децентрализованные правительственные расходы; централизованные политические партии; всеобщее избирательное

## ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

право для лиц старше 16 лет и конституция, которая предусматривает длинный список «позитивных прав»<sup>15</sup>.

Но можем ли мы, таким образом, выделить какие-либо заметные различия между тем, как банки регулируются и функционируют при автократии и демократии? Эти различия не просто заметны, они бросаются в глаза. На протяжении большей части истории Бразилии автократы использовали бразильскую банковскую систему просто как инфляционный рычаг. Эту практику было трудно не заметить: на своем пике в конце 1980-х инфляция составляла почти 2500% в год, и банки и правительства делили между собой почти 8% ВВП в форме доходов от инфляционного налога. Было только два исключения из этой закономерности. Первое было в период с 1831 по 1989 год, когда местные олигархи могли сдерживать бразильского императора и банковской системы, по сути, и не было. Вторым были годы после перехода Бразилии к демократии в 1989 году. Бразильские правительства, выбранные демократическим путем, быстро положили конец инфляционному налогу; к середине 1990-х инфляция упала практически до уровней США — это изменение вынудило банки заняться реальным кредитованием, вместо того чтобы просто получать доход за счет чековых счетов (прибыли, которую получает банк, не выплачивая проценты вкладчикам во время клиринга чеков).

Однако популизм создает свои собственные требования к банковской системе. Бразильские банки больше не представляют собой механизмы инфляционного налога для правительства, но некоторые из них сейчас являются механизмами генерации занятости. Два крупнейших банка в Бразилии управляются правительством (хотя у одного из них есть частные акционеры). Эти банки распределяют кредитные ресурсы не в соответствии с рыночными критериями, а чтобы помочь кандидатам получать должности, гарантируя, что бизнесме-

---

15. Позитивное право, положительное право (лат. *ius positivum*) — система общеобязательных норм, формализованных государством и выражающих волю суверена либо не противоречащих данной воле, посредством которых регулируется жизнь субъектов права на некоей территории, которые являются регуляторами общественных отношений и поддерживаются силой государственного принуждения (Википедия). — *Прим. науч. ред.*

ны, поддерживающие этих кандидатов, в тех округах, где они баллотировались, будут иметь достаточно кредитов для поддержания или увеличения уровней занятости.

В главе 14 мы резюмируем основные выводы, к которым пришли в предыдущих главах, и сравниваем наши пять примеров с опытом других стран, чтобы показать, что наш подход является вполне доказательным. В главе 15 мы пытаемся понять, что наши выводы могут сказать о жизнеспособности отстаивания либертарианской политики, ограничениях реформы регулирования, обоснованности различных теоретических моделей банковских кризисов и устойчивости политических институтов.

### Чего мы не делаем в этой книге, и почему мы этого не делаем

Некоторых читателей может удивить, что мы говорим в основном о банках и не исследуем наряду с ними и финансовые рынки. Конечно, мы признаем, что история финансовых рынков и сопутствующих им институтов (например, фондовых бирж) также отражает важные параметры развития финансовой системы и может быть источником политической нестабильности (например, кризисов суверенного долга и крахов фондовых рынков), и мы исследуем некоторые из этих важных связей в нашей исторической части. Однако мы концентрируемся на банковских системах по одной простой причине: финансовые рынки всегда создавались и поддерживались банками. Ни одна финансовая система не создала рынков облигаций и акций, не создав предварительно банковскую систему. Брокерами и дилерами являются либо сами банки, либо они используют банки для получения кредитов, обеспечивающих их торговые операции и деятельность в сфере андеррайтинга. Фирмы, которые приходят на финансовые рынки, приходят на них только через продолжительные периоды, за которые они стали опытными перспективными компаниями в результате своего взаимодействия с банками. На концептуальном уровне иногда трудно назвать различия между банковским посредничеством и инструментами финансового

ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

рынка. Переводные векселя, например, являются банковскими переводными расписками, но они также являются торгуемыми финансовыми инструментами. Некоторые первые банки, такие как Банк Англии, начинали свою деятельность практически в качестве механизмов реструктуризации государственного долга, и владение акциями таких банков было сродни инвестициям в государственный долг. В течение всей своей истории по всему миру банковское дело было началом и центром любого финансового развития. Кроме того, несмотря на то что финансовые рынки могут предоставлять альтернативы банковскому финансированию, эти альтернативы обычно сдерживаются теми же самыми факторами, что ограничивают и предложение банковского кредита. Во многих странах риск экспроприации правительством ограничивает способность компаний использовать рынки акций как средство привлечения капитала. Этот риск обычно смягчается попытками менеджеров обеспечить себе рентные доходы с помощью правительственных чиновников — эта практика имеет эффект сокращения объемов капитала, который может быть мобилизован рынком<sup>16</sup>. Короче говоря, рынки ценных бумаг также функционируют в политической среде и не позволяют обойти строгие политические ограничения, которые ограничивают деятельность банков.

Других читателей может удивить, что мы фокусируемся на коммерческих банках — предприятиях, которые принимают депозиты, выдают кредиты и ставят свои банкоматы практически на любом пяточке, где они могут арендовать половину квадратного метра, — а не на частных банках (типа торговых или инвестиционных банков), таких как House of Rothschild или J. P. Morgan & Co.

---

16. Хабер, Разо и Маурер (Haber, Razo, and Maurer (2003)), главы 2, 4 и 5, исследуют, какое влияние поиск рентных доходов оказывает на количество фирм в любой отрасли, которые могут привлечь капитал на рынке ценных бумаг. Согласно их схеме поиск рентных доходов ограничивает вход фирмы в отрасль и выход из нее. Штульц (Stulz (2005)) анализирует влияние поиска рентных доходов на количество акций, которое любая фирма может предложить своим миноритарным акционерам. Согласно его схеме поиск рентных доходов требует наличия небольшого количества влиятельных акционеров, которые могли бы противостоять правительственному хищничеству. Эти механизмы не являются взаимоисключающими.

Частные банки существовали со времен изобретения денег в древности. Однако объемы капитала, которые они могли мобилизовать, всегда были ограничены (см. главы 2 и 3). Когда появились коммерческие банки, частные банкирские дома стали использовать свои навыки и репутацию, чтобы координировать финансовые сети: они организовывали кредитные синдикаты, выступали брокерами в международных финансовых сделках, андеррайтерами и продавцами ценных бумаг, помогали управлять крупными нефинансовыми корпорациями. Однако основными поставщиками кредитных ресурсов в современном мире являются коммерческие банки.

Когда мы писали эту книгу, коллеги, рецензенты и студенты часто спрашивали нас, почему мы ограничились небольшим количеством примеров. Почему мы рассмотрели всего пять стран, а не восемь, десять или двадцать? На практике исследование того, как институты страны изменились со временем, — это не тот случай, когда количество определяет качество; есть вполне очевидная зависимость между количеством рассмотренных примеров и глубиной их анализа. Более того, наша цель — не предоставить исчерпывающую историю политической экономии банковского дела в каждой стране света; скорее мы стремимся определить и показать общую схему, которая, на наш взгляд, обладает большой объяснительной способностью. Мы предлагаем другим исследователям протестировать эту схему на примерах других стран, а также использовать статистические данные, относящиеся к нескольким странам.

Многие коллеги и студенты задавали и такой вопрос: почему мы проанализировали сотни лет истории — почему не изучили просто последние два десятка лет? С этой точки зрения почему вообще все не упростить до изучения последних двадцати лет в одной стране? Эту стратегию с успехом применяли многие ученые, которые пытались найти причины кризиса субстандартного кредитования в США. Наш ответ — все просто в теории, однако необходимые методы не так легко применять на практике. Когда люди хотят понять факторы, которые сформировали комплексные системы и переводили эти системы из одной точки равновесия в другую, они применяют многомерный анализ, и одно

ПОЧЕМУ ЭФФЕКТИВНЫЕ БАНКИ ТАК РЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ?

из измерений, на котором они намеренно фокусируются, — это время. Это то, что делает, например, врач, когда сталкивается со сложным диагнозом. Он начинает с фундаментальных, не зависящих от времени факторов, типа генетической предрасположенности пациента к конкретной болезни, которую можно выявить из медицинской истории семьи. Затем он смотрит на историю болезни самого пациента: чем болел пациент в прошлом, влиянию каких возбудителей инфекций он подвергался и как обстоят дела с его здоровьем? Затем он собирает информацию о факторах, которые влияют на здоровье в краткосрочной перспективе: режим питания, упражнения, стресс. Также врач получает информацию от непосредственного осмотра: тестирования обмена веществ, пальпации органов и анализа симптомов. И наконец, врач сравнивает информацию о пациенте с информацией о других пациентах, которых он лечил, и оценивает всю информацию с логической точки зрения.

Этот подход позволяет ему исключить некоторые гипотезы, поскольку они несовместимы со сроками событий (например, если А случилось после В, тогда А не могло быть причиной В); со сравнительными данными (если А не было причиной В в других случаях, тогда А, скорее всего, не было причиной В и в этом случае, даже если А случилось перед В); или поскольку они маловероятны, учитывая базовые, не зависящие от времени характеристики пациента (если ни у кого из членов семьи пациента не было болезни Х, а эта болезнь в основном носит наследственный характер, тогда вряд ли болезнь Х вызывает наблюдаемые у пациента симптомы). А то, что можно применить к медицине, можно применить и к другим естественным наукам, которые полагаются на методы наблюдения (например, эпидемиология, астрономия и эволюционная биология) и в которых важны точные причинно-следственные связи. Это применимо также и к социальным наукам.

Конечно, аналогия с медицинским диагностированием особенно уместна для изучения мировых банковских систем, где хорошее здоровье является исключением, а правилом является практически патологическая комбинация неустойчивого и дефицитного кредита. Как это часто бывает в медицине, источники хорошего здоровья

фундаментальны: стабильные банковские системы, которые распределяют кредит, в целом являются результатом политических систем, характеризующихся широким избирательным правом и ограничивающими институтами, которые лимитируют стимулы банкиров формировать коалиции с популистами. Понимание этого требует глубокого исторического анализа истоков и последствий этих политических институтов. Этим анализом мы сейчас и займемся.

## ГЛАВА 2

# Игра банковских договоренностей

Великие вопросы времени решаются не речами и резолюциями большинства — это было ошибкой в 1848 и 1849 годах, — а железом и кровью.

*Отто фон Бисмарк,  
20 сентября 1862 года*

**У** КАЖДОГО читателя этой книги, несомненно, есть хотя бы один счет в банке. Многие из нас мало задумываются (если задумываются вообще) о безопасности этих счетов или о платежеспособности банков, в которых они открыты. Такая безалаберность является результатом достаточно сложного набора институциональных практик, выработанных в течение последних четырех веков. Без этих практик — исполнение которых обеспечивается правительством — у нас были бы все основания не спать ночами, беспокоясь о своих деньгах, поскольку банк по своей конструкции является потенциально нестабильным предприятием.

Такая нестабильность возникает в связи с тем, что нормальное функционирование банков зависит от трех групп имущественных прав, которые может обеспечить только правительство<sup>1</sup>. Банкам нужны сильные правительства. Однако власть может и не действовать в интересах банкиров, если только банкиры не смогут убедить группу, контролирующую правительство, поддерживать с ними партнерские связи.

Избежать партнерства правительства и банкиров нельзя. Мысль о том, что это возможно, практически равносильна несбыточной мечте о том, что человеческая цивилизация может функционировать без стран — почти как в знаменитой песне *Imagine* Джона Леннона. Бан-

---

1. См. также Haber, North, and Weingast (2008).



киры, которые воображают, что могут жить в мире без стран, несмотря на все уверения Леннона, обнаружат, что это очень трудно. Они опираются на полицейскую власть государства. Однако эта власть неподвластна контролю банкиров: без партнерства в какой-либо форме она может осуществляться не в их интересах. Как сказал бы «железный канцлер» Германии Бисмарк, хорошо это или плохо, успешные банкиры, заинтересованные в решении своих фундаментальных проблем имущественных прав, должны объединять силы с правительствами, у которых есть в распоряжении «железо и кровь».

Однако не все правительства создаются одинаковыми. В некоторых политических системах решения принимаются одним человеком, который обладает практически абсолютной властью и бесконечной свободой действий. В других решения принимает все взрослое население страны через механизм избирательного права, а полномочия и свобода действий избранных представителей властных структур сильно ограничены. Но также есть и системы, представляющие собой нечто среднее между двумя этими крайностями. Характер партнерств между правительством и банкирами различается в зависимости от типа политической системы. Поэтому перед нами в этой главе стоят три задачи: показать, почему невозможно создать банковскую систему без партнерства правительства и банкиров; изучить фундаментальные конфликты интересов, присущие таким партнерствам; и продемонстрировать, как различия в институтах, управляющих политической системой, смягчают одни конфликты интересов и обостряют другие.

Исключительно сложно смягчить одновременно все конфликты интересов, присущие партнерствам между банками и правительствами. Некоторые политические системы — в частности, демократии, которые ослабляют популистские течения сильными сдерживающими институтами, — могут добиться компромиссов, но они очень редки. В результате конфликты интересов, присущие партнерствам между правительствами и банкирами, делают банковские системы большинства стран непрочными по конструкции.

## Основы банковской деятельности

Чтобы в полной мере осознать, насколько потенциально уязвимы банки и как сильно они зависят от государства, неплохо начать с того, чтобы отбросить все институты, созданные банками и правительствами (например, обеспечение прав законодательной системой, ограниченная ответственность для акционеров и правительственные надзорные органы и органы регулирования). Это обнажит базовые проблемы имущественных прав, присущие банковской деятельности. Затем мы исследуем, как эти проблемы сглаживаются — но не решаются — созданием законов, регулированием и правительственными институтами. Наша цель — не заставить вас спрятать сбережения под матрасом, а разъяснить два важнейших момента: почему не может быть банковских систем без активного участия правительств и почему ни одно правительство не может быть полностью нейтральным арбитром, когда дело касается банковской системы. Короче говоря, наша цель — понять, почему банки нераздельно связаны, и всегда были связаны, с политикой.

Давайте начнем с самых основ: что производит банк и что ему для этого нужно? Основной продукт банка — кредитные договоры, в первую очередь в форме долговых расписок в пользу банка. Ресурсами для банков также служат контракты, в первую очередь долговые расписки в пользу вкладчиков. Хотя вы, возможно, этого и не осознаете, но, когда вы депонируете ваш зарплатный чек в банке, то предоставляете банку кредит. Поэтому бизнес-модель банка необычна: и его ресурсы, и его продукция представлены кредитами.

Любое предприятие, чьи ресурсы и продукция состоят в основном из обещаний погашения долгов, является внутренне нестабильным и рискованным. Начнем с того, что банкиры, по сути, занимаются сложным балансированием: они занимают деньги у вкладчиков и выдают их заемщикам, но они не могут с точностью предсказать, выплатит ли заемщик кредит. Даже самый честный заемщик может не заплатить по кредиту в связи с непредвиденными обстоятельствами, что потенциально может

привести к потере денег вкладчиков<sup>2</sup>. Во-вторых, банкирам исключительно сложно, если не сказать невозможно, подобрать контракты с вкладчиками и заемщиками, которые были бы абсолютно одинаковыми по срокам. Банковские депозиты обычно можно снять в срочном порядке, а вот кредиты, финансируемые этими депозитами, могут погашаться в течение многих месяцев, лет или даже десятилетий. По сути, банкиры сталкиваются с риском того, что, даже если их банки не становятся неплатежеспособными, обеспокоенные вкладчики могут массово начать снимать свои деньги, и у банка может не оказаться достаточно наличных средств в кассе для удовлетворения всех таких запросов<sup>3</sup>.

Очевидным решением обеих этих проблем (которые в банковской литературе называются кредитным риском и риском ликвидности) является создание подушек безопасности на балансе. Первый тип подушки безопасности — называемый акционерным капиталом — это часть денег, которая инвестируется акционерами банка. Она дает банку возможность выплачивать депозиты в полном объеме, даже если некоторые заемщики не погашают свои кредиты. Второй тип подушки безопасности — денежные активы. Банки не выдают каждый пенни, ко-

- 
2. Банкир может попытаться решить эту проблему, предложив вкладчикам очень высокие процентные ставки, чтобы компенсировать риск банкротства заемщика, однако это только делает ситуацию еще более рискованной для вкладчиков: чтобы иметь возможность платить высокие ставки вкладчикам, банку придется подписывать контракты с еще более высокими процентными ставками с заемщиками. Единственные заемщики, которых могут привлечь такие условия, — это те, которые занимаются деятельностью, обещающей еще больший доход, чем процентная ставка по кредиту, иными словами — спекулятивной и очень рискованной.
  3. Они также могут фонтировать свою деятельность заимствованиями у других кредиторов, включая другие банки. В развивающихся странах этих источников ссудного капитала обычно меньше, чем депозитов. Более того, общая проблема — высокая долговая нагрузка банков — сохраняется вне зависимости от источника задолженности. Долговая нагрузка банков — фундаментальная историческая константа. Со времен Древней Греции банки фондируют себя долговым капиталом, а не акционерным. Большой объем литературы по экономической теории посвящен объяснению зависимости банков от долгового финансирования. Суть этого объяснения заключается в том, что источникам банковского фондирования не хватает информации и контроля над деятельностью банков, которые сделали бы возможным акционерное финансирование (D. Diamond [1984]; Calomiris and Kahn [1991]).

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

торый у них имеется, они держат какую-то часть денег в резервах<sup>4</sup>. Чем крупнее банк — чем больше объем его депозитных соглашений и кредитных соглашений — тем более значительные требуются подушки безопасности в виде акционерного капитала и денежных активов, чтобы вести осторожную политику.

Логика банковского дела, таким образом, требует, чтобы банки привлекали депозиты и акционерный капитал для финансирования своей деятельности и, сохраняя при этом какую-то часть активов в виде наличности, давали эти ресурсы в займы тем заемщикам, которые, скорее всего, погасят кредиты. Пока вкладчики и источники акционерного капитала согласны фондировать банк, банкиры сохраняют достаточный объем капитала и запасы наличных, а риск дефолта по кредитам не так высок, банк может функционировать как безопасное, устойчивое и прибыльное предприятие. Однако это легче сказать, чем сделать.

Почему инвесторы должны соглашаться обеспечить такую подушку безопасности в виде капитала? Риски очевидны. Банкиры — или чаще группа банковских инсайдеров (основателей, которые часто являются управляющими и директорами банков) — просят инвесторов в акционерный капитал доверять им. Но что должно удержать банковских инсайдеров от потери денег инвесторов через заключение неразумных сделок или от присвоения этих денег?<sup>5</sup> Банкиры мо-

- 
4. Денежная подушка безопасности позволяет банкам как снизить общий риск их активов, так и сократить риск ликвидности (поскольку деньги могут использоваться для финансирования снятия депозитов вкладчиками). Более высокая доля денежных активов снижает риск того, что сокращение стоимости рискованных кредитов приведет к дефолту банка по его депозитам. Например, рассмотрим банк, активы которого состоят из кредитов на сумму 80 долларов и 20 долларов денежных средств, которые фондируются депозитами на сумму 90 долларов и акционерным капиталом на сумму 10 долларов (чистая стоимость активов). Неблагоприятные обстоятельства, в результате которых стоимость кредитов снижается на 1%, не приведут этот банк к неплатежеспособности: при снижении стоимости кредитов на 1% чистая стоимость активов банка составит 1,20 доллара. Но если бы этот банк выдал кредиты на 100 долларов и не имел наличных, снижение стоимости кредитов на 1% привело бы к неплатежеспособности банка: чистая стоимость активов составила бы 1 доллар.
5. С технической точки зрения банковские инсайдеры предлагают миноритарным акционерам (внешним инвесторам в акционерный капитал) *пра-*

гут предложить внешним инвесторам различные средства для мониторинга их деятельности, но эти средства не могут быть идеальными<sup>6</sup>. Более того, в банковском партнерстве банкиры просят инвесторов поставить на кон все их запасы: если предприятие обанкротится, каждый партнер будет нести полную ответственность по всем долгам фирмы<sup>7</sup>. Что еще хуже, так это то, что банк по своей конструкции является предприятием с высокой долговой нагрузкой: он занимает деньги у одной группы людей, а затем отдает большую их часть другой группе. Поэтому внешние инвесторы подвергают себя невероятному риску. Короче говоря, банкирам нужны внешние инвесторы, чтобы они вкладывали

---

*ва на денежные потоки (право получать выплаты в соответствии с полученным доходом), однако банковские инсайдеры сохраняют почти все, если не все, права контроля (право голоса при принятии решений по управлению компанией).*

6. В США банкиры делятся на две группы: управляющие и совет директоров. Теоретически управляющие подотчетны совету директоров, в который входят представители миноритарных инвесторов. На практике в совете директоров часто доминируют управляющие. Есть множество литературы по корпоративному управлению, которая анализирует конфликты интересов между акционерами и «укоренившимися» управляющими (которые могут действовать в корыстных целях в конфликте интересов с акционерами, включая недостаточное использование долгового финансирования, недостаточное принятие рисков и недостаточную усердность). В Соединенных Штатах и подобных им экономиках, где миноритарные акционеры защищены от мошеннического поведения в управлении корпоративными активами (например, продажа корпоративных активов фирмам, контролируемым руководством, по ценам ниже рыночных — обычно это называется «туннелированием»), это основная агентская проблема корпоративного управления. В развивающихся странах, где защита миноритарных акционеров развита слабо и законы против мошеннических трансфертов соблюдаются не очень строго, управляющие обычно являются контролирующими акционерами фирмы: совет директоров и руководство обычно представляют семьи, которые были основателями банка и продолжают сохранять контрольный пакет. Поэтому ошибки корпоративного управления обычно принимают форму туннелирования и других мошеннических действий: мажоритарные акционеры, которые руководят фирмой, крадут ее стоимость, переводя, таким образом, состояние миноритарных акционеров на себя.
7. Вот почему деловые партнерства с неограниченной персональной ответственностью обычно ограничивают количество партнеров, создают сложные ковенанты и условия для партнеров и почему партнеры занимают дорогостоящим контролем над деятельностью друг друга. Одно из средств упрощения такого контроля — использование социальных связей, поэтому некоторые люди придают столько значения членству в загородных клубах.

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

свои средства в банк, делая его достаточно стабильным для привлечения вкладчиков, однако таким образом банкиры перекладывают риски с вкладчиков на инвесторов в акционерный капитал!

Каким образом банкам удастся уговорить внешних инвесторов принять на себя столько рисков? Есть несколько способов решить эту задачу. Банкиры могут убедить внешних инвесторов в надежности кредитного портфеля, по крайней мере частично, отдав большую часть своих собственных средств в акционерный капитал. Правовая система тоже может защищать от присвоения средств внешних инвесторов и мошенничества банкиров в отношении внешних инвесторов. И наконец, ограничение ответственности акционеров может снизить их риски. Ограниченная ответственность означает, что инвесторы в акционерный капитал не несут солидарной ответственности по всем убыткам банков; их убытки в качестве миноритарных акционеров ограничены определенной величиной, кратной капиталу, который они фактически инвестировали в банк<sup>8</sup>.

Без какой-либо комбинации этих средств защиты для внешних акционеров очень сложно привлечь внешних инвесторов в акционерный капитал, а значит, и сложно превратить банк в нечто большее, чем то, что представлял собой средневековый ростовщик, — просто агент, который выдает кредиты и берет проценты, но не может мобилизовать массовые сбережения. В конечном итоге банку с ограниченной ответственностью удалось преодолеть размерный барьер — он привязал риск акционера к объему инвестированного им капитала. Неудивительно, что эта идея быстро стала популярной и сейчас является основой организационной формы крупного бизнеса по всей планете. На самом деле в подавляющем большинстве стран первыми предприятиями, которые старались обеспечить акционерам ограничение ответственности, были как раз банки: специальные акты об ограничении ответственности для банков

---

8. Согласно самой простой формулировке ответственность акционера ограничена суммой капитала, внесенной им в банк. При двойной или тройной ответственности ответственность акционера кратна двум или трем суммам внесенного капитала.

обычно появлялись раньше общих законов об учреждении компании<sup>9</sup>.

Банк не может просто объявить, что его акционеры несут ограниченную ответственность или имеют другие средства правовой защиты. Это может сделать только правительство. Это делается за счет предоставления привилегий — регистрируя банковские уставы — и обеспечения их исполнения в судах. Банковский устав — это не просто лицензия, это контракт между банком и правительством. Этот контракт создает набор обязательств для банков, таких как налоги на прибыль банков или капитал, требования к банкам иметь на своем балансе достаточное количество официальной валюты правительства или правительственных облигаций и требования правительственного надзора над деятельностью банков. Он также дает набор ценных привилегий, таких как право создавать деньги, которые служат в качестве законного платежного средства при оплате государственных и/или частных долгов, право принимать правительственные депозиты и, конечно, ограниченная ответственность для его акционеров.

Неудивительно, что правительство может заставить потенциальных банкиров выложить кругленькую сумму за банковскую лицензию — особенно если оно ограничивает их количество. Ограничение количества лицензий не только делает банки более прибыльными, но также помогает и фондировать банки, когда они получают лицензию. Если лицензии выдаются редко, потенциальные акционеры будут готовы заплатить премию, чтобы

---

9. Это не означает, что ограниченная ответственность — непереносимое условие существования банков. Если риск, которому подвергаются миноритарные акционеры, достаточно низок, они могут предоставлять свой капитал даже без таких средств защиты. Однако чаще всего внешние инвесторы неохотно предоставляют свой капитал, если их ответственность не ограничена. Более того, ограниченная ответственность необязательно требует, чтобы риск акционеров был ограничен стоимостью инвестированного капитала. Ограничения ответственности варьируются в зависимости от страны и периода времени. Например, некоторые системы двойной и тройной ответственности предусматривают, что акционер должен предоставить капитал, кратный одной или двум суммам внесенных средств. В других системах лимит ответственности акционера увеличивался вместе с увеличением срока держания акций, а еще в каких-то, похожих на современную систему в США, ответственность полностью ограничивается инвестированным капиталом. В целом акционерная структура банков устанавливает определенные ограничения на ответственность акционеров.

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

получить долю в банке, который, как они знают, сможет зарабатывать монопольную прибыль. Премия, которую готовы заплатить миноритарные акционеры за акции, является формой бесплатного финансирования банков, дополнительным резервом стоимости, который сокращает сумму оплаченного капитала, нужного для привлечения вкладчиков.

### Три проблемы имущественных прав в банковском деле

Ограничение банковского лицензирования помогает решить проблему фондирования банков, однако усугубляет три фундаментальные проблемы имущественных прав. Они выходят на первое место как раз из-за того, что правительство определило банки как юридические лица, подлежащие его контролю.

Во-первых, банки и правительство должны создавать механизмы, которые либо удерживают правительство от экспроприации активов банков, как только они создаются, либо компенсируют инвесторам и вкладчикам банка риск того, что активы банков могут быть экспропрированы. Юридический статус банков не позволяет им прятать свои активы от правительства: они дали правительству право инспекции, надзора и регулирования своей деятельности.

Во-вторых, миноритарные акционеры и вкладчики должны создавать механизмы, которые либо предотвращают экспроприацию банкирами их капитала через мошенничество или «туннелирование» (направление банковских ресурсов фирмам, принадлежащим банкирам), либо компенсируют миноритарным акционерам и вкладчикам принятие риска такой экспроприации. Лицензия, полученная банком от правительства, не решает этой проблемы: она только ограничивает ответственность акционеров перед вкладчиками и другими кредиторами<sup>10</sup>.

---

10. Вкладчики и миноритарные акционеры необязательно получают одинаковую компенсацию за риск. Вкладчики попадают в ловушку: поскольку им необходимы банки как средство платежа, они могут быть вынуждены принять отрицательную реальную доходность. В этом случае



В-третьих, банкам необходимо создавать механизмы, которые либо не позволяют банковским заемщикам экспроприировать средства у банкиров, миноритарных акционеров и вкладчиков, занимая деньги у банка и не погашая кредит, либо компенсируют им принятие риска экспроприации средств заемщиками.

Для того чтобы банкиры были готовы инвестировать свои собственные средства в банк и привлекать средства от вкладчиков или внешних акционеров, необходимо решить все эти три фундаментальные проблемы. Эти проблемы взаимосвязаны. Обеспечение выполнения законов против мошенничества и туннелирования банкирами, а также обеспечение исполнения кредитных соглашений с дебиторами неизбежно предусматривают наличие у правительства полицейских функций. Однако любое правительство, которое имеет достаточно сил для выполнения этих функций, также имеет и достаточно сил для экспроприации активов банка. Чтобы банковская система функционировала эффективно, миноритарным акционерам и вкладчикам необходимо, чтобы правительство принимало и обеспечивало исполнение законов против туннелирования, обеспечивало исполнение банками своих контрактных обязательств и создавало стандарты отчетности. Также необходимо создание регуляторных и надзорных органов для упрощения оценки банка внешними инвесторами, которые решают, вложить ли свои средства в акции банка или положить их на депозиты. Подобным же образом банкам необходимо, чтобы суды и полиция обеспечивали исполнение кредитных соглашений и других контрактов: без них, например, невозможно изъять у заемщика предоставленное им обеспечение. И наконец, вкладчики и акционеры могут ожидать от правительства, что оно снизит их риски, создавая средства защиты от убытков путем страхования депозитов или спасения банков. Можно ли надеяться, что правительство, у которого есть физическая возможность все это выполнить, не лишит все эти стороны их прав из-за своих корыстных интересов?

---

они сокращают свои риски, ограничивая депозиты минимальным объемом средств, который необходим для осуществления текущих платежей. К этому вопросу мы вернемся чуть позже в данной главе.

## Конфликт интересов в правительстве

Еще больше усугубляет вопрос эффективного решения этих трех ключевых проблем имущественных прав то, что правительство не является незаинтересованной независимой стороной. На самом деле в группе, контролирующей правительство, обычно есть несколько конфликтов интересов, связанных с банковской системой. Самый очевидный конфликт интересов представляет то, что эта группа не только регулирует банки — предположительно с целью снижения их рисков, — но также смотрит на банки и как на источник государственных финансов. То есть она одновременно и регулирует банки, и занимает у них деньги, и облагает их налогами. Поэтому у правительства есть мотивация создать такую среду регулирования, которая скорее благоприятна для доступа правительства (и государственных деятелей) к финансам, чем способствует стабильной и эффективной банковской системе.

Немного менее очевидно — группа, контролирующая правительство, обеспечивает исполнение кредитных соглашений, которые дисциплинируют должников в интересах банков (и в этом процессе помогает в наложении взыскания на обеспечение должника), однако такая группа ищет у тех же самых должников политической поддержки. Никто не станет голосовать за дядю, который только что вышвырнул тебя из дома и запер его на замок. Поэтому у такой группы есть мотивы отказаться от обеспечения исполнения долговых соглашений или помочь должникам не делать выплаты, что наносит удар как по стабильности банковской системы (в краткосрочной перспективе), так и по готовности банков выдавать кредиты (в долгосрочной перспективе).

И наконец, группа, контролирующая правительство, распределяет убытки между кредиторами в случае банкротства банка, но она может одновременно искать у крупных групп таких кредиторов — вкладчиков банка — политической поддержки. Трудно оставаться у власти, когда говоришь избирателям, что банки потеряли их сбережения и ты не собираешься ничего по этому поводу делать. Группа, контролирующая правитель-

ство, может посчитать политически целесообразным нарушить контрактные обязательства банков перед кредиторами первой очереди (держателями недепозитных обязательств, таких как облигации). Например, она может решить навязать кредиторам первой очереди дисконт (списание стоимости их требований к банку), чтобы поддержать банк и оставить нетронутой депозитную базу. Однако такие шаги могут создать риски недобросовестности: в случае неплатежеспособности предполагается, что владельцы акционерного капитала банка (акционеры) теряют свои инвестиции полностью, но, навязав кредиторам первой очереди дисконт и поддержав банк, правительство защищает акционеров от убытков — но также и стимулирует их продолжать принимать чрезмерные риски.

Такие конфликты интересов возникают неизбежно. Бизнес банков заключается в создании и продаже контрактов — между банками и правительствами, между банками и их кредиторами, между банками и их заемщиками и между самими банковскими инсайдерами (основателями и мажоритарными акционерами) и миноритарными акционерами банка. В конечном счете группа, контролирующая правительство, должна быть арбитром по всем таким контрактам и распределять убытки, когда контракты невозможно исполнить — и их члены не являются незаинтересованными сторонами. Короче говоря, у чиновников может быть огромная мотивация поступать с выгодой для себя по отношению к системе имущественных прав, которая поддерживает банковскую систему<sup>11</sup>.

---

11. Также очень важно осознавать, что правительство не представляет собой какое-то единое образование. Фактическая работа правительства выполняется бюрократами, чьи интересы редко заключаются в повышении благосостояния государства и уж тем более в повышении общественного благосостояния. Фактически корыстные интересы бюрократов могут стимулировать их пропагандировать дорогостоящее и неэффективное регулирование, чтобы вымогать взятки от участников рынка за послабления в таком регулировании (Barth, Caprio, and Levine [2006]). Хотя сложные и неэффективные системы регулирования мало полезны для банковских систем и могут быть очень дорогостоящими для общества, их существование вероятно, поскольку они позволяют тем, кто контролирует нуждающиеся в деньгах или авторитарные правительства, предоставлять ресурсы своим пособникам в бюрократическом аппарате. В частности, некоторые положения регулирования позволяют бюрократам получать выплаты, которые не зависят от централизованного одобрения.

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

Еще больше усугубляет ситуацию то, что у правительства есть множество возможностей действовать в своих собственных интересах. Оно может открыто экспроприировать банк для финансирования собственных нужд; может занимать у банка деньги, а потом отказаться погашать свои долги; может получить ресурсы, напечатав бумажные деньги, которые использует для покупки товаров и услуг; может принудить банки стать держателями правительственных облигаций, валюты или депонировать в центральном банке средства в качестве «резервов» под отрицательные реальные процентные ставки и может заставить банки выдавать кредиты под низкие процентные ставки правительственным предприятиям или другим заемщикам, поддерживаемым правительством, (которые, в свою очередь, найдут способы выказать свою благодарность правительству). У правительства есть множество возможностей проявить свою щедрость. Оно может быть благосклонно к банкирам, вкладчикам или дебиторам, которые, по его мнению, нужны ему для сохранения власти. Примеры таких действий правительства включают в себя «терпимость» по отношению к банкирам (то есть разрешение не исполнять какие-либо нормативные требования), страхование вкладчиков, превышающее законодательные границы, и принуждение банков списывать долги.

Что еще хуже, так это то, что в ответ на сообщения о крупных убытках банков группа, контролирующая правительство, может выбрать путь наименьшего политического сопротивления и поддержать все эти группы — банкиров, миноритарных акционеров, вкладчиков и дебиторов — за счет налогоплательщиков. Одним из способов может стать создание правительственной системы страхования для участников кредитного рынка, чаще всего в форме страхования депозитов и систем финансового оздоровления банков, которые обычно разрабатываются для минимизации видимости для населения стоимости спасений и распределений убытков.

Существование системы страхования депозитов, по иронии, стимулирует стороны, контролирующие правительство, использовать банки для вознаграждения пользующихся благосклонностью правительства групп населения. В отсутствие страхования депозитов

и участия правительства в убытках банков распределение убытков, связанных с просроченными кредитами и обанкротившимися банками, определяет правило «кто не успел, тот опоздал» и законы, регулирующие приостановку деятельности банков и внешнее управление банков-банкротов, постановление о котором принимают суды. Другими словами, сбережения вкладчиков находятся под угрозой. Вкладчики, таким образом, могут дисциплинировать банкиров путем изъятия своих депозитов, когда банкиры берут на себя неразумные риски, — именно такая возможность дает вкладчикам права контроля над банком. Приоритетность депозитов, права вкладчиков снимать свои депозиты и передача прав контроля над банками при ликвидации имеют важнейшую социальную функцию, а именно: стимулируют банкиров быть благоразумными и честными в управлении рисками<sup>12</sup>. Проблема — если ее можно так назвать — заключается в том, что разумные практики кредитования могут вступать в конфликт с желанием сторон, контролирующих правительства, передавать кредитные ресурсы имеющим политическое значение группам. Страхование депозитов, за которое платят налогоплательщики задним числом, «решает» проблему: у вкладчиков больше нет стимулов дисциплинировать банкиров, поскольку их средствам больше ничто не угрожает<sup>13</sup>. Банкиры теперь могут со спокойной душой заключать рискованные сделки. Такая схема распределения убытков может иметь неблагоприятные последствия, стимулируя избыточное принятие рисков банкирами, но также может и принести крупную прибыль политикам и банкирам.

То, что налогоплательщикам часто приходится раскошелиться для спасения неплатежеспособных банков, связано с тем, что люди, придумывающие правила управления рисками и распределения убытков, не требу-

---

12. Calomiris and Kahn (1991).

13. Мы не утверждаем, что страхование депозитов обязательно увеличивает риски банков или навязывает убытки налогоплательщикам. Теоретически возможно разработать систему страхования депозитов, которая не имеет таких последствий. Например, три штата США до Гражданской войны — Индиана, Огайо и Айова — имели системы страхования депозитов, которые были самофинансируемыми и фактически повышали стабильность банков (см. Calomiris [1990]).

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

ется получать активного согласия налогоплательщиков. Поскольку миноритариям нужно предпринимать активные шаги для покупки акций банка, а вкладчикам необходимо предпринимать активные шаги для помещения своих средств на депозит в банк, обе эти категории являются заинтересованными сторонами в сделке. Однако у налогоплательщиков такой роли нет. Это не значит, что их предпочтения необходимо полностью игнорировать. Навязывание слишком больших убытков налогоплательщикам может побудить их выступить против группы, контролирующей правительство. Однако это означает, что у банкиров, миноритарных акционеров и вкладчиков есть множество способов «ободрать» налогоплательщиков.

Есть три фактора, которые создают эти возможности. Первый, как утверждают Манкур Олсон (Mancur Olson (1965)) и Джордж Стиглер (George Stigler (1971)), заключается в том, что сложно скоординировать противостояние какой-либо программе, которая дает преимущества немногим за счет многих из-за транзакционных издержек политической активности. Второе, налогоплательщики не могут легко идентифицировать распределение затрат и выгод от финансовой помощи, которое определяется не судами, а уполномоченным органом по страхованию вкладов, работающим в рамках правительства в непрозрачных условиях и по специальным соглашениям. Третье, поскольку налогоплательщики иногда являются вкладчиками, им сложно решить, выгодно для них правительственное вмешательство или нет.

Это все может казаться очень запутанным — но в том-то и дело! Именно потому, что группа, контролирующая правительство, предпринимает множество шагов, которые влияют на разные группы людей — банкиров, миноритарных акционеров, дебиторов, налогоплательщиков-вкладчиков, — очень сложно, если не сказать невозможно, рассчитать воздействие этих шагов на их благосостояние. Большинство людей не могут отслеживать каждое решение правительства, влияющее на стоимость их имущественных прав. Как цели правительственной финансовой политики, так и ее реальные экономические последствия сложно прогнозировать, особенно если правительство одновременно руково-

дит несколькими регулятивными органами и правовыми институтами, некоторые из которых потенциально увеличивают стоимость имущественных прав, а некоторые — снижают.

## Политика финансовых имущественных прав

Выводы напрашиваются сами собой: система имущественных прав, которая структурирует банковскую деятельность, появилась не в ответ на какой-то критерий эффективности на безличном «рынке» институтов. Скорее она является продуктом договоренностей, сформированных и приведенных в исполнение в рамках существующего набора политических институтов, выработанных коалициями участников рынка и групп, контролирующей правительство. Эти договоренности призваны улучшить благосостояние членов этих коалиций и группы, контролирующей правительство, а не общества в целом. Поскольку экономические интересы банкиров, миноритарных акционеров, вкладчиков, дебиторов и налогоплательщиков по определению не могут совпадать, у группы, контролирующей правительство, есть множество причин эксплуатировать эти различия интересов в своих собственных политических и экономических целях. В частности, участники договоренностей знают, что для заключения сделки не требуется единства мнений: правительству просто нужно быстренько сформировать выигрышную коалицию. Эта ситуация предполагает, что множество групп может быть исключено из участия в выгодных сделках.

Распределение политической власти определяет состав коалиций и договоренности, которые они структурируют. Эти договоренности, в свою очередь, определяют, какие законы принимать, каких судей назначать и у каких групп людей есть лицензия заключать контракты, о чем и на каких условиях. Они также определяют распределение налогового бремени, распределение государственных расходов, регулирование входа банков на рынок, выдачу банковских лицензий, порядок надзора за компаниями, чьи акции торгуются на рынке, распределение кредитных ресурсов и их условия. Эти дого-

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

воренности исключительно сложны и включают в себя открытые сделки и скрытые альянсы, но, по сути, речь идет о создании и распределении экономической ренты и сохранении политической власти. Короче говоря, они являются результатом стратегического взаимодействия, мы называем это игрой, Игрой банковских договоренностей.

Принимая во внимание количество участников, имеющих права на денежные потоки или права контроля, неоднородность банковских заемщиков, разнообразие политических систем, набор потенциальных коалиций и договоренностей достаточно обширен. Однако некоторые характеристики Игры банковских договоренностей очевидны с логической точки зрения и, как покажут следующие несколько глав, — с точки зрения фактов тоже.

Во-первых, хотя количество возможных комбинаций банкиров, миноритарных акционеров, налогоплательщиков-вкладчиков, налогоплательщиков, не являющихся вкладчиками, заемщиков и сторон, контролирующих правительство, очень велико, не каждая комбинация может превратиться в коалицию. Коалиция подразумевает группу людей, которые договариваются о распределении ренты, созданной правилами, управляющими экономической системой, и которые занимают исключительное положение для наблюдения за этим распределением. Этот факт делает множество возможных комбинаций сторон нежизнеспособными: формирование коалиции с одной группой может потребовать от тех, кто контролирует правительство, одновременно действовать в своих интересах против других групп.

Во-вторых, авторитарные политические системы, скорее всего, будут генерировать совсем не такие наборы коалиций, как, например, демократии. При автократии правительство не может дать заслуживающего доверия обещания банкирам, миноритарным акционерам и вкладчикам, что в течение определенного времени оно не конфискует их имущество. Кроме того, при автократии заемщики (и лица, которые желают стать заемщиками) не могут влиять на группу, контролирующую правительство, через выборы. Это осложняет потенциальными заемщикам — компаниям и населению, ко-



торые желают получить кредит, но не могут — задачу заставить правительство смягчить правила, определяющие распределение банковских лицензий, чтобы повысить конкуренцию между банками, делая, таким образом, кредитные ресурсы более доступными.

В-третьих, поскольку создание стабильной банковской системы, которая распределяет кредитные ресурсы, в целом требует решения трех различных проблем имущественных прав, переход от автократии к демократии, которая в конечном итоге сокращает дефицит кредита, не приводит к автоматической и мгновенной реорганизации банковской системы просто потому, что у заемщиков появляется право голоса. Мы бы хотели подчеркнуть этот момент: проблемы имущественных прав, присущие всем банковским системам, смягчаются созданием институтов; а по определению институты (которые действуют как носители правил и дискреционной власти, созданные в рамках предыдущих раундов политических договоренностей) меняются медленно. Это особенно относится к институтам, которые позволяют банкам налагать санкции на заемщиков, пытающихся экспроприировать банки, не погашая свои кредиты. Эффективные суды, честная полиция и точные реестры собственности и юридических лиц не могут быть созданы росчерком пера, для этого требуется много времени и затрат. И, как мы расскажем ниже, есть много причин, почему они обычно не развиваются в авторитарных политических системах. Изменение режима может привести к реорганизации банковской системы, но с существенным запаздыванием.

В-четвертых, учитывая диапазон возможных коалиций, как в рамках демократии, так и в рамках автократии, результаты этих коалиций не являются нейтральными по отношению к отраслевой организации банковской деятельности. То есть демократии могут генерировать коалиции, которые подрывают стабильность банковской системы и ее способность предоставлять кредит: представьте, например, коалицию между группой, контролирующей правительство, и банковскими дебиторами, в которой ценой политической поддержки является мораторий на погашение долга. Автократии могут генерировать стабильные банковские системы: представьте коалицию между автократами, банкирами и миноритарными ак-

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

ционерными, в которой в обмен на кредиты правительство обязуется ограничивать выдачу новых банковских лицензий. Это позволило бы действующим банкам повысить доходность и компенсировать банкирам и миноритарным акционерам риск экспроприации. Таким образом, не существует бимодального распределения в отраслевой структуре банковской деятельности между демократиями и автократиями. Скорее, каждая из систем генерирует различные наборы возможных коалиций. В среднем демократии скорее могут создать стабильную банковскую систему, характеризующуюся сравнительно свободным входом в отрасль и меньшим количеством ограничений для банков, в то время как автократия скорее создаст нестабильные банковские системы, характеризующиеся сравнительно лимитированным входом в отрасль и большим количеством ограничений для банков. Более того, не все автократии и уж, конечно, не все демократии одинаково играют в эту игру. Также нельзя воспринимать как должное, что всегда будет какое-либо правительство. При хаосе банки существовать не могут: трудно получать прибыль, когда ограбление кассы под угрозой применения оружия является обычным делом. Мы описываем эти различия в Игре банковских договоренностей на рис. 2.1, в классификации режимов и банковских систем.

### Автократии

Часть рисунка, обозначенная как «Автократия», относится к любой из следующих политических систем — военной хунте, диктатуре, абсолютной монархии, олигархии, — в которой граждане не формируют политику путем выборов, являющихся законными и политически важными<sup>14</sup>. При автократии банки обычно несут бо-

---

14. Как объясняет Рикер (Riker ([1982], 5): «Голосование... не эквивалентно демократии. Демократическим можно назвать только то голосование, которое упрощает выбор народа. Это условие исключает голосование как в олигархических органах, так и при референдумах в коммунистических системах и в военных тираниях, где голосование представляет собой всего лишь вынужденное одобрение... Чтобы голосование было эквивалентно демократии, его необходимо окружить многочисленными институтами типа политических партий и свободы слова, которые делают голосование истинным выбором населения».

Режим	Правительство	Партнерство между правительством и банками	Банковская система	Результат
Хаос	Нет	Нет	Нет	Нет государства
Автократия	Абсолютная власть	Нет	Нет	Ловушка бедности
	Централизованная	Сеть по созданию и распределению ренты	Кредит узким группам, локальная стабильность	Сильное государство
	Слабо централизованная	Разделение доходов от инфляционного налога между олигархами и автократам	Задержка в учете инкассируемых чек	Среднее государство
Демократия	Локальные олигархии	Практически не выдаются национальные банковские лицензии	Небольшая, фрагментированная	Слабое государство
	Либерализм	Конкурентная банковская система с налогами	Доступность кредита, стабильность	Очень сильное государство
	Популизм	Социально-ориентированное государство ослабляет политическое давление на банки Выдача кредитов определяется политическими целями	Ограниченная роль банков Доступность кредита, нестабильность	Очень сильное государство

РИС. 2.1. Классификация режимов и банковских систем

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

лее высокие риски экспроприации активов правительством, чем при демократии; у автократа, как правило, есть большая свобода действий, чем у выбранного должностного лица, которое может быть смещено во время следующих выборов.

### *Автократия с абсолютной властью*

При автократии с абсолютной властью ситуация с банками понятнее всего. Абсолютная власть создает противоречивые вопросы для автократа: ничто не может остановить его от экспроприации чего бы то ни было, однако в этом случае будет практически невозможно организовать банковскую систему. Почти любое сколько-нибудь заметное предприятие подвергается риску экспроприации, но банки особенно уязвимы. Начнем с того, что есть множество мер правительственной политики, которые могут использоваться для экспроприации, налогообложения или вымогательства в отношении банков (такие как непосредственная национализация, правила, требующие предоставления целевых кредитов, требования к резервам, налоги с оборота и предоставление или отзыв ценных привилегий). Во-вторых, активы банков обычно высоко ликвидны. Это делает банк объектом экспроприации, отличным, скажем, от фермы, завода или шахты. Если автократ конфискует одно из этих предприятий, оно будет ценным только потому, что может генерировать потоки прибыли, но такое случается только при эффективном управлении. Конечно же, автократ может продать конфискованный актив за наличные денежные средства, но ему придется предложить существенный дисконт, поскольку покупатель актива знает, что мало что удержит автократа от его повторной экспроприации. Автократ, таким образом, находится в положении вора, продающего свои товары скупщику краденого: он получит лишь небольшую часть стоимости, которую он забрал, поскольку покупатель подвергается серьезному риску экспроприации. Однако эта проблема не представляется такой серьезной, когда конфискованный (или украденный) актив имеет форму денежных средств или другие формы ликвидного имущества: такие активы тут же оценивают по сто центов за доллар.

Автократ не может решить эту проблему, пообещав не экспроприировать активы банков: его широкие права и свобода действий означают, что ни одно из его обещаний не будет звучать правдоподобно, а значит, частные лица вряд ли будут учреждать банки, покупать акции банков или размещать свои средства на депозитах банков. Бывают банки, которые принадлежат правительству и управляются им. Правительство использует их для хранения бюджетных средств, а население — когда ему нужен доступ к платежной системе. Среди таких банков можно назвать неплатежеспособные государственные банки, которые были у Саддама Хусейна в Ираке, — однако ни один вменяемый человек не станет рассматривать такие банки как место для размещения вкладов или подачи заявки на кредит<sup>15</sup>. В результате мы имеем «ловушку» бедности. Население понимает, что правительство ненадежно; никакой банковской системы, по существу, нет; ограничения на кредит для компаний и домохозяйств замедляют рост экономики; у правительства нет источника частного кредита; и поэтому когда его бюджетные нужды превышают налоговые доходы, у него есть мощные стимулы экспроприировать частные активы. Этот цикл может продолжаться до бесконечности.

### *Централизованная автократическая система управления*

Когда у автократа нет абсолютной власти, но все же есть достаточно полномочий, чтобы контролировать ситуацию, он вынужден выстраивать систему союзов, чтобы удержаться у власти. Банкиры являются важными узлами такой системы. Ведь без них у автократа не будет возможности финансировать расходы, превышающие налоговые доходы — расходы, которые могут быть необходимы для цементирования союзов с другими политически или экономически важными группами.

Проблема заключается в том, что автократу приходится побуждать банкиров вкладывать свой капитал

---

15. Риск экспроприации средств вкладчика при автократии дает понимание, которое поддерживает концепцию контрактных денег — меры качества имущественных прав страны, выведенную Клаггом и соавторами (Clague et al. (1999)).

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

в банки, но у них есть все основания считать, что при определенных обстоятельствах он может экспроприировать эти активы. Его широкие полномочия означают, что ни одно из его обещаний не заслуживает доверия. Это значит, что он должен компенсировать банкирам вероятность экспроприации, то есть должен поднять ставки доходности по их капиталу выше тех, которые они могли бы получить на конкурентном рынке без риска экспроприации, предоставив им то, что экономисты называют рентой — потоком дохода за счет редко даруемых привилегий. Обычно автократ ограничивает количество банковских лицензий, чтобы свести к минимуму конкуренцию между банками, позволяя им, таким образом, устанавливать более высокие процентные ставки, чем при идеальной конкуренции. Он также может предоставлять дополнительные льготы (право собирать налоги в качестве правительственного агента), которые увеличивают ставки доходности. Банкиры могут делиться своими рентами с автократом, предоставляя кредиты его правительству. Они также могут цементировать его союзы, предоставляя кредиты предприятиям, управляемым членами его семьи. Короче говоря, автократы и банкиры формируют партнерства, целью которых является создание и распределение ренты, — систему, которую иногда называют «капитализмом для своих».

Чтобы воспользоваться своей банковской лицензией, банкиры должны мобилизовать достаточно акционерного капитала, который служил бы основой, на которой бы держался рост активов и депозитов. Как банкиры могут стимулировать миноритарных акционеров покупать акции банка? У банкиров, несомненно, есть много причин продать акции, поскольку это уменьшает их риски в случае, если автократ решит экспроприировать активы или сократить их ренты, отказавшись сохранить привилегии, которые он предоставил. Проблема заключается в том, что потенциальные миноритарные акционеры тоже об этом знают! Кроме того, они знают, что, поскольку у банкиров есть доли в нефинансовых предприятиях, они скорее заинтересованы в кредитовании этих компаний (обычно на льготных условиях), чем их конкурентов. Также миноритарные акционеры знают, что при экономическом кризисе заемщикам-

инсайдерам не придется столкнуться с таким жестким исполнением кредитных соглашений со стороны их материнских банков, поэтому у них будет больше стимулов объявить о дефолте по кредитам — к этой теме мы скоро вернемся. Короче говоря, миноритарным акционерам угрожает экспроприация как со стороны автократа, так и со стороны банкиров через льготное инсайдерское кредитование и слабое наказание за инсайдерские нарушения. Хуже того, они знают, что, поскольку банкиры состоят в коалиции с автократом, он может позволить банкирам безнаказанно экспроприировать активы своих миноритарных акционеров!

Эти проблемы предсказуемы, учитывая правила игры, и миноритарные акционеры потребуют некоторой *компенсации* за риск двойной экспроприации. Эта компенсация может принять форму более высокой ожидаемой доходности по их инвестициям. Чтобы банк мог позволить себе выплатить такую доходность своим акционерам, специальные привилегии, предоставляемые автократом, несомненно, должны быть очень привлекательными.

Конкурентная банковская система не сможет появиться при таких обстоятельствах, поскольку она не является оптимальной с точки зрения автократа или банкиров. При наличии высокого риска экспроприации более высокая доходность, ожидаемая акционерами, сдерживает вход в систему и рост. Скорее возникнет система, которая предоставляет специальные лицензии и привилегии избранным банкирам и ограничивает вход в рамках договоренности между банкирами и автократом. Такая договоренность обеспечивает постоянный поток части ренты правительству, давая автократу заинтересованность в существовании избранных банков и, таким образом, сокращая риск экспроприации. Такой сниженный риск позволяет банковской системе быть больше и менее рискованной, чем она бы была, если бы у автократа не было такой заинтересованности, и прибыль от таких улучшений идет в форме ренты банкирам и автократу.

Сочетание ограничений, которые характеризуют банковскую систему в централизованной автократии, таким образом, образует коалицию интересов, состоящую из трех сторон: автократа, миноритарных акционеров

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

и банкиров. Автократ получает стабильный источник государственных финансов (целевые кредиты, резервные требования, взятки и налоги) и источник периодического резервного финансирования (различные формы экспроприации в периоды бюджетной напряженности). Банкиры зарабатывают ренту, во-первых, как высокооплачиваемые банковские управляющие на неконкурентном рынке, а во-вторых, через превышающую норму доходность, которую они получают от владения нефинансовыми предприятиями, выигрывающими за счет низких процентных ставок по банковским кредитам и особого доступа к кредитным ресурсам (эти преимущества также служат барьерами для конкуренции со стороны других фирм). Миноритарные акционеры зарабатывают компенсацию в форме превышающей норму доходности за риск двойной экспроприации.

При такой схеме какова функция государства как регулятора и контролера банковской системы? Если в коалиции всего три стороны и несколько избранных банков, зачем автократу нужно вообще беспокоиться о регулировании банков? Ответ заключается в том, что рамки банковского законодательства и регулирования избавляют стороны коалиции от необходимости постоянно договариваться о распределении ренты. Регулирование также служит в качестве средства показать потенциальным конкурентам банка, что они не могут соперничать с избранными банкирами, поскольку законы составлены таким образом, что получить банковскую лицензию практически невозможно, и даже если они ее получат, регуляторы найдут способ заставить их пожалеть об этом!

Маленькая и рискованная банковская система, которая появляется при централизованной автократии, требует участия третьей стороны: вкладчиков. Вкладчики банков ищут ликвидное средство сохранения сбережений с низкими рисками. В хорошо развитой банковской системе вкладчики обычно очень избирательны и требуют положительной реальной доходности по депозитам, а также нетерпимы к любым существенным рискам. В демократиях конкурентный процесс обычно приводит к положительной доходности и низким рискам убытков по банковским депозитам, хотя риски и доход-



ность варьируются в зависимости от страны и периода времени. Но в банковской системе при централизованной автократии — где доходность акционеров должна быть высокой, кредиты «своим» компаниям субсидируются, правительства и банкиры получают значительные рентные доходы, а периодические бюджетные кризисы приводят к экспроприации: предоставление вкладчикам положительной доходности по депозитам с низкими рисками — гораздо более тяжелая задача. Как можно соблазнить вкладчиков положить свои деньги в банк при таких условиях?

Один из способов — защита правительством вкладчиков путем страхования депозитов, финансируемого за счет налогоплательщиков. Однако масштабы такой защиты изначально ограничены бюджетными ресурсами автократа: правительства, которые полагаются на банки как на основной источник бюджетной поддержки, не могут одновременно облагать вкладчиков налогами и субсидировать их! Таким образом, страхование депозитов не может создать устойчивой финансовой системы при централизованной автократии.

Поэтому при централизованной автократии вкладчики обычно просто не несут свои деньги в банки. Вклады в таких системах часто имеют отрицательную реальную доходность и подвергаются существенным рискам убытков. В этих системах многие вкладчики остаются вне формальной финансовой системы, храня свои сбережения в иностранной валюте, драгоценных металлах или в других формах вместо банковских депозитов. Однако некоторые средства все же поступают в банки. Как бы там ни было, компаниям необходимо иметь счета в банках для выплаты зарплат и расчетов с дебиторами, а некоторым домохозяйствам нужно иметь хотя бы минимум средств в банках, чтобы осуществлять определенные выплаты. Операционные издержки и юридические проблемы, связанные с уклонением от использования банковских счетов, в каких-то случаях оказываются очень значительными. Производственная фирма в Зимбабве, например, не может на практике заплатить своим рабочим чеками, выписанными на банк в Онтарио (Канада), и эти работники не могут оплатить свои телефонные счета чеками, выписанными на банк в Нью-

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

Йорке. Короче говоря, некоторые вкладчики попадают в ловушку (то, что экономисты описывают как ситуацию очень неэластичного спроса).

Последствия ловушки, в которую попадают вкладчики, укрепляет среди банков тенденцию выдавать кредиты автократу и «своим». Именно из-за того, что они заработают меньше, чем они бы заработали на альтернативных инвестициях, вкладчики отдадут в банковскую систему не больше ликвидных средств, чем они вынуждены. Относительно размера экономики депозитная база является небольшой. Как следствие банкам практически не нужно искать новые возможности кредитования кроме тех кредитов, которые они уже предоставили автократу и инсайдерам. Небольшая группа инсайдеров контролирует все банковские кредиты в обществе.

А теперь действительно плохая новость: эта система недостаточно развитых банков и дефицитного кредита является саморазвивающейся. Несмотря на недостаток кредитных ресурсов для компаний с высокодоходными инвестиционными возможностями, предложение кредита обычно не увеличивается. Даже неформальные, небанковские кредиторы испытывают сложности с предложением кредита в этой жестко регулируемой финансовой системе, поскольку банковские системы в централизованной автократии обычно не развивают правовые основы, которые позволили бы осуществлять успешное независимое кредитование.

Могут ли появиться институты, обеспечивающие независимое кредитование, зависит от предпочтений политической коалиции, которая управляет банковской системой. Банки и кредиторы развивают дорогостоящие системы внутреннего кредитного анализа, только когда они кредитуют не связанные стороны. Услуги кредитной отчетности разрабатываются только тогда, когда банки готовы платить за них, то есть когда банкам необходимо иметь возможность наказать дебиторов угрозой погубить их репутацию в случае дефолта. Эффективные реестры недвижимости и юридических лиц, необходимые для надежного предоставления залога, на который кредиторы смогли бы наложить взыскание при дефолте заемщика, создаются только тогда, когда на них есть достаточный, поддерживаемый властью спрос. То же самое

можно сказать и о честной полиции и судьях. Одним словом, создание и поддержание институтов, обеспечивающих исполнение контрактных прав, — дорогостоящая задача. Если банкам они не нужны, поскольку им не нужно осуществлять независимое кредитование, такие институты вряд ли появятся.

В банковских системах при централизованной автократии банки не только не хотят нести издержки для облегчения своего участия в независимом кредитовании, они могут активно противостоять созданию улучшенных правовых и информационных институтов, которые облегчили бы такое финансирование другими учреждениями. О причине догадаться не сложно: любые улучшения в институтах, которые позволяют осуществлять независимое финансирование, уменьшат потоки ренты, которую получают собственные нефинансовые фирмы банкиров за счет привилегированного доступа к кредитованию. Например, в Мексике в 1995 году один из нас принимал участие в проекте по упрощению регистрации залоговых прав на товары и дебиторскую задолженность (которая является рутинной процедурой в рамках Единого торгового кодекса США). Этот проект, продвигаемый Всемирным банком и другими консультантами, не получил поддержки мексиканских банков, которые занимались инсайдерским кредитованием. Пока эти банки не разорились и не были выкуплены иностранными банками, существенных реформ в сфере регистрации залогов проведено не было.

Автократическая банковская система «для своих» не только выдает кредиты лишь небольшим группам, но и чаще всего бывает нестабильной. Одной из причин нестабильности является отсутствие ограничений на права и свободу действий автократа. В нормальные времена он получает ренты от банковской системы за счет множества прямых и косвенных налогов на банки, включая вынужденное кредитование правительства и нерентабельные резервы в центральном банке. Однако если автократу нужно больше средств, чем он получает за счет налогов, у него есть стимул экспроприировать банки. Это отчаянный поступок, поскольку автократ отказывается от будущих кредитов в обмен на однократное получение денег сегодня. Однако преимущество этого

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

поступка заключается в том, что он позволяет автократу дотянуть до завтрашнего дня.

Вторая причина нестабильности — склонность банкиров кредитовать свои собственные нефинансовые предприятия. Во время экономического кризиса у инсайдеров может возникнуть соблазн ограбить свои собственные банки для спасения этих предприятий. Причина проста, а этот феномен широко изучается: у инсайдеров есть все права контроля в банке (поскольку они им управляют), но у них есть лишь часть прав на денежные потоки (поскольку большая часть денег, полученных банком, оплачена вкладчиками и миноритарными акционерами). Поскольку их права на денежные потоки в других своих предприятиях шире, чем в банке, — что почти всегда так и есть, поскольку банк по своей конструкции минимизирует долю инсайдеров в инвестициях, — в сложные времена инсайдеры будут стремиться использовать банк для спасения других своих предприятий. Поэтому они будут выдавать кредиты другим своим предприятиям, а потом объявлять дефолт по этим кредитам<sup>16</sup>. Неудивительно, что есть сильная эмпирическая зависимость между слабым соблюдением принципа верховенства закона (в странах, управляемых автократами), инсайдерским кредитованием и медленным ростом кредитования<sup>17</sup>.

Если не учитывать все институциональные сложности, политическая договоренность, которая формирует решения банков по принятию рисков и распределению убытков в централизованной автократии, может рассматриваться как система распределения ренты. Распределение ренты варьируется в зависимости от времени. В периоды, когда власть автократа висит на волоске, а на кону стоит его собственное выживание, его бюджетные потребности настолько велики, что зачастую лучшее, что он может сделать, — это подвергнуть банковскую систему экспроприации, сочетая такие меры,

---

16. См. Akerlof and Romer (1993); La Porta et al. (1997, 1998); Rajan and Zingales (1998); Johnson et al. (2000a); Johnson et al. (2000b); Laeven (2001); Bae, Kang, and Kim (2002); Mitton (2002); Habyarimana (2010); La Porta, Lopez-de-Silanes, and Zamarripa (2003).

17. См. Cull, Haber, and Imai (2011).

как высокое налогообложение, обязательные кредиты правительству, требования хранения больших объемов резервов в центральном банке и национализация банковской собственности. Экспроприация делает всех претендентов на банковское имущество — даже политически влиятельных инсайдеров — потенциальными источниками ренты для правительства. Миноритарным акционерам и инсайдерам необходимо компенсировать этот риск. Они зарабатывают аномально высокую доходность в обычные времена в качестве компенсации за исключительно отрицательную доходность в результате экспроприации.

Большое количество исключенных дебиторов является источником получения ренты. Из-за их исключения из кредитной системы в результате барьеров на вход, которые необходимы для обеспечения высокой доходности акционерам банка в обычные периоды, они страдают от упущенных инвестиционных возможностей и неблагоприятных конкурентных условий. Вкладчики тоже являются источником получения ренты для других игроков в банковской игре при централизованной автократии. Как в режимах, где есть система страхования депозитов, так и в режимах, где такой системы нет, вкладчики попадают в ловушку и получают очень низкую или даже отрицательную доходность. Правительства, испытывающие дефицит бюджетных ресурсов, часто «обдирают» вкладчиков, несмотря на формальное существование страхования депозитов. Такая экспроприация может принимать множество форм, включая обесценение депозитов из-за инфляции или «деноминарования» депозитов (см. главу 10).

Налогоплательщики являются источником получения ренты от банковской системы только тогда, когда существует система страхования депозитов, или во время спасения правительством банков. Во время экспроприации налогоплательщики несут существенные убытки в результате трансфертов вкладчикам и автократу, при этом точные пропорции определяются в зависимости от того, насколько много автократ забирает у вкладчиков.

Таким образом, политические институты автократии создают банковский кредитный рынок, далекий от како-

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

го-либо понятия эффективного распределения ресурсов. Конкуренция на кредитном рынке ограничена, поскольку компании, аффилированные с банкирами, получают привилегированный и субсидированный доступ к финансам. Рынок не распределяет кредит открыто, поскольку поставщикам кредита это невыгодно. Талантливые предприниматели и много работающие семьи испытывают недостаток в кредитах, тогда как несколько «своих» в банковской среде буквально купаются в средствах. Эта система мала и внутренне склонна к кризисам: инсайдеры периодически «обдирают» миноритарных акционеров и вкладчиков, а автократ иногда «обдирает» всех.

Те, кто наблюдает реалии автократических кумовских банковских систем в первый раз, могут быть поражены коррумпированными политическими договоренностями и хрупкими, шаткими и неэффективными банками. Эти схемы, скорее всего, будут противоречить понятиям читателей о справедливости и побудят их осудить присущую таким схемам неэффективность и катастрофические последствия для экономического роста и социальной мобильности. Однако эти характеристики не являются ошибками системы. Скорее они присущи им по изначальной конструкции. Подавляемые банковские системы далеко не оптимальны, но они могут быть лучшим вариантом, который общества могут создать при определенных политических условиях.

### *Слабо централизованное автократическое правительство и инфляционные механизмы*

Для управления национальной системой партнерств, делящих ренту, необходимо сильное централизованное правительство. Такие партнерства предполагают, что при желании автократ мог бы экспроприировать все банки. Однако у автократа часто нет такой власти. Несомненно, многим автократам нужны богатые люди в их обществах больше, чем богатым людям нужны они. Однако банковская система не может существовать без правовых институтов, которые обеспечивают исполнение контрактов, а автократы, без сомнений, могут влиять на их создание и функционирование. В таких слу-

чаях автократ может использовать свой монопольный контроль над этими институтами, в частности над валютной системой, чтобы поддержать свое правительство, навязывая инфляционный налог.

Инфляционный налог использует контроль над средствами платежа (валютой и депозитами) для налогообложения обычных граждан. Инфляционный налог является уникальным, поскольку, в отличие от прямых налогов на доходы или имущество, он позволяет правительству взимать налог с людей, у которых нет дорогой собственности и которые зарабатывают совсем немного. Мы детально изучим инфляционные налоги в главах 11–13, а сейчас давайте просто разберемся, как они генерируют прибыль для правительств и банков.

Представьте, что вместо того, чтобы облагать кого-то налогом, правительство просто печатает деньги, когда они ему нужны, так что со временем объемы бумажных банкнот растут, в то время как объемы товаров и услуг остаются теми же самыми. В результате имеет место инфляция, которая автоматически обесценивает активы, хранящиеся в форме денежных средств. Правительство, по сути, облагает налогом население, но делает это молчаливо и автоматически, обесценивая деньги, лежащие у людей в карманах (или под матрасами) с каждым прошедшим днем: вчера на мой доллар можно было купить буханку хлеба, однако сегодня на тот же доллар можно купить лишь половину. Что делает инфляционный налог еще более привлекательным для автократа, так это то, что налогоплательщики могут даже и не подозревать, что они платят налог. Конечно же, автократ может притворяться, что помогает бедным все то время, пока он вероломно облагает их налогом, реализуя разрекламированные государственные программы социальной помощи, финансируемые посредством все того же инфляционного налога.

С точки зрения олигархов, которые делят власть с автократом, инфляционный налог — достаточно ловкий трюк. Богатые люди обычно держат свои активы не в денежных средствах, поэтому эти активы сохраняют свою ценность и при инфляции. Такие активы включают в себя недвижимость, яхты, собрания произведений искусства, золотые монеты, иностранную валюту, корпо-

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

ративные ценные бумаги и т. д. А вот у бедных людей те немногие активы, которые они имеют, как раз хранятся в их карманах в форме денег. В результате бремя инфляционного налога непропорционально приходится на бедные слои населения.

Этот трюк хорош еще и тем, что банкиры и акционеры банков обычно участвуют в разделе прибыли, получаемой за счет инфляционного налога. Средства платежа общества фактически представлены двумя формами: валютой (то есть деньгами в карманах людей) и вкладами до востребования (деньгами на чековых счетах). Точное разделение инфляционного налога между правительством и банками определяется несколькими факторами: уровнем инфляции, тем, выпускает ли деньги правительство или банки, процентной ставкой, которую центральный банк платит банкам по их резервам, допустимой законом процентной ставкой по депозитам до востребования и соотношением «депозиты/резервы» (доля депозитов до востребования, которую банки обязаны размещать в центральном банке). Мы вернемся к этим деталям в главах 11–13 (где мы обсуждаем Мексику и Бразилию), а сейчас просто рассмотрим простейшее соглашение о разделе ренты. Представим, что, когда правительству необходимо оплатить свои расходы, оно просто печатает деньги. Предположим, что процентная ставка по чековым счетам равна нулю (что является обычной практикой в мире) и (хоть это и нереалистично) что правительство не требует от банков размещать часть своих депозитов в центральном банке<sup>18</sup>. При этих упрощенных предположениях в каждый момент времени правительство зарабатывает прибыль на инфляционном налоге, равную запасам денежных средств, умноженных на темп инфляции, а банки

---

18. Автократ не смог бы собрать значительные суммы инфляционного налога, если бы он разрешил частным банкам предлагать нерегулируемые депозиты, которые позволили бы населению иметь альтернативный способ хранения своих средств без постоянных убытков. Таким образом, банковско-государственное партнерство, основанное на инфляционном налоге, требует, чтобы правительство использовало свои органы регулирования для контроля банковских операций, в частности процентных ставок, предлагаемых по различным типам депозитов, и резервов по депозитам на счетах в центральном банке.



зарабатывают прибыль на инфляционном налоге, равную остаткам на чековых счетах, умноженных на темп инфляции.

Когда инфляция высока, бизнес и население стараются сохранять лишь тот минимум денежных средств и депозитов, который необходим для осуществления платежей. Когда инфляция очень высока, люди переводят средства на чековые счета лишь на короткое время, чтобы выписывать чеки для осуществления платежей. Таким образом, инфляция снижает стоимость остатков на чековых счетах только на короткий период, когда чек находится в обработке (во время периода инкассации), и инфляционный налог главным образом принимает форму налога на стоимость чека в процессе инкассации (на рис. 2.1 он обозначен как инфляционный налог на чеки в процессе инкассации). Тем не менее если коэффициент инфляции очень высок, эта практика может генерировать ошеломляющие объемы доходов.

Должен быть какой-то недостаток у этой формы банковско-государственного партнерства, иначе высокие инфляционные налоги применялись бы повсеместно. На самом деле есть несколько проблем, связанных с инфляционным налогом. Во-первых, высокая инфляция обычно препятствует экономическому росту, поскольку она подрывает способность людей использовать рынки: трудно подписывать контракты или даже грамотно совершать покупки (что требует сравнения цен и планирования покупок), если цены растут очень быстро. Во-вторых, высокая инфляция побуждает население сокращать свои запасы денежных средств и депозитов. Это уменьшает количество средств, доступных банкам для кредитования компаний и населения, что, в свою очередь, замедляет темпы экономического роста. В-третьих, когда бюджетные нужды правительства увеличиваются, у него возникает соблазн повысить свою долю инфляционного налога, подняв требования к соотношению «депозиты/резервы» до такой степени, что оно может полностью реквизировать банковскую депозитную базу, что способствует еще большему сокращению кредитования банками компаний и населения и, забывая важный источник доходов банков, создает угрозу для их платежеспособности.

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

### *Локальные олигархии*

Партнерства между автократом и банкирами, основанные на администрировании инфляционного налога, предполагают некоторую степень политической централизации: автократ должен быть способен добиваться исполнения своей воли от институтов, которые управляют банками, особенно в вопросах денежной эмиссии, процентных ставок по депозитам и соотношения «депозиты/резервы». Что происходит, если автократ не добился даже небольшой политической централизации? Что если он настолько слаб, что государство фактически представляет собой не более чем скопление локальных олигархов? Эти локальные олигархии обычно предпочитают сохранять контроль над банками (зачем делиться всем с автократом, если это абсолютно не обязательно?), поэтому существующая банковская система лишь обслуживает их локальные потребности. В результате имеет место фрагментированная банковская система, напоминающая средневековый период; местные олигархии используют свои местные банки, но никто, не входящий в число этих олигархов — включая и автократа, — не имеет доступа к кредитам.

### Демократия

Демократия предполагает три основных отличия от автократии в плане участия в Игре банковских договоренностей. Во-первых, риск экспроприации правительством активов у банкиров, миноритарных акционеров и вкладчиков ниже, чем при автократии. По определению автократ обладает большей свободой действия, чем победивший на выборах политик, который может быть смещен во время следующих выборов. Во-вторых, при демократии потенциальные должники больше не являются пассивными наблюдателями за игрой; они могут голосовать за политиков, которые обещают увеличить количество кредита или улучшить условия, на которых он выдается. Они могут быть членами политической коалиции, которая создает и разделяет ренту в банковском деле. В-третьих, инфляционные налоги встречаются нечасто. Избиратели не готовы нести все

затраты, связанные с инфляционным налогом, когда существует гораздо более простое решение проблемы государственных финансов: голосовать за кандидатов, которые обещают облагать налогом доходы и имущество более богатых людей.

Как заметил Уильям Рикер, не все демократии одинаковы: есть важные философские и практические отличия между демократиями, основанные на либеральных концепциях голосования и на популистских концепциях голосования. На наш взгляд, эти отличия имеют важные последствия для стратегии Игры банковских договоренностей и ее результатов. Мы описываем эти отличия в нижней части рис. 2.1; но прежде чем мы их исследуем, мы должны сказать несколько слов о либерализме и популизме.

Либералы, многие из которых берут свои идейные истоки в английском Просвещении и чье влияние можно найти в работах деятелей типа Джеймса Мэдисона, считают, что функция выборов заключается в контроле чиновников и не более того. Выборы позволяют избирателям заменить коррумпированных или продажных чиновников и, таким образом, сдерживают тиранию. Нет ничего внутренне хорошего, мудрого или справедливого в выборе, который делается при голосовании. Это просто решения, которые не имеют каких-либо особых моральных характеристик. Именно из-за того, что нет ничего магического или даже необходимо компетентного в решениях, принимаемых во время выборов, либералы считают, что демократия лучше всего функционирует при наличии вспомогательных институтов (например, многопалатных законодательных органов, невыбираемых судей, срок службы которых не ограничен, и децентрализованных политических партий), которые обеспечивают дополнительное сдерживание тирании, *включая и тиранию, которая может быть создана демократическим большинством*. Из-за этих вспомогательных институтов большинству сложно сократить права меньшинства — состоит ли меньшинство из граждан, которые голосовали против большинства на последних выборах, расовой или этнической группы, престарелых, последователей определенной религии или акционеров банков — из-за того, что законы должны проходить через «ворота вето» (решения,

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

которые могут быть заблокированы небольшими группами, такими как подкомитет конгресса или верхняя палата законодательного органа), при этом степень влияния меньшинства может больше, чем его доля в общей численности населения<sup>19</sup>. Либеральная концепция демократии предполагает, что, если нет институтов, которые позволяют меньшинству наложить вето на решения большинства, выборы, как это ни парадоксально, могут подорвать саму цель демократии — существование свободного и справедливого общества<sup>20</sup>.

Популисты, чья философская идеология берет начало у Жан-Жака Руссо, имеют совершенно другую точку зрения: они считают, что функция голосования — позволить обществу узнать народную волю, исполнение которой является моральным долгом: она в своей основе правильна и должна уважаться правительством и воплощаться в социальной политике. Согласно той же логике голосующие выбирают чиновников, которые будут представлять волю народа. Далее по той же логике ни избранные чиновники, ни люди, голосующие как корпоративная структура, не могут быть угнетателями: либеральные страхи относительно тирании большинства являются фикцией, которую элиты используют для устрашения населения, чтобы то дало им полномочия, превышающие их число. Согласно популистской концепции, демократии не нужны «ворота вето», скорее наоборот: она требует как можно меньше институциональных ограничений для чиновников, поскольку эти ограничения мешают им воплощать волю народа в законе и политике. Таким образом, концепции свободы у популистов и либералов сильно отличаются друг от друга. Согласно либеральной концепции свободой пользуются частные лица, и она определяется отсутствием тирании; согласно популистской концепции свобода означает способность использовать правительство для исполнения коллективной воли народа<sup>21</sup>.

---

19. Ключевое слово здесь — «сложно», но не невозможно. Ничего в либеральной концепции демократии не предписывает, что права всех меньшинств обязательно будут уважаться. Если меньшинство не может найти способ воспользоваться «воротами вето», его права могут быть сокращены.

20. Riker (1982), особенно 9–11, 245, 248–250.

21. Ibid., особенно 11, 14, 238, 245, 247, 249.

Все демократические политические системы содержат как либеральные, так и популистские элементы. Например, конституция США имеет ряд положений, призванных защитить от тирании чиновников (такие как импичмент и регулярные очередные выборы) и от тирании большинства (например, непрямые выборы президента и до 1913 года сенаторов, а также невыбираемые федеральные судьи и двухпалатный законодательный орган). Такая явно либеральная конституция всегда боролась с противоположными сильными популистскими концепциями. Несомненно, поводом к отказу от «Статей Конфедерации» и замене их конституцией было популистское восстание Даниэля Шейса в 1786 году. Ряд авторов Конституции, самым известным из которых был Томас Джефферсон, одобряли некоторые принципы популизма. В 1820-х, с избранием Эндрю Джексона, популизм стал более выраженным. (Джексон даже проигнорировал постановление Верховного суда, поскольку оно не соответствовало воле народа экспроприировать земли коренных американцев.) Различные политические движения и политики с тех пор приобщались к этому широкому популистскому течению, чтобы преследовать различные личные и идеологические цели. Наиболее заметные примеры включают в себя Популистскую партию Уильяма Дженнингса Брайана, «Новый курс» Франклина Рузвельта, «пассивное большинство» Ричарда Никсона, призывы бывшего спикера палаты представителей (и потерпевшего неудачу кандидата в президенты) Ньюта Гингрича арестовать «судей-активистов» и речи Барака Обамы, осуждающие «жирных котов» с Уолл-стрит. Цели этих политиков и их движений очень различаются, но их объединяет одно популистское ядро: они представляют простых людей как притесняемых элитами; они представляют волю простых людей как вышестоящую в моральном отношении; и они представляют себя как механизм, при помощи которого можно сместить элитарные барьеры, и политику будет делать воля народа.

Демократические системы различаются степенью, в которой их политические институты предпочитают либеральную или популистскую концепцию де-

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

мократии. В более старых демократических системах — установленных в различных странах в XVIII и XIX веках — либеральные элементы обычно имеют более значительный вес, поскольку эти демократии пришли на смену монархическим системам, которые были практически синонимичны тирании. В демократиях, появившихся сравнительно недавно, больше веса обычно имеют популистские элементы, поскольку они обычно создавались из обществ, характеризующихся сильным неравенством в распределении человеческого капитала, доходов и благосостояния. Граждане, чьи возможности систематически ограничивались, обычно больше возражают против институтов, которые дают элитам полномочия, не соответствующие их численности.

### *Либерализм*

Демократии, в которых либеральные политические институты доминируют над популистскими течениями, обычно не дают партиям, контролирующим правительство, экспроприировать имущество какого-либо рода. Поскольку стимулы создания кумовской банковской системы, таким образом, ослабевают, банкирам и акционерам не нужно компенсировать риски правительственной экспроприации. Во-вторых, поскольку выборы позволяют голосующим сместить продажных или коррумпированных чиновников, становится сложно осуществлять кумовские сделки<sup>22</sup>. Конечно же, стимулы работают в противоположном направлении: граждане могут голосовать за кандидатов, которые обещают открыть банковскую систему для более значительной конкуренции, повышая, таким образом, количество кредита и снижая его стоимость. В результате получается банковская система, которая стремится к эффективности и стабильности. Позитивное влияние такой системы, как показано в нижней части рис. 2.1, существенно: доступные и стабильные кредитные ресурсы способствуют как экономическому росту, так и сильному государству.

---

22. Это не значит, что капитализм «для своих» никогда не имеет места в либеральных демократиях, но избиратели могут положить конец кумовским сделкам, сместив политиков, которые их осуществляют.

## *Популизм*

Демократическая политическая система, в которой популистское течение преобладает над либеральными институтами, формирует совсем другую игру. Что должно не позволить заемщикам голосовать за представителей, которые обещают значительно увеличить предложение кредита, улучшить условия его выдачи, а затем «простить» эти долги, когда окажется, что их сложно погасить? Когда популизм доминирует над либерализмом в формировании демократических институтов, партии, контролирующее правительство, возможно, и не могут напрямую экспроприировать активы у банков, но у них могут быть мощные стимулы помогать заемщикам делать именно это.

Смягчение угроз, которые несет популизм, — сложная задача. Обещания, которые делают избранные политики об укреплении имущественных прав банков в отношении заемщиков, не заслуживают доверия: неизбежно имеют место случаи, когда политики должны заставить банки «простить» долги, или они будут смещены со своей должности. Чтобы упростить себе задачу, чиновники прибегают к разного рода неясным позитивным эвфемизмам типа «закона об облегчении ипотечного бремени» или «закона о защите должников». Как бы ни называлась эта практика, результат один: в краткосрочной перспективе облегчение долгового бремени дестабилизирует банковскую систему, подрывая имущественные права кредиторов; а в долгосрочной перспективе банки просто выдают меньше кредитов, поскольку они знают, что их могут «обобрать» должники в коалиции с политиками.

Мы вернемся к вопросу влияния популизма на банковские системы в историческом контексте в главах 5–8 и 13, однако здесь кратко отметим, что одним из часто применяемых решений для партий, контролирующих правительство, является строительство масштабного социально ориентированного государства с национализированной жилищной и промышленной сферой и пожизненной занятостью для работников. В таких обстоятельствах у партий, контролирующих правительство, нет необходимости помогать должникам

## ИГРА БАНКОВСКИХ ДОГОВОРЕННОСТЕЙ

экспроприировать активы банков. За такое «решение» можно, конечно, заплатить снижением общего уровня производительности, но с точки зрения банкиров это того стоит. По крайней мере, они больше не находятся на линии огня<sup>23</sup>.

Когда решение проблемы популизма путем создания социально ориентированного государства невозможно (поскольку оно блокируется либо слабой собираемостью налогов, либо сильными федеральными политическими институтами, которые препятствуют любой национальной политике), у банкиров есть другая, несколько странная, альтернатива: они могут присоединиться к популистам в коалиции, выступающей за облегчение долгового бремени! Это позволяет им просить о правительственной финансовой поддержке в краткосрочной перспективе и о страховании депозитов в долгосрочной перспективе. Обе эти меры перекладывают убытки, связанные с прощением долга, с банков на налогоплательщиков. В еще более долгосрочной перспективе банкиры и популисты могут заключить договоренности о создании и разделении ренты. В таком партнерстве банкиры принимают решения относительно того, кого и на каких условиях кредитовать, совместно с политиками, которые затем следят за тем, чтобы их избиратели получили кредит, который им нужен. В обмен на это политики дают банкирам компенсацию, создавая такое законодательство, которое повышает их доходность на капитал. Примерами являются законы, ограничивающие конкуренцию, разрешение банкам работать при высоких уровнях долговой нагрузки, замещая правительственное страхование депозитов финансируемой акционерами подушкой безопасности, и предоставление финансируемых налогоплательщиками субсидий или гарантий по рискованным кредитам имеющим политическую значимость избирателям. За это партнерство, конечно же, нужно платить всему обществу — более высокими ставками по кредитам, более низкими ставками по депозитам

---

23. Если такое снижение производительности достаточно масштабно, есть вероятность общественной реакции в пользу приватизации и либерализации банков. Как мы рассказываем в главе 5, это случилось в Великобритании после середины 1980-х.



и менее доступным кредитом. Если вы думаете, что все это — просто теоретическая абстракция, советуем вам прочитать главы, посвященные Соединенным Штатам.

## От статических сравнений к динамической концепции государства и банков

Рассматривая центральный вопрос, зачем банкам необходимо государство, в этой главе мы предлагаем основанные на логике имущественных прав банков и формирования политической коалиции объяснения основных загадок о неэффективной банковской системе, которые мы задали в главе 1. Постоянный недостаток кредитов и нестабильность банков может быть равновесным итогом Игры банковских договоренностей, происходящим из-за конкретного набора политических институтов, в рамках которых строятся банковские системы. Автократии обычно производят дефицитные и нестабильные системы банковского кредитования. Демократии обычно производят банковские системы с более доступными кредитными ресурсами, но необязательно более устойчивые.

Такие сравнения режимов, конечно же, не объясняют, почему и как возникли современные автократические государства, как они со временем стали демократическими или как банки способствовали этому историческому процессу. Важно отметить, что каждая политическая эволюция, которая возникала сначала в автократической, а потом и в демократической версии современного государства, сама сильно зависела от существования банков как инструментов построения государства: банки использовались и продолжают сознательно использоваться группой, контролирующей правительство, чтобы помочь ему в конкуренции с другими государствами. Эту коэволюцию банков и структуры современного государства мы и рассматриваем в главе 3.

## ГЛАВА 3

# Инструменты завоевания и выживания: почему государствам нужны банки

Правительство, которое обирает Петра, чтобы заплатить Павлу, всегда может рассчитывать на поддержку Павла.

*Джордж Бернард Шоу (1944)*

**В** КАЖДОЙ стране есть банки, получившие лицензию от правительства. Они есть в коммунистических государствах. Они есть в демократических и автократических государствах. Они есть даже в самых низкопробных клептократиях. Одно исключение подтверждает правило: в Сомали с 1990 по 2011 год не было лицензированных банков. Однако к этому моменту Сомали перестало быть функционирующим государством; до политического коллапса там тоже были лицензируемые банки<sup>1</sup>. Даже в государствах без армий — например, в Коста-Рике — и тех, которые не облагают налогом доход, имущество или расходы своих граждан, — типа Кувейта — все же есть лицензируемые банки<sup>2</sup>.

Почему банки настолько важны для государства, что они даже более распространены, чем армии или на-

- 
1. Показательно, что одним из первых законов временного федерального правительства Сомали было создание Центрального банка Сомали в 2011 году; см. Central Bank of Somalia (2011). По теме продолжительной слабости правительства в Сомали см. McGroarty (2013).
  2. По Коста-Рике см.: Hogvik and Aas (1981). В Кувейте нет налога на доходы физических лиц, на наследование или дарение, налога с продаж и налога на добавленную стоимость. Здесь есть налог на прибыль корпораций, но он был введен по просьбе иностранных нефтяных компаний, желающих получать за нефтяное роялти, которое они платят кувейтскому правительству, налоговые вычеты в странах, где они зарегистрированы. Граждане Кувейта платят налоги только в форме акциза на потребление бензина и косвенные налоги за счет 4%-го тарифа на импортные товары, в список которых не входят продукты питания. На эти налоги обычно приходится менее 3% общих доходов правительства. Практически все доходы правительство получает от добычи нефти. Baker (1986), 144–146.

логи? Лицензируемые банки и государства появились как организационные формы в одно и то же время, приблизительно в период с 1600 года. Это не было совпадением. Скорее эти два института эволюционировали одновременно, поскольку банки помогали уравновесить интересы трех групп, имеющих решающее значение для создания жизнеспособного государства: правителей, торговцев и финансистов. Торговцам нужна была мощная структура — в форме государства, — которая могла бы защищать их расширяющиеся торговые маршруты и обеспечивать исполнение их все более сложных контрактов. Правителям были нужны торговцы, чтобы строить коммерческие сети, которые объединяли государства и поддерживали их заморские империи. И торговцам, и правителям нужны были финансисты: торговцам они были нужны для создания и управления финансовыми инструментами, необходимыми для осуществления торговли на расстоянии, а правителям они были нужны, чтобы предоставлять средства, необходимые для ведения на первый взгляд бесконечных войн, которые неизбежны при построении жизнеспособных государств. Финансистам, в свою очередь, было нужно государство, чтобы обеспечивать исполнение контрактов друг с другом, с торговцами и с иностранными государствами. Уравнивание интересов всех этих трех групп было непростой задачей. Однако когда страсти поутихли, появился ряд выдающихся финансовых инноваций. В их центре стоял имеющий государственную лицензию банк: акционерная компания, принадлежащая финансистам, которые финансировали и торговлю, и государство, в обмен на то, что государство предоставляло банку набор ценных привилегий.

Как только был создан современный лицензируемый банк, правители научились использовать его для уравнивания интересов других групп, которые были важны для поддержания политического строя. В течение XIX и XX веков они научились использовать банки, чтобы предоставлять кредитные ресурсы фирмам, принадлежащим их политическим союзникам, направлять финансовые средства в отрасли, где были заняты основные политические избиратели, сглаживать колебания делового цикла, приводившие к безработице (а значит, и по-

## ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

литическому недовольству) и субсидировать широкий ряд программ, уравнивающих интересы граждан с существующим политическим строем, таких как кредиты малому бизнесу, студенческие займы и программы страхования ипотечных займов, которые помогают приобретать жилье. Короче говоря, современные лицензируемые банки появились вместе с государствами. Монархам в Европе XVII и XVIII веков они были нужны для финансирования торговли и войн, а современным автократиям и демократиям — для поддержания политической системы.

### Истоки «Нового времени»

Историки определяют «Новое время» как организационную структуру европейского общества, которая появилась, чтобы заменить средневековую феодальную систему, существовавшую в Европе с IX по XV век. Феодализм был децентрализованной политической структурой, контролирующей в основном аграрные экономики. Отдельные местности обладали политическими и военными связями и управлялись от иерархий дворян — вооруженных рыцарей. В Европе тысячи дворян управляли небольшими территориями находившихся под защитой замков, которые давали достаточно прибыли, чтобы финансировать их дворы, а также военные расходы феодальной системы.

К XVI веку эта децентрализованная организационная структура начала уступать место централизованной структуре с несколькими доминирующими европейскими государствами. В некоторых странах централизация началась раньше, чем в других: Британия, Франция, Испания, Португалия и Голландия стали государствами раньше, чем Германия и Италия, где консолидация политической власти продолжалась до второй половины XIX века.

Развал феодализма и появление влиятельных государств стали следствием двух параллельных и взаимодополняющих факторов: военной способности завоевывать и защищать территорию и торговые пути, а также экономической способности строить торго-

вые сети и управлять ими. Государства должны были быть способны осуществлять централизованный контроль над территорией, чего не наблюдалось со времен Римской империи, а также быть способными пересекать океаны, чтобы завоевывать другие континенты и вести с ними торговлю, посредством которой они получали драгоценные металлы, сахар, кофе, чай, табак и другие ценные товары.

Появление государств, обладающих широким географическим присутствием, было исключительно конкурентным и жестким процессом, в котором терпение, нейтральность и пассивность были совсем нехватали. Войны были повсеместны: зарождающиеся государства должны были либо завоевывать своих соседей, либо быть завоеванными. Возьмем пример Голландской республики. С 1568 по 1648 год страна вела восьмидесятилетнюю войну против Испании за свою политическую независимость. Одновременно она участвовала в общеевропейской Тридцатилетней войне с 1618 по 1648 год. Вестфальский мир, который положил конец обеим войнам, не принес мира голландцам. Не успели они получить независимость от Испании, как им пришлось провести серию войн против Англии за контроль над торговыми путями. Войны бушевали с 1652 по 1654, с 1665 по 1667, а затем и с 1672 по 1674 год. Одновременно с третьей морской войной против Англии голландцам пришлось бороться с французами и группой государств-союзников, которые включали Швецию и Испанию, во франко-голландской войне 1672–1678 годов. Также голландцы воевали с французами с 1688 по 1697 год в войне Аугсбургской лиги. Вскоре после этого они были втянуты в войну за испанское наследство, которая продолжалась с 1701 по 1714 год, а в 1740-х были вынуждены участвовать в затянувшейся войне за австрийское наследство. Если сложить все эти войны вместе, Голландская республика находилась в состоянии войны почти 150 лет<sup>3</sup>.

Большинство соперников в интенсивном и жестком европейском процессе построения государств не вы-

---

3. Для понимания связей между войнами, которые вела Голландия, финансами и политической экономией, включая скептический взгляд на увлечение тюльпанами в Голландии, см. Garber (2000).

## ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

жило<sup>4</sup>. Более ранние формы политического устройства — сотни герцогств, княжеств и городов-государств — были уничтожены и до настоящего времени сохранились только как уникальные правовые формы, созданные для удобства (например, похоже, что княжество Монако существует лишь для того, чтобы обойти французские законы в отношении азартных игр), или лингвистические реликты (например, английское слово «графство» (county), которое изначально относилось к юрисдикции под властью графа, сейчас относится к различным структурам, включая и административный округ в американском штате). Королевство Франция поглотило Бургундию и Бретань. Королевства Кастилия и Арагон объединились в результате брака Фердинанда Католика и Изабеллы Кастильской, а затем поглотили прилегающие регионы, образовав страну, которую мы называем Испанией. Англия поглотила Корнуэлл, Уэльс и Шотландию и завоевала Ирландию, консолидировав в конечном итоге политический контроль в рамках единого парламента через Акт о соединении 1707 года. Россия выросла с небольшой территории, сконцентрированной вокруг Москвы, включив в себя к концу XVIII века Украину, Казахстан, Азербайджан, Грузию и Сибирь. Не-европейские общества, которые имели более старинные и менее эффективные формы политической организации — династические империи, мини-королевства и кланы типа таких, какие можно было найти в Латинской Америке, Западной Африке и Центральной Азии, — стали жертвами новых мировых центров власти.

Что стало причиной таких серьезных политических и экономических трансформаций? В XVI веке начало появляться множество инноваций в кораблестроении, навигации и военном деле, менявших возможности армий и флота и облегчавших завоевания и торговлю в мировых масштабах<sup>5</sup>. В число таких достижений входили изобре-

---

4. Spruyt (1994).

5. Конечно, современный мир не был механическим последствием достижений в военной сфере, кораблестроении и навигации. Передовые технологии производства пороха, кораблестроения и навигации появились несколькими веками ранее в Китае, однако Китай не использовал их для построения глобальной империи. Историки объясняют решение Китая не проводить глобальных завоеваний его политической структу-

тение компаса, астролябии и квадранта (используемого для измерения широты), «великое изобретение» галеона (трехмачтового корабля, который объединял преимущества треугольных и прямых парусов), изобретение в кораблестроении обшивки вгладь, пушки, пищали, мушкета, телескопа, различные достижения математической науки для навигации (особенно в области тригонометрии) и многочисленные усовершенствования в кораблестроении, географической науке и военной технике<sup>6</sup>. У европейцев теперь была возможность осуществлять торговлю в таких масштабах, какие раньше нельзя было и представить. У них также была и беспрецедентная возможность убивать других людей. Вместе эти возможности позволяли европейским политикам концентрировать власть, создавая в этом процессе структуру, которую мы называем государством. Затем они могли использовать организационные возможности государства, чтобы демонстрировать свою власть по всему земному шару.

Амбициозному правителю, стремящемуся построить государство — более того, торговую империю, — нужен был не просто доступ к технологиям: ему нужно было много людей и много финансовых средств. Ему было необходимо не только финансировать вооруженные силы, ему также надо было строить прочную сеть занятости и торговли. Таким образом, чтобы победить своих соперников, ему необходимо было формировать союзы с многочисленными долгосрочными партнерами — солдатами, моряками, поселенцами, торговцами и финансистами — и делать это быстрее, чем его соперники. Успешные амбициозные правители быстро и энергично создавали эффективные и устойчивые институты, которые позволяли им формировать долгосрочные партнерства. Те, которые действовали слишком медленно, видели, как их армии терпели поражения, их торговые сети уменьшались, а их протогосударства превращались в провинции более способных правителей.

---

рой и географией, которая ограничивала его внешние амбиции, в отличие от многих европейских государств. См. E. Jones (1981), Mokyr (1990), and Landes (1999).

6. Детальное описание этих и других технологических изменений см. у Jones (1981), Mokyr (1990), Landes (1999, 2000) и J. Diamond (1997).

## ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

Те, которые учились особенно медленно, могли заплатить и головой<sup>7</sup>.

Два фактора были определяющими, когда решалось, какие из государств станут доминирующими: выход к Атлантическому океану и способность формировать долгосрочные партнерства с социальными и экономическими группами, которые осуществляли торговлю и финансировали государство. Атлантический океан был воротами к привлекательной торговле рабами, драгоценными металлами, специями, шелком и другим сырьем, которое связывало Европу, Западную Африку, Америку и Азию. Отсутствие доступа к Атлантическому океану, возможно, объясняет, почему такие города-государства, как Венеция и Генуя, которые имели торговые и финансовые центры власти в средневековый период, не смогли угнаться за Испанией, Португалией, Францией, Британией и Нидерландами в построении государств и империй.

Правительства некоторых появляющихся государств, в частности Англии и Голландской республики, смогли пойти еще дальше своих соперников, установив партнерства с торговцами и финансистами. Эти партнерства давали этим группам существенную политическую власть, особенно путем создания парламентов, которые должны были утверждать правительственные расходы и налогообложение<sup>8</sup>. Они также давали торговцам и финансистам возможность влиять на характер правительственных долговых соглашений и регистрировать специальные корпорации, занимающиеся расширением торговли и империи. Это в значительной степени объясняет, почему голландцы и британцы, несмотря на позднее начало построения империи, к началу XVIII века смогли вытеснить Испанию и Португалию из списка ведущих мировых держав.

- 
7. Некоторые институты были политическими (парламенты и суды), некоторые — экономическими (зарегистрированные акционерные общества), а некоторые — социальными (религиозные принадлежности, типа новых протестантских групп, которые были тесно связаны с государством). Говоря, что эти институты были устойчивыми, мы не имеем в виду, что они были идеально надежными или высеченными из камня; мы имеем в виду, что эти институты воплощали преимущества, которые делали членство в этих институтах выгодным, и поэтому их было не так просто отменить.
8. North and Weingast (1989); Barzel and Kiser (2002); Stasavage (2003). Обзор литературы см. у Acemoglu, Johnson and Robinson (2005).



Серия финансовых инноваций появилась в конце XVII века, способствуя возникновению первых лицензируемых банков — частных акционерных обществ, ведущих деятельность по специальному разрешению, финансирующих торговлю между удаленными партнерами и управляющих государственным долгом. Лицензируемый банк был изобретен не за одну ночь: он был результатом долгих серий институциональных экспериментов, включая изобретение новых типов контрактов, таких как аннуитет и векселя, и создание новых форм имущественной собственности, таких как акционерное общество. Давайте кратко проследим траекторию каждого из этих институтов и посмотрим, как они в конечном итоге объединились для появления лицензируемого банка.

### Инновации в контрактах по государственному долгу

До Нового времени монархи для финансирования войн использовали кредиты от частных банкиров. Когда успеха в войнах не было, правители часто объявляли дефолты по этим кредитам, что иногда приводило к банкротству кредиторов. В 1672 году приостановка выплат по государственному долгу в Британии при Чарльзе II привела к банкротству многих частных банков «золотых дел мастеров»<sup>9</sup> в Лондоне, которые предоставили кредиты монарху. Увеличившийся масштаб и частота современных военных операций еще больше усугубляли бюджетное положение. Правителям было необходимо искать новые способы существенно расширить ряды своих кредиторов. Это было не так легко прежде всего из-за того, что у них была власть. Как кредитор может заставить заемщика, контролирующего войска и законодательство, вернуть долг, если он этого не захочет? А зная об этой проблеме, зачем вообще давать кредит правителю? Эта проблема усугубляется по мере того, как растет задолженность и нагрузка на налоговую систему для фондирования этого долга. Учитывая важ-

---

9. Goldsmith bankers (англ.). Имеется в виду, что ювелиры предоставляли и банковские услуги, фактически являясь частными банками. — *Прим. науч. ред.*

ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

ность финансирования войн для европейских правителей, создание надежных средств выплаты суверенного долга было жизненно важной задачей.

Среди первых решений этой проблемы было создание новой формы — аннуитетного долга, названного так потому, что сами правители обязались выплачивать бессрочный аннуитет своим кредиторам. Габсбургская Испания, похоже, была первым государством, которое ввело постоянный фондируемый национальный долг в XVI веке. Эта практика отражала структуры государственного долга, существовавшие у ее предшественников в средневековой Каталонии (Арагоне) и Кастилии. В 1489 году монархи Фердинанд и Изабелла продали серии потомственных, бессрочных, погашаемых долговых обязательств (исп. *jugos de heredad*) для финансирования войны, которая привела к образованию федерального союза Кастилии, Арагона и Наварры в 1492 году<sup>10</sup>. Карл V активно использовал этот тип долга для привлечения денег от кредиторов в Габсбургских (южных) Нидерландах в 1542 году, и вскоре его начали копировать и другие. Чтобы сделать эти договоры об аннуитете достойными доверия покупателей, а также и более ликвидными, они были наделены пятью важнейшими характеристиками: были бессрочными; были наследуемыми, предполагали регулярные купонные выплаты; давали держателям долга, даже иностранцам, более сильные юридические права и были введены наряду с бюджетными реформами, такими как отчисление доходов от определенных налогов на выплату купонов, в результате чего выплаты были более вероятными<sup>11</sup>.

---

10. Drelichman (2013); Munro (2013).

11. Габсбургские инновации основывались на ранее продемонстрированном успехе практик управления долгом в различных итальянских городах-государствах. Венеция показала, какие преимущества государство может получить от надежных выплат долга, в том числе иностранным гражданам, когда она предоставляла такую защиту даже инвесторам в Генуе (Pezzolo [2013]), а инновации в области долговых инструментов также сыграли центральную роль и в развитии Миланского герцогства (de Luca [2013]). Подобным же образом папские долговые обязательства в конце Средневековья были долгосрочными, по ним осуществлялись стабильные платежи, они имели недискриминационный характер и достойное доверия налоговое обеспечение, пока наполеоновские войны не подорвали доходную базу папского престола (Caselli [2013]).

Были также и финансовые инновации, которые создали новые организационные формы среди покупателей на рынке, в частности, была создана сеть держателей долга, которые взаимодействовали друг с другом при покупке облигаций. Обмениваясь информацией и коллективно наказывая банкротов, они не давали правителям периодически объявлять дефолты по задолженности в стратегических целях: дефолт в отношении одного держателя долга заставил бы всех остальных отказаться от покупки новых предложений долговых бумаг. Правительства действовали добросовестно, поскольку они имели дело с объединенной коалицией кредиторов. Например, король Испании Филипп II был вынужден полагаться на услуги банкиров из Генуи для финансирования своих войск и военно-морских сил, используя их сеть корреспондентов в средиземноморском регионе и в Северной Европе. Когда его доходов уже не хватало для выплат по долгам и он стал серийным неплательщиком, то генуэзские банкиры, действуя сообща, заставили его предоставить обеспечение по его краткосрочным долгам (называемым *asientos*) в форме более ликвидных и имевших более длительные сроки погашения бумаг (*jugos*), которые, в свою очередь, были обеспечены специальными налогами, собираемыми банкирами или их агентами. Генуэзцы также заставили его согласиться с наличием в кредитных договорах специальных условий, которые ограничивали их убытки в случае дефолта. Долги далее перепродавались генуэзцами многим участникам их финансовой сети, и генуэзцы обычно оставляли у себя только небольшую часть первоначальных долгов. Однако в конечном итоге суммарные расходы Испании на Тридцатилетнюю войну так подорвали правительственные финансы, что даже изобретательности и слаженности генуэзских банкиров оказалось недостаточно для защиты кредиторов<sup>12</sup>.

Англичане и голландцы были куда более успешны, чем испанцы в стабилизации своих рынков государственного долга в тяжелой обстановке XVII и XVIII веков. У голландцев успешное управление долгом было связано по большей части с эффективной собираемостью

---

12. Drelichman and Voth (2008, 2010, 2011a,b) и Drelichman (2013).

## ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

налогов<sup>13</sup>. В Англии Славная революция 1688 года привела к реформам, давшим парламенту контроль над налогообложением и расходами, что снизило вероятность суверенного дефолта<sup>14</sup>. Эти изменения отражали тот факт, что держатели долгов заседали в парламенте и могли формировать коалиции с другими группами интересов<sup>15</sup>. Однако это была лишь часть истории. Как мы обсудим подробно в главе 4, британцы додумались до другой важнейшей инновации: использования акционерных обществ как формы частно-государственного партнерства для управления государственными долгами. Таким образом, они объединили две финансовые инновации — аннуитет и акционерные общества, — создав новый тип института, лицензируемый банк, призванный реструктурировать суверенные долги и снижать стоимость их обслуживания<sup>16</sup>.

### Акционерные общества

У правителей были мощнейшие стимулы строить империи, основанные на торговых связях: чем больше была империя, тем больше было ресурсов в распоряжении правителя и тем с большей вероятностью он мог победить своих соперников. Однако само по себе строительство империй было дорогим предприятием. Поэтому европейские правители строили империи, передоверяя большую часть дел по завоеванию, колонизации и торговле частным компаниям. Например, завоевание империй ацтеков и инков осуществлялось частными компа-

---

13. Gelderblom and Jonker (2013).

14. North and Weingast (1989).

15. Stasavage (2003).

16. Бюджетные реформы, о которых говорили Норт и Вейнгаст (North and Weingast (1989)), возможно, лучше всего рассматривать как продолжение долгосрочных улучшений национальных государственных финансов (особенно акцизный налог, введенный в 1643 году, и другие реформы в период с 1660 по 1688 год, которые ликвидировали откуп налогов, усилили стимулы их уплаты и повысили собираемость). Более подробную информацию можно найти у Coffman (2013) и Coffman, Leonard, and Neal (2013). Мерфи (Murphy (2009)) также показывает, что создание популярных лотерейных билетов и других форм суверенного долга усилило общественную поддержку повышению налогов для подписки на государственный долг в 1690-х и после.

ниями: конкистадоры были акционерами, большинство из которых ранее в руках не держало меча<sup>17</sup>. Эти первые акционерные компании были не постоянными по своей природе: они ликвидировались, как только задача завоевания была завершена, и акционеры разделяли добычу. Однако со временем правители, торговцы и люди с военными навыками, осуществлявшие завоевание, так улучшили организацию этих компаний, что в долгосрочной перспективе они становились еще богаче. В результате была создана акционерная исследовательская и торговая компания с монопольными правами в отдельных частях мира.

Лицензия, выданная правителем, не только помогала акционерам и управляющим компаний сохранять свою монополию. Акционерная форма их предприятий облегчала задачу разделения прибыли, управления фирмой и продажи акций. Примеру первой из этих торговых компаний — британской Ост-Индской компании (1600) — быстро последовали и другие, начав создавать привилегированные акционерные компании, такие как Dutch East и West India Companies (1602 и 1621), Hudson Bay Company (1670) и французская Mississippi Company (1684). Акции этих компаний стали формировать первые мировые фондовые рынки. За два последующих века акционерная форма собственности постепенно развивалась в структуру, которую сегодня представляют большинство крупных фирм, — компанию с ограниченной ответственностью.

Как только правителям пришла в голову идея создания зарегистрированной акционерной компании для финансирования построения заморской империи, они поняли, что могут продавать монопольные лицензии и на многие другие виды деятельности. По сути, они могли разделить бизнес в своей стране на несколько отдельных направлений, выдавая каждому из них ценные привилегии. Компаниям можно было отдавать права на проведение лотереи, сбор налогов (практика, известная под названием откуп налогов), сбор пошлин за использование мостов и важных дорог или — что важно в нашем контексте — управление банком, который

---

17. Lockhart (1972).

был бы бюджетным агентом правителя, сохранял налоговые доходы, полученные из разных частей страны, оплачивал счета правителя и управлял его долгами.

## Лицензированные банки и суверенный долг

Почти как и другие финансовые инновации, которые поддержали современные государства, идея лицензированного правительством банка, который получал бы уникальные привилегии в обмен на содействие государственным целям, имела глубокие корни. Правители занимали деньги у банкиров с тех пор, как появились правители и деньги. В средневековые времена, когда масштаб политических структур — королевств, герцогств и городов-государств — был небольшим, правители занимали деньги у частных банкиров. По мере того как масштаб заимствований рос и катастрофические последствия суверенного дефолта увеличивались, эти частные банковские дома постепенно стали играть менее значимую роль в бизнесе государственных финансов. Конечно же, суверенные дефолты положили конец бизнесу многих частных банкирских домов в Европе. Однако частные банкиры сохранились, некоторые из них, например Банкирский дом Ротшильдов, существуют и по сей день. Чтобы выжить в новых условиях современного мира, однако, этим пережиткам модели частного банковского дела периода Ренессанса пришлось адаптироваться: они либо становились акционерами в новом коммерческом банке, либо начинали специализироваться на новых типах финансового посредничества (выступали брокерами при слиянии нефинансовых фирм), которое больше опиралось на их человеческий капитал как организаторов сети, нежели на их финансовый капитал, превращаясь со временем в структуру, которую мы сейчас называем инвестиционным банком<sup>18</sup>.

Самым ранним примером лицензированного банка, который работал в качестве бюджетного элемента госу-

---

18. See Flandreau (2003); Flandreau and Flores (2009); Flandreau et al. (2010, 2013); Ferguson (1998a,b); Strouse (1999); DeLong (1991); Ramirez (1995); Pak (2013).

дарства, был генуэзский Banco di San Giorgio of Genoa (1407). Хотя он назывался банком, он не принимал депозиты и не выдавал кредиты частным лицам. Также он не занимался и клирингом векселей. Сферой его деятельности были организация и оптимизация финансовых дел города-государства Генуя. Точнее говоря, этот банк был «организацией, облеченной полномочиями юридического лица и созданной на основе общественной организации<sup>19</sup>, учрежденной для защиты прав кредиторов и призванной снижать риски отказа Республики Генуя платить по своим долгам»<sup>20</sup>. Банку были даны значительные полномочия по сбору налогов, структурированию выпусков долговых обязательств и выплатам кредиторам. В истории банка случались даже длительные периоды, когда он управлял некоторыми заморскими территориями Генуи. По сути, банк учредил институт партнерства, которое уравнивало интересы политических лидеров Генуи с ее торговцами и финансистами. Его организационная структура отражала это аккуратное уравнивание интересов. Во главе организации стояли восемь администраторов, *protetto-ri* (итал. покровитель), из которых семеро представляли кредиторов и один — правительство. Деятельность банка была так переплетена с функциями государства, что Макиавелли назвал его «государством в государстве»<sup>21</sup>.

Использование лицензированной акционерной компании в качестве механизма объединения интересов государства и держателей его долга с помощью института партнерства стало центральной характеристикой государственных финансов Англии в конце XVII и начале XVIII веков. После Славной революции 1688 года у нового короля Вильгельма III были трудности с финансированием дорогостоящей войны против французского Людовика XIV. Как мы подробнее проанализируем в главе 4, появившаяся схема государственных финансов включала создание по королевскому декрету нескольких компаний, которые предоставляли кредиты Вильгельму

---

19. Речь идет об объединении генуэзских менял. — *Прим. науч. ред.*

20. Marsilio (2013).

21. *Ibid.*

## ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

и его преемникам — это было одним из условий их регистрации. В список этих компаний входили Банк Англии (1694), Million Bank (1695), получившая новый устав британская Ост-Индская компания (1698) и Компания Южных морей (South Sea Company (1711))<sup>22</sup>. Эти компании были созданы и принадлежали влиятельным политическим лидерам и обслуживали как коммерческие, так и правительственные интересы. Они не только имели особые деловые привилегии — политические связи компаний сокращали их риски уязвимости к суверенным дефолтам. Кроме того, их источник фондирования — обращающиеся акции — был очень ликвидным финансовым инструментом. По сути, они могли обменивать уже существовавшие до этого суверенные облигации, принадлежащие частным лицам, на акции в зарегистрированной компании, капитализируя эту компанию и консолидируя долги короля. К 1720 году доля государственного долга, принадлежащая Банку Англии, Компании Южных морей и Ост-Индской компании, превысила 70%<sup>23</sup>.

Другие страны последовали примеру Британии, используя зарегистрированные компании в качестве инструмента финансирования правительства. Как показывается в главе 6, правительства штатов США также использовали частные компании для своего финансирования в начале XIX века. Эти усилия не всегда были успешными. Возможно, самым очевидным провалом в попытке объединить государственные финансовые интересы с интересами частной акционерной компании был случай Mississippi Company Джона Ло во Франции. На пике своей деятельности в 1720 году Mississippi Company (конгломерат, который объединял компанию по откупу налогов, торговые предприятия и банк) владела практически всеми налоговыми правами во Франции, всеми ее правами международной торговли и почти всеми правами на суверенный долг, а также монополией на право печатать законные средства платежа. Чтобы еще лучше представить это переплетение интересов,

---

22. Британская Ост-Индская компания была создана в 1600 году. В 1698 году она получила новый устав, который допускал наличие иностранных акционеров, тем самым был расширен доступ компании к фондированию.

23. Quinn (2008), рис. 1.



отметим, что сам Ло совмещал должности министра финансов и главы компании! К сожалению для Франции, Джон Ло зашел слишком далеко. Некоторые аспекты его бизнес-плана можно было назвать финансовой алхимией, как, например, его попытку установить цену акций компании на очень высоком уровне, используя валюту, выпускаемую его банком для покупки акций компании, которая владела банком. Тем не менее основная идея Mississippi Company — создание частно-государственного партнерства, которое объединяло бы различные интересы для сокращения риска (одновременное владение государственным долгом и правом собирать налоги для уплаты этого долга), — была, по своей сути, правильной<sup>24</sup>. На самом деле основная идея, когда одна компания и является держателем суверенного долга, и собирает налоги для оплаты этого долга, послужила основой для первых лицензированных банков во многих странах.

### Векселя, мировая торговля и потоки капитала

Представьте, как сложно было бы создать мировую систему торговли, если бы золото или серебро пришлось перевозить на кораблях, чтобы заплатить за каждую единицу товара, приобретенную в иностранном порту. А теперь представьте, насколько проще стала торговля с изобретением векселя — долговой расписки на банк, который должен уплатить держателю расписки указанную сумму при ее предъявлении. Также представьте, насколько все упростилось, когда банки стали центрами клиринга векселей: векселя всех банков, участников клиринга, можно было просто урегулировать; долги противоположных сторон перезачесть. Поэтому в реальности приходилось передавать из рук в руки не так много золота и серебра.

Вексель не только заменял золото или серебро в качестве средства обмена, он также служил для предоставления кредитов, позволявших торговцам финансиро-

---

24. Neal (1990); Velde (2013).

## ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

вать покупки товаров, которые могли продаваться где угодно. Например, торговец из Амстердама мог занять средства в своем банке под бумажный вексель, индоссированный банкиром, который затем можно было бы использовать, чтобы платить за товары, скажем, в голландской колонии Кюрасао. Торговец в Кюрасао был готов принять этот вексель в качестве средства платежа, поскольку он был уверен в обещании банкира из Амстердама, чье имя стояло на векселе. Торговец из Амстердама мог затем вернуть средства банкиру, который индоссировал вексель, за счет прибыли от продажи товаров, полученных в Кюрасао. Он мог даже оплатить этот долг векселем от торговца, который купил эти товары.

Изобретение векселя требовало правового оформления новой концепции долга, которая стала известна как переводной денежный документ. Такой вид инструмента нам знаком: чек является передаваемым денежным документом, который может быть передан другой стороне путем индоссирования чека на оборотной стороне, используя ту же надпись «платить приказу», которая указана и на лицевой стороне чека. До развития переводных денежных документов долг был лишь личным обязательством одной стороны перед другой. Согласно закону о переводных денежных документах все индоссанты векселя несли ответственность за его оплату (согласно практике «серийного индоссамент», которая была формализована в Антверпене к концу XVI века). Когда вексель использовался для оплаты чего-либо, он снабжался передаточной надписью. Сторона, которая принимала вексель как средство платежа, просто должна была быть уверена в некоторых подписях на нем (или хотя бы в одной).

Переводные векселя обеспечивали достоверную информацию о сторонах, участвующих в мировой сети, поскольку передаточная надпись представляла собой готовность разделить ответственность: если сторона Z, которая имела безупречную репутацию честности и неподкупности, была готова индоссировать вексель, который до нее был подписан стороной Y, она, по сути, выражала высшее доверие к стороне Y, поскольку, если бы сторона Y обанкротилась, сторона Z оказалась бы на крючке.

По мере того как векселя передавались, риск дефолта, по сути, снижался: поскольку каждая подпись на векселе представляла лицо, с которого кредитор мог получить деньги, большое количество подписей давало больше шансов на получение денег<sup>25</sup>.

Готовность внедрить новую концепцию задолженности, воплощенную в векселях, требовала участия государства, которое должно было при помощи законов и судов обеспечить исполнение определенных контрактов на определенных условиях. У правителей того времени была сильная мотивация признать и обеспечить законность переводных денежных документов: это не только упрощало торговлю между их империями, но также и стимулировало финансистов открывать точки в крупных городах, создавая, таким образом, возможности для правителей финансировать свои государства.

## Лицензированные банки как центральные элементы финансовых инноваций

Между тогдашними государствами и лицензированными банками возникли различные формы партнерства. Развитие таких банков было обусловлено двумя базовыми потребностями: финансировать торговлю, география которой все больше расширялась, и финансировать войны, которые становились все более жестокими и продолжительными. Относительная важность этих двух стимулов определяла, открывались ли первоначальные лицензированные банки в основном для финансирования торговли или для финансирования государства. Некоторые лицензированные банки обслуживали в основном сферу торговли, занимаясь межбанковским учетом векселей или других долговых обязательств. Самым заметным из этих банков был Wisselbank в Амстердаме (основанный в 1609 году) — имевший лицензию банк, который служил глобальным клиринговым центром для векселей, объединяя тысячи держателей счетов по всей Европе и позволяя хорошо экономить на коли-

---

25. Santarosa (2012).

ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

честве металлических денег, необходимых для погашения векселей, которые выкупались через его сеть<sup>26</sup>. Его структура брала за основу структуру венецианского лицензионного банка, созданного для упрощения расчетов между городскими купцами — Banco della Piazza di Rialto (1587). Wisselbank обслуживал интересы правительства Амстердама, поддерживая экономически эффективную международную торговлю и потоки капитала. Однако он делал не так много в плане государственного кредитования.

На другом конце спектра был Банк Англии (основанный в 1694 году), который начинал с управления долгами британского правительства и не принимал участия в расчетах по векселям. Лондонские ювелиры-ростовщики совершенно справедливо считали Банк Англии очень политизированной структурой. Поэтому они старались не использовать его как центральный клиринговый центр, предпочитая сохранить двустороннюю систему межбанковского клиринга долгое время после того, как был создан Банк Англии<sup>27</sup>.

Лицензированные банки в большинстве стран обычно становились источником финансирования и государства, и торговли. То, что банк занимался и тем и другим, делало его более привлекательным для правительства, которое выдавало необходимые лицензии: правительство могло выдать группе финансистов монопольную лицензию на банковскую деятельность, позволяя ему зарабатывать на учете векселей, использовавшихся в торговой деятельности. В обмен на это финансисты обычно делились с правительством некоторой монопольной прибылью, выдавая правительству кредиты под привлекательные процентные ставки. Так же как в случае с банками, имеющими лицензию штата в США в начале XIX века, финансисты могли делиться некоторой рентой с правительством, передавая ему акции банка; они могли финансировать покупку акций правительством,

---

26. Поскольку векселя упрощали движение средств по всему миру, они стали использоваться не только для финансирования торговли, но и для организации движения потоков капитала и для спекуляций. К XVIII веку процентные ставки почти по всей Европе практически сравнялись. См. Neal (1990), 7; Jobst and Nogues-Marco (2013).

27. Quinn (1997); Neal and Quinn (2001).

выдавая ему кредит, который затем погашался за счет доли правительства в прибыли банка.

Создание лицензируемого банка как фундаментального института современного государства вскоре привело к появлению еще одной фундаментальной инновации, которая в настоящий момент настолько повсеместна, что почти без сомнений она есть и в вашем бумажнике: бумажная валюта. Купцы в Амстердаме столкнулись со снижением ценности золотых и серебряных монет, которые были мерой стоимости и единицей расчетов. Частично это снижение стоимости проводилось правительствами, которые периодически сокращали содержание золота и серебра в монетах. Многообразие монет и монетных дворов в Нидерландах создало для некоторых монетных дворов стимулы предлагать монеты с низкой стоимостью, которые должники были рады использовать для погашения своих долгов. Проблема создавала также деятельность фальшивомонетчиков, создававших дешевые имитации полноценных монет. Некоторые даже обрезали края полноценных монет и делали из этих обрезков ценные слитки. Коротко говоря, золотые и серебряные монеты привели к возникновению инфляции и неуверенности в ценах. Эта проблема существовала еще со времен изобретения чеканных монет в древних Афинах, но с ростом объемов торговли — а значит, и ростом выпуска монет — она стала особенно острой. Голландский *Wisselbank* решил эту проблему, создав новую меру стоимости, полностью основанную на его бумажных обязательствах. Поскольку купцам, которые управляли *Wisselbank*, было выгодно создание стабильной меры стоимости, новая бумажная единица расчетов оказалась более стабильной (менее склонной к инфляции и колебаниям цен), чем монеты<sup>28</sup>.

Любой мог выпустить долговую расписку и использовать ее как средство платежа, но чтобы долговая расписка — в частности, банкнота или любые другие бумажные деньги — могла функционировать как законная мера стоимости для погашения долгов, она должна была получить статус платежного средства по закону. Банкнота,

---

28. Quinn and Roberds (2009, 2010); Quinn (2013).

## ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

которая имела статус платежного средства для уплаты частных и государственных долгов, могла использоваться для погашения государственных долгов (налоги) и частных долгов (векселя и прочие долговые обязательства). Не все имевшие лицензию банки получали право выпускать законные платежные средства поначалу, однако со временем это стало правилом. Например, банкноты Банка Англии стали законным платежным средством в 1833 году<sup>29</sup>.

Финансовые инновации, внедряемые лицензируемыми банками, не прекратились с созданием бумажных денег. В этом отношении особенно передовыми были лицензируемые банки Шотландии в середине XVIII века, а в следующем веке их инновации начали копировать и другие лицензируемые банки по всему миру. В этот список можно включить и процентные вклады, и мелкие банкноты, которые использовались как средства обмена, и совместно управляемые клиринговые дома для обмена банкнотами, выпускаемыми различными банками, и кредитные линии, гарантированные заранее и доступные заемщикам банка при необходимости, и систему филиальных банков. Хотя шотландцы и не изобрели банки с ограниченной ответственностью, они первыми начали широко их использовать. Ограниченная ответственность была особенно привлекательной для инвесторов. Ранее они несли солидарную ответственность по долгам банка, без каких-либо ограничений, и это создавало для инвесторов препятствие в приобретении акций банков.

---

29. Первоначальное использование банкнот, имеющих статус законного платежного средства, в Амстердаме с целью контроля инфляции — один из самых ироничных моментов истории. После выпуска Джоном Ло банкнот, имеющих статус платежного средства, для поддержания цен акций его Mississippi Company западные правительства быстро поняли, как превратить возможность выпускать бумажные деньги (используя банкноты, выпускаемые как непосредственно правительством, так и банками, получившими лицензии от правительства) в новый фискальный инструмент — известный как инфляционный налог. Это стало средством принуждения людей перераспределять свои накопления, которые они хранили в форме денежных активов, в пользу правительства и его лицензионных банков. Инфляционный налог стал важным источником финансирования правительства во многих странах в XIX веке и позднее — к этой теме мы еще вернемся в главах 11–13.

## Коммерческие банки, демократия и индустриализация

Борьба за выживание между государствами и даже между компаниями внутри государств не завершилась с изобретением полноправных лицензируемых банков. Несомненно, темпы технологических изменений только ускорились в XIX и XX веках, и в результате две основные движущие силы, которые прежде всего и дали начало государствам и лицензируемым банкам — торговля и война, — стали еще более значительными. Они создали внутри государств политическое давление таких масштабов, каких монархи XVII и XVIII веков и представить себе не могли. Они в конечном итоге подтолкнули государства к использованию лицензируемых банков не только как инструментов для финансирования торговли и войны, но и как механизмов финансирования усилий по сохранению политического строя, включая развитие стратегически важных отраслей промышленности, создание инфляционной денежной эмиссии, политики по стабилизации занятости и субсидирования покупки жилья. Способность использовать банки для мобилизации средств в больших масштабах с целью обслуживания появившихся внутренних политических интересов было центральным элементом искусства управления государством в новой эре. Одним словом, ставки в Игре банковских договоренностей возросли.

В конце XVIII века, как сказал Иэн Моррис, человечество сделало важнейшее открытие. До этого времени основным источником всей энергии было солнце. Рабочий скот питался растительным материалом, синтезируемым при помощи солнечного света; водяные колеса приводились в движение круговоротом воды, за который отвечало солнце; паруса позволяли судам плыть по океану, поскольку разница в интенсивности солнечного излучения создавала предсказуемые воздушные потоки. Однако в конце XVIII века человечество придумало, как получить солнечную энергию из далекого прошлого: уголь, продукт лесов, которые существовали, еще когда на Земле были динозавры, можно было сжигать для производства пара, который обеспечивал

## ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

надежный и на первый взгляд бесконечный объем энергии<sup>30</sup>.

Использование природного топлива дало начало ряду разработок, которые изменили отношения между государствами и их населением. Во-первых, оно вызвало революцию в транспортировке и коммуникациях, в частности, были изобретены пароходы, железная дорога и электрический телеграф. Эти изменения способствовали активным передвижениям людей и товаров, ускоряя и расширяя торговлю. Тропические продукты, которые до XIX века были доступны только искателям приключений, такие как бананы и ананасы, стали привычными на столах в США и Европе. Части света, которые ранее были изолированными из-за больших расстояний, теперь могли участвовать в торговле на европейских рынках: стейки из аргентинской говядины теперь превращались в неузнаваемую серую массу на британских кухнях. Люди, которые страдали от бедности в Сицилии, Польше, Греции или Китае, теперь могли переехать в более продуктивные места земного шара и улучшить, таким образом, свои стандарты жизни.

Во-вторых, промышленный прогресс повысил эффективность, с которой люди могли убивать друг друга, и поэтому стал оказывать еще больше давления на государства в плане создания мощной военной силы, иначе они были бы поглощены своими соперниками. Ко второй половине XIX века для успешных войн требовались железные дороги и сталелитейные заводы. Без них государства не могли создавать эффективные орудия убийства — гаубицы, пулеметы и броненосцы, — которые теперь решали исход военных конфликтов, а также быстро перевозить эти орудия. Индустриализация означала не только возможность пить больше пива и носить одежду массового производства, она означала, что перед государствами встал вопрос о выживании.

Чтобы побеждать в войнах, государствам требовались не только оружие и боевые корабли, теперь им нужно было и собирать огромные армии. Проблема заключалась не только в том, чтобы набрать достаточно людей с достаточными запасами, хотя и это было довольно

---

30. Morris (2011), 100.



сложно. Это была и политическая проблема тоже: люди обычно неохотно подставляют себя под пули, если только у них нет на это сильной мотивации, а страх быть убитым офицером за трусость не являлся достаточной мотивацией. Европейские элиты обнаружили кое-что, о чем элиты Древней Греции и Римской республики знали еще в V веке до н. э.: граждане с избирательными правами, которым было что терять, дрались более охотно<sup>31</sup>. Те, кто был у власти, были вынуждены строить перераспределительные государства благосостояния.

Это фундаментальное изменение — увеличение возможностей населения диктовать свои условия, привело к тому, что права граждан на участие в выборах существенно расширились в период с середины XIX по начало XX века, а право голосовать принесло с собой возможность требовать проведения политики, направленной на поддержание полной занятости, предоставление социальных гарантий и упрощение экономической и социальной мобильности<sup>32</sup>. Один ведущий исследователь государств благосостояния в отношении опыта Великобритании высказался так: «Увеличение доли голосующих с 40 до 70% повысило общие социальные трансферты, государственные пенсионные расходы, расходы на учителей начальных школ и подоходные налоги»<sup>33</sup>.

У государств теперь были более сильные стимулы стремиться к более масштабным целям, и лицензируемые банки предоставляли способы для достижения этих целей. Правительства в демократических странах понимали, что спрос на экономическую и социальную мобильность мог быть удовлетворен, частично за счет повышения доступа к кредиту. Конечно, как мы демонстрируем в следующих главах, повышение доступности банковского кредита — не только для торговцев, но и для фермеров и домовладельцев — было постоянным предметом обсуждения в Америке и Канаде с начала XIX века.

---

31. Обсуждение связи между демократией и воинской обязанностью см. у M. Levi (1997).

32. Связи между расширением избирательного права и ростом государства благосостояния посвящено множество литературы, включая Lipset (1960), Moore (1966), Lindert (1994, 2004) и Acemoglu and Robinson (2000).

33. Lindert (2004), 180.

## ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

Системы коммерческих банков использовались для достижения новых государственных целей не только в полноценных демократиях. Канцлер Германии Отто фон Бисмарк оказался особенно сведущим в новой Игре банковских договоренностей. Под его лидерством Германия создала банковскую систему и рынки ценных бумаг, которые финансировали как новое германское государство, так и новые промышленные компании<sup>34</sup>. Доступность финансирования позволила Германии быстро догнать и перегнать Великобританию в производстве стали, химикатов и электроэнергии. Немецкие банкиры не просто кредитовали промышленность, они помогли организовать создание мощных промышленных картелей, которые были характерной чертой немецкой промышленности. И немецкий «железный канцлер» не просто строил мощное государство, обладавшее тяжелой промышленностью мирового класса и дисциплинированной армией; он также был мировым лидером по созданию национальных программ, в рамках которых предоставлялись пенсии по старости, государственные медицинские услуги и страхование от безработицы и несчастных случаев на производстве. Он это делал не потому, что был другом рабочего, — совсем наоборот: он понимал, что, если он этого не сделает, к власти придут социалисты и свергнут политический строй, который он устанавливал.

Выдача банковских лицензий также была частью программы модернизации обороны в других странах. Классическим примером является Реставрация Мэй-дзи в Японии в конце XIX и начале XX веков: это была сознательная попытка построить устойчивую экономику и военную систему, которая могла бы противостоять продвижению русских и американцев в Азию. Центральным элементом этих усилий было создание системы лицензируемых банков<sup>35</sup>. В России и Мексике политические лидеры сознательно строили банковские системы в рамках более масштабных проектов строительства же-

---

34. Описание немецкого случая см. у Riesser (1911), Gerschenkron (1962), R. Tilly (1967), Calomiris (1995), Guinnane (2002), Fohlin (2011), а также в главе 14 данной книги.

35. См. Patrick (1967).

лезных дорог и промышленного развития, направленных на сдерживание их алчных соседей (Германии и Соединенных Штатов соответственно)<sup>36</sup>.

### Новые организации с правительственными лицензиями: центральные банки и специализированные банки

Мир, в котором появились первые национальные государства, был преимущественно аграрным. Большинство людей работали на фермах, ели выращенные самостоятельно продукты и спали в помещениях, которые они сами построили. К середине XIX века этот мир стал быстро исчезать. Люди все больше стали работать на фабриках, есть пищу, которую они покупали на свою зарплату, и спать в квартирах, принадлежащих наймодателям, которые, не колеблясь, выбрасывали жильцов на улицу, если они не заплатили за аренду. Правительствам нужно было беспокоиться не только о том, чтобы не отстать от соперников в военной мощи и контроле торговых путей, но и о сохранении социального спокойствия. Во все более урбанизированном мире экономические спады не означали, что крестьяне будут умирать с голода в изолированных деревнях, они означали, что разгневанные толпы выйдут с протестами на улицы столицы.

Поэтому правительства все больше стали рассматривать крупнейшие банки своей страны — в каждой стране это обычно был банк, который годами управлял их долговыми обязательствами и служил центральной клиринговой палатой для банковских векселей, — как механизмы поддержания стабильности финансовой системы, а значит, и стабильности экономики в целом. Примером этого тренда может послужить изменение сферы ответственности Банка Англии. Изначально банк был основан для решения бюджетных вопросов правительства, особенно для того, чтобы помогать поддерживать стоимость правительственных долговых бумаг во время

---

36. Банковская система Мексики рассматривается в главах 10 и 11. Обзор российской финансовой системы приведен в Crisp (1967).

#### ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

бесконечных войн страны с Францией. В 1833 году парламент присвоил банкнотам банка статус законного платежного средства — эта мера, несомненно, была способом уполномочить банк выпускать при необходимости банкноты для помощи другим банкам во время финансовой напряженности. К концу XIX века банк стал преимущественно «банком банков», и значительная часть его бизнеса заключалась в выдаче кредитов другим банкам. Со временем он стал выступать в качестве кредитора последней инстанции (см. главу 5). К концу XIX века Банк Англии заработал репутацию банка, эффективно предотвращающего финансовые кризисы.

К концу XX века почти каждая страна в мире восприняла идею создания центрального банка, хотя его конкретные формы отличались от страны к стране. Кроме управления государственными финансами и статуса кредиторов последней инстанции, в XX веке центральные банки приобрели новую роль — управляющих денежно-кредитной политикой. В период действия золотого стандарта способность центральных банков выпускать банкноты и выдавать кредиты для влияния на уровень цен или национальную экономическую активность сдерживалась их обязательством по первому требованию конвертировать банкноты в фиксированное количество золота. Необходимость сохранять «внешний баланс» на валютном рынке при фиксированном обменном курсе не давала центральным банкам активно увеличивать или сокращать количество денег и кредита в их национальных экономиках для преследования целей «внутреннего баланса» стабильной занятости и дохода.

Центральные банки стали играть гораздо более значительные роли в стабилизации экономики после краха международного золотого стандарта во время Великой депрессии. Поскольку валюты разных стран больше не имели фиксированного курса к золоту, бумажные деньги, предложение которых контролировалось центральным банком каждой страны, стали единицей расчетов и средством обмена в каждой отдельной стране. До 1970-х центральные банки в рамках Бреттон-Вудской системы фиксированных обменных курсов пытались сохранить квазизолотой стандарт, привязав курсы

обмена к доллару, а доллар — к золоту, однако эта схема тоже развалилась<sup>37</sup>. Правительства все больше ценили способность заниматься активной монетарной политикой, направленной на увеличение занятости и поддержание социального спокойствия, вместо того чтобы вести пассивную монетарную политику, согласующуюся с сохранением фиксированного международного курса их валюты. Барри Айхенгрин так четко изложил вопрос растущего политического давления на правительства, которое предопределило возросшую важность антиинфляционной монетарной политики, что мы просто воспроизведем здесь его анализ:

Для сохранения фиксированных валютных курсов важнее всего было... защитить правительства от давления, оказываемого с той целью, чтобы оно променяло стабильность валютного курса на достижение других целей. При золотом стандарте XIX века источником такой защиты была изоляция от внутренней политики. Давление, которое оказывалось на правительства XX века в плане подчинения стабильности валютного курса другим целям, не было характерно для мира XIX века. Поскольку право на участие в голосовании было ограниченным, простые работники, которые больше всего страдали в тяжелые периоды, не имели особой возможности возражать против повышения центральным банком процентных ставок, которые были призваны поддерживать курс валюты. Ни профсоюзы, ни парламентские лейбористские партии были еще недостаточно развиты, чтобы рабочие могли настаивать на том, чтобы сохранение валютного курса не мешало преследованию других целей... В XX веке эти обстоятельства изменились... Всеобщее избирательное право для мужчин, расцвет профсоюзов и парламентские лейбористские партии политизировали монетарную и бюджетную политику. Расцвет государства благосостояния и направленность на полную занятость после Второй мировой войны обострили выбор между ву-

---

37. Золотой стандарт (мировой стандарт стоимости валюты) действовал приблизительно с 1821 по 1931 год, хотя и с перебоями. Он не всегда строго соблюдался всеми странами. После Второй мировой войны на смену золотому стандарту пришла Бреттон-Вудская система — двухуровневая система, в которой валюты стран-участников были конвертируемы по отношению к доллару, а доллар был конвертируем по отношению к золоту. Эта система прекратила существовать в начале 1970-х, поскольку на стоимость якорной валюты — доллара — негативно повлияло избыточное количество долларов, выпускаемое США. После краха Бреттон-Вудской системы курсы обмена основных валют стали меняться в зависимости от рыночных условий.

## ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

тренним и внешним балансом. Это изменение... уменьшило доверие к готовности правительства отстаивать валютную привязку<sup>38</sup>.

Отказ от золотого стандарта означал, что решения относительно того, сохранять ли стабильные курсы обмена или добиваться полной занятости, были в руках центрального банка страны, а ни центральный банк, ни правительство не могли позволить себе не обращать внимания на краткосрочные политические издержки высокого уровня безработицы.

Подъем демократии не только создал бумажные деньги при активном управлении центрального банка, он также положил начало новым типам посредничества, которые выполняли специализированные функции в новом государстве благосостояния. Были созданы специальные органы кредитования, которые принадлежали правительству или финансировались им. Они предоставляли кредиты целевым группам получателей, иногда просто принадлежащим к какому-то определенному сектору (сельское хозяйство или жилищное строительство), а иногда обладавшим дополнительными характеристиками (малый бизнес, ветераны, лица со средними доходами). Такое целевое кредитование стало мощным инструментом в руках политиков, пытавшихся заручиться поддержкой определенной группы избирателей.

Все демократические правительства активно пользовались такими инструментами. В США жилищное строительство и сельское хозяйство традиционно были основными секторами, получавшими субсидированные кредиты. Субсидии особенно привлекательны, если их можно предоставлять, не учитывая затраты на них в правительственном бюджете, давая, таким образом, ценные привилегии своим сторонникам, в то время как налогоплательщики и не подозревают о затратах, которые они несут. В главах 6–8 мы прослеживаем политический процесс в США, положивший начало росту финансируемых правительством специализированных банков, которые субсидировали сначала кредиты фермерам, а позднее — кредитование жилищного строительства.

---

38. Eichengreen (2008), 2.

Современные автократии также используют коммерческие банки и специализированные финансовые институты, которые направляют кредиты на определенные цели. Формирование жизнеспособных политических коалиций в автократиях требует противодействия отколовшимся политическим группировкам. Автократы структурируют свои сделки таким образом, чтобы создавать стабильные соглашения о разделе ренты между влиятельными членами их коалиций<sup>39</sup>. Они предоставляют имеющие ценность лицензии коммерческих банков членам коалиции, чтобы формализовать соглашения о разделе ренты. Кроме того, автократы иногда выдают лицензии специализированным банкам, которые предоставляют целевые кредиты под определенные цели, — эта практика еще больше формализует долгосрочные обязательства перед ключевыми членами коалиции, такими как рабочие профсоюзы или фермеры.

## Партнерства и возможности

Давайте вернемся к вопросу, который мы задали в начале этой главы. Почему не может быть государств без лицензируемых банков? Мы считаем, что эволюция государства зависела от партнерства между правителями, торговцами и финансистами. Правителям были необходимы торговцы, чтобы выстроить коммерческие сети, которые связывали государства и в конечном итоге обеспечивали налоговые доходы. Торговцам были необходимы все более эффективные правители во главе все более влиятельных государств, чтобы защищать их торговые маршруты и обеспечивать исполнение их все более сложных контрактов. И торговцам, и правителям были нужны финансисты: торговцы нуждались в них, чтобы создавать финансовые инструменты, необходимые для ведения торговли на расстоянии и управлять ими,

---

39. Хабер, Разо и Маурер (Haber, Razo, and Maurer (2003)) исследуют логику такого типа взаимоотношений и затем демонстрируют, на основе эмпирических данных, как эти взаимоотношения работали в классических случаях. Асемоглу, Егоров и Сонин (Acemoglu, Egorov, and Sonin (2012)) предлагают формальную модель стабильных коалиций при автократии.

ИНСТРУМЕНТЫ ЗАВОЕВАНИЯ И ВЫЖИВАНИЯ

а правители нуждались в них, чтобы они предоставляли им средства, необходимые для ведения войн. Финансисты, в свою очередь, нуждались в государстве, чтобы оно обеспечивало исполнение контрактов, которые они заключали между собой, с торговцами и с иностранными государствами. Различные стимулы этих трех групп уравнивались через ряд ключевых финансовых инноваций, которые были воплощены в лицензируемом банке. Таким образом, мы можем переделать знаменитую фразу Чарльза Тилли «Война создала государство, а государство создало войну» в «Государство создало банки, а банки создали государство»<sup>40</sup>.

---

40. С. Tilly (1975), 42.



## ГЛАВА 4

# Привилегии с обременением: война, империя и монопольная структура английской банковской системы

Мы не живем при демократии и вряд ли когда-либо в этой стране будем жить при демократии.

*Бенджамин Дизраэли,  
британский премьер-министр (1867)*

**Г**ОСТИ современного Лондона не могут не заметить, что он является мировой финансовой столицей. Здесь базируется свыше 500 банков, включая ряд мировых гигантов типа NatWest, HSBC и Barclays. Здесь находится один из самых активных фондовых рынков в мире и некоторые самые старинные и наиболее важные страховые компании, такие как Lloyd's of London. Представительный центральный банк Британии, Банк Англии, с 1694 года беспрерывно осуществляет свою деятельность в Лондоне. В британском финансовом секторе занято 4 из каждых 100 британских работников. В нем создается 10% национального дохода Британии — его доля в десять раз больше, чем доля сельского хозяйства.

Кто-то может сделать вывод, что в Англии всегда была масштабная и сложная банковская система. Кто-то может предположить, что это Англия привела мир к Промышленной революции в конце XVIII века, поскольку банковские кредиты были широко доступны инвесторам и промышленникам. Такие выводы были бы логичными, но неправильными. Банк Англии был монополией, созданной для финансирования правительства, которое тратило больше, чем получало от сбора налогов, и которое поэтому было готово предоставить набор привлекательных привилегий группе финансистов в обмен на кредиты. С 1694 по 1825 год Банк Англии был единственным банком в Англии, которому было разрешено

ПРИВИЛЕГИИ С ОБРЕМЕНЕНИЕМ

использовать форму акционерного общества; все остальные банки были организованы как партнерства и были ограничены по размеру. На них также распространялись законы против ростовщичества, которые мешали им расширять спектр заемщиков: если банк не мог установить новому клиенту более высокую процентную ставку, чтобы компенсировать тот факт, что он недостаточно о нем знает, он вообще отказывал в кредите. Правительство, на которое эти законы против ростовщичества не распространялись, таким образом, могло направить кредит самому себе, а не частному сектору. В Англии произошла индустриализация не потому, что у промышленников было много кредитных денег, а скорее вопреки тому факту, что правительство вполне сознательно ограничивало рост банковской системы, чтобы предоставлять привилегии себе и Банку Англии. Промышленная революция финансировалась из карманов энтузиастов и промышленников, а не с помощью банковских кредитов.

Английская история ограничений, действовавших в финансовом секторе с конца XVII по начало XIX века, была результатом Игры банковских договоренностей, и эта игра поддерживалась военными и имперскими амбициями, которые не были пропорциональны размеру населения страны и ее площади. С 1689 года до поражения Наполеона в 1815 году Англия практически постоянно вела войну с Францией. Британская финансовая система, включая политику выдачи банковских лицензий, была структурирована таким образом, чтобы максимизировать доступ правительства к финансированию военных действий. Короче говоря, Англия была примером того, как лицензируемый банк появился в результате того, что государству нужно было финансировать дарвинистскую борьбу за выживание против государств-соперников.

Такая организация финансов была устойчивой, поскольку до середины XIX века Англия ограничивала избирательное право. Соглашение, которое превратило Банк Англии в монополию в конце XVII века, было возможно, поскольку право участвовать в выборах имело менее 10% населения (наличие этого права определялось критериями собственности и полом). Британия не была примитивной демократией: Славная революция 1688 года создала мощные представительные институ-

ты, которые ограничивали полномочия и свободу действий монарха, особенно в отношении сбора налогов и прав собственности; однако нация все еще была далека от полноценной демократии.

## Славная революция и Игра банковских договоренностей

До 1688 года британские политические и финансовые институты не сильно отличались от других институтов в Западной Европе. Суверенный долг был личным обязательством монарха. Финансовые полномочия правительства были разделенными и неопределенными: доступ короля к некоторым (но не всем) доходам зависел от парламента. Кроме того, монарх мог под угрозой наказания требовать от частных лиц предоставления «принудительных займов». Согласия парламента на это не требовалось. По сути, полномочия собирать налоги и выпускать государственные долговые бумаги были разделены между монархом и парламентом таким образом, что монарх мог решить выпустить долговые бумаги, которые парламент мог решить не погашать. Такая схема была крайне неустойчивой, настолько, что в 1672 году правительство не смогло оплатить свои долги, что привело к мораторию на выплаты и частичному аннулированию обязательств (так называемая остановка казначейства).

Истоки Славной революции 1688 года были больше политическими и религиозными, нежели финансовыми, но она также имела далеко идущие последствия и для финансовой системы. В результате революции был свергнут непопулярный король Англии Яков II, и к власти пришла его дочь Мария со своим мужем и двоюродным братом Вильгельмом Оранским (который после смерти Марии в 1694 году правил один). Причины непопулярности Якова угадать несложно: он был католиком, союзником коррумпированного и чванливого французского короля Людовика XIV, а также непоколебимо верил, что короли — помазанники Бога<sup>1</sup>. Таким образом,

---

1. Детальное описание Славной революции и ее последствий можно найти у Pincus (2009).

## ПРИВИЛЕГИИ С ОБРЕМЕНЕНИЕМ

Славную революцию следует рассматривать как атаку на абсолютную власть монарха в ее самом широком смысле. Истоки этой атаки восходят, по крайней мере, ко времени казни Карла I (отца Якова II) в 1649 году. А ее кульминацией стала гражданская война, в результате которой был свергнут Яков II. Появившиеся в результате ограничения абсолютной власти суверена были воплощены в конституционных изменениях в 1689 году, когда были приняты английский Билль о правах, Закон о веротерпимости и Закон о мятежах, обязавшие монарха уважать законы, принятые парламентом. Славная революция также сделала судебную систему независимой от монархии.

Отправка Якова II в ссылку (ко двору его кузена Людовика XIV) и укрепление власти парламента над королем полностью трансформировали правила, управляющие финансами Англии. При новом режиме, который уже практически действовал к 1697 году, король не мог собирать налоги или совершать заимствования без согласия парламента<sup>2</sup>. Суверенный долг больше не был обязательством монарха, он был обязательством нации. Более того, политическая система предполагала, что парламента вряд ли решится объявлять дефолт по задолженности, поскольку многие члены парламента были держателями правительственных долговых обязательств или имели долю в предприятиях, которые владели правительственными долговыми бумагами. Парламент также решал, на какие цели могут тратиться налоговые доходы, выводя некоторые средства из-под контроля суверена и следя за другими расходами<sup>3</sup>.

Славная революция также имела далеко идущие последствия и за рубежом. Способность монарха соби-

---

2. Dickson (1967), 48–73.

3. Основной аргумент был выдвинут Нортом и Вайнгастом (North and Weingast (1989) и Weingast (1997)). Детали этой истории обсуждаются в работах Stasavage (2002, 2003, 2007); Pincus (2009), 366–399; Sussman and Yafeh (2006); Robinson (2006) и Murphy (2009), 53–65. Хотя имеют место некоторые разногласия относительно того, как оценивать успех финансовой революции в Англии, политический механизм, через который она была реализована, и точные сроки повышения доверия рынка к кредитоспособности суверена — все сходятся на том, что изменения, благодаря которым Англия завоевала репутацию страны с устойчивыми государственными финансами, были практически завершены к 1720-м. Также см. Plumb (1967).

рать налоги и производить расходы, возможно, и была ограничена, но власть монарха сохранилась во всех других аспектах деятельности государства, и в частности в международных делах. Амбиции Англии и военные союзы существенно изменились. Яков II был врагом Голландской республики и близким союзником Франции преимущественно по религиозным причинам — голландцы все же были протестантами, а Яков II был католиком. Новый король и королева — Вильгельм и Мария — были протестантами. Более того, Вильгельм был голландцем. Таким образом, Славная революция положила конец вражде между Англией и Голландской республикой и привела к дорогостоящему военному конфликту между Англией и Францией. В этот список можно включить войну короля Вильгельма (1689–1697), войну за испанское наследство (1702–1714), войну за австрийское наследство (1740–1748), Семилетнюю войну (которая на самом деле продолжалась девять лет, с 1754 по 1763 год), войну за независимость (1775–1783), французские революционные войны (1793–1802) и наполеоновские войны (1803–1815)<sup>4</sup>.

Основной проблемой, с которой столкнулось новое правительство Англии, стало не отсутствие поддержки населением войны против Людовика XIV, а скорее проблема создания современного государства, которое могло как воплотить новую концепцию конституционной монархии, так и предоставить финансовые средства для оплаты огромных затрат на защиту этой новой концепции в современной Европе. Людовика XIV презирали в Англии, поскольку он был классическим образцом абсолютного монарха (что резюмирует его знаменитое высказывание «Государство — это я»), у которого были вполне определенные амбиции распространить свою власть и на другие европейские страны. Призывая

---

4. Это изменение было не просто отражением предпочтений Вильгельма и Марии. Как сказал один из выдающихся историков Славной революции: «К концу 1688 года было понятно, что большинство политиков склонялось к противостоянию растущему влиянию Франции силой оружия. Вильгельму не пришлось навязывать нации свою иностранную политику. Англия решила поддержать Вильгельма Оранского в 1688 и 1689 годах именно потому, что он был настроен вести долгожданную войну против Людовика XIV». Pincus (2009), 337.

ПРИВИЛЕГИИ С ОБРЕМЕНЕНИЕМ

к войне с Людовиком XIV, палата общин описала его как «возмутителя спокойствия и общего врага всего христианского мира»<sup>5</sup>. Перед правительством Англии стоял вопрос — как финансировать эту войну? Войны больше не выигрывались смелыми принцами, возглавляющими рыцарей на конях; это были войны на изнурение противника, в которых победу одерживала та сторона, которая смогла мобилизовать больше людей и денег<sup>6</sup>. Новая война с Францией привела к немедленному скачку государственных расходов, которые увеличились примерно с 4 млн фунтов стерлингов в год в 1688 году до в среднем 6 млн фунтов стерлингов или более в год в период с 1688 по 1720 год<sup>7</sup>. Расходы росли с каждым новым раундом войны. Как отметил один деятель того времени: «Никогда ранее не было таких огромных долгов по акциям, таможенным сборам, векселям и облигациям. Все расходы выросли до непомерных величин... У нас были все симптомы приближающегося банкротства государства и разорившихся людей»<sup>8</sup>.

Поскольку у Вильгельма были трудности с финансированием дорогостоящих войн против Людовика XIV, он должен был быть открыт новым идеям. Он мог повысить налоги, что он и сделал, но в краткосрочной перспективе никакое правительство не может выжать из экономики много дополнительных налогов<sup>9</sup>. У него также было любопытное преимущество в связи с тем, что он был конституционным монархом, а не абсолютным: тот факт, что он не мог объявить дефолт по своим долговым обязательствам без согласия парламента, придавало его обещаниям сделать выплаты больше веса, чем они могли бы иметь в иных обстоятельствах. Тем не менее ему надо было вводить инновации и экспериментировать, если он собирался сделать заимствования, достаточные для победы над Францией. Поэтому он решил попро-

---

5. Pincus (2009), 340.

6. C. Tilly (1990); Temin and Voth (2013).

7. Temin and Voth (2013), 29. Расходы продолжали расти с 1720 по 1800 год, достигнув максимума свыше 100 млн фунтов стерлингов в год во время наполеоновских войн.

8. Из Haynes (1700), цитата приведена в Cunningham (1907), 440 п. 3.

9. Налоговое бремя на душу населения в Англии выросло в четыре раза в период с 1688 по 1787 год. Temin and Voth (2013), ch. 2.

бовать использовать лотерею для привлечения средств. В рамках Million Adventure Lottery в 1694 году было продано 100 000 лотерейных билетов за 10 фунтов стерлингов каждый, которые обещали всем держателям билета 1 фунт стерлингов процентного дохода в год; также разыгрывалось 2500 призов. В отличие от частных заимствований, в которых процентные ставки были ограничены 6% (согласно закону против ростовщичества), лотерея позволяла монарху платить более высокие ставки кредиторам. Однако даже этого шага было далеко не достаточно, чтобы решить все финансовые проблемы Вильгельма. Ему были нужны не только дополнительные средства для новых расходов, ему необходимо было отсрочить даты погашения своих долгов. Это было сложной задачей: ему надо было найти способ привлечь людей к покупке долгосрочных долговых бумаг, при этом не платя по ним высокие процентные ставки.

### Банк Англии как монопольный кредитор правительства

Решение, которое нашли Вильгельм и парламент, заключалось в учреждении в 1694 году Банка Англии как акционерной компании с ограниченной ответственностью. Это был не первый раз, когда британское правительство создало компанию с государственной лицензией. Оно использовало такие компании в течение XVII века, чтобы заключать субподряды на работу по построению империи, допуская существование монопольных предприятий, таких как Ост-Индская компания (в 1600 году), в обмен на платежи правительству. Однако это был первый раз, когда правительство выдало лицензию предприятию, чьей единственной задачей было кредитование самого правительства: в соответствии с учредительными документами банк предоставил правительству кредит в размере 1,2 млн фунтов стерлингов по ставке 8% (сравните с 10%, которые правительство в том же году заплатило по лотерее Million Adventure Lottery). Кредит мог быть погашен после 1705 года; но если бы он был погашен на тот момент, Банк Англии был бы ликвидирован, а его лицензия — аннулирована. По сути, правительство

ПРИВИЛЕГИИ С ОБРЕМЕНЕНИЕМ

предоставило банку право выпускать банкноты, обеспеченные оплаченным капиталом его акционеров, а банк затем предоставлял эти деньги правительству под определенный процент. Это означало, что подписчики на акции Банка Англии косвенно приобретали суверенный долг (единственный изначальный актив банка), а также «опцион на стоимость акций», поскольку устав банка позволял ему заниматься другими прибыльными видами деятельности в будущем, если бы его лицензия не была аннулирована.

Учредителями банка были влиятельные члены либеральной партии, и либералы провели закон о выдаче лицензии Банку Англии через парламент, несмотря на возражения оппозиционных тори. Им немало помог тот факт, что финансовая ситуация правительства была безнадежной. Как отметил Уинстон Черчилль, описывая этот период, «английским войскам, ведущим войну на Европейском континенте, платили нерегулярно. Резервы золота быстро истощались, и английские финансовые агенты опасались полного краха»<sup>10</sup>.

Успех правительства в получении кредитных ресурсов в результате создания Банка Англии вдохновил его на дальнейшие эксперименты. В 1695 году парламент выдал банковскую лицензию Million Bank. Это предприятие покупало и объединяло билеты лотереи Million Adventure Lottery от 1694 года, делая, таким образом, эти билеты более ликвидными, снижая риск их дефолта и позволяя инвесторам получить некоторые преимущества диверсификации (объединяя в пул билеты, имевшие вероятность выигрыша дополнительных призов лотереи). В 1696 году парламентским тори, выступавшим против выдачи лицензии Банку Англии, удалось выдать лицензию компании-конкуренту, Land Bank, которая должна была выдавать кредиты правительству по ставке 7%. Однако это предприятие так и не стало серьезным

---

10. Churchill (1998), 388. Однако основание Банка Англии было неизбежным шагом. Цели этих двух доминирующих политических партий (виги и тори) в отношении Славной революции никогда не были одинаковыми, и, после того как боевые действия завершились, обнаружилось их глубокие политические разногласия. Если бы тори не потеряли власть в 1693 году, они бы, возможно, заблокировали создание Банка Англии (или подобного института). См. Pincus (2009).



соперником Банка Англии, поскольку его учредителям не удалось привлечь достаточно капитала. В 1697 году правительство попыталось привлечь дополнительные средства при помощи лотереи — так называемая Malt Lottery, — однако эта попытка не имела большого успеха<sup>11</sup>. Это заставило правительство вновь обратиться за помощью к Банку Англии чуть позже, чтобы избежать дефолта по краткосрочным правительственным долговым обязательствам. Банк согласился позволить держателям долговых обязательства конвертировать их в акции Банка Англии.

В обмен на эту поддержку правительство предоставило банку право увеличить его капитал и предоставило ему монополию в своей отрасли. Закон от 1697 года, предоставляющий эту монополию, был очень определенным: «Ни один другой банк, корпорация, общество, содружество, компания или учреждение, приравняемое к банку, не должно быть учреждено, разрешено или поощряться актом парламента». Этот закон также изменил статус акций Банка Англии — они перестали приравниваться к недвижимости и стали считаться личной собственностью, таким образом, с них не нужно было платить налоги<sup>12</sup>.

Последующие попытки небанковских предприятий заняться банковскими операциями привели к еще более жестким формулировкам в законе от 1708 года, который конкретно изложил полномочия Банка Англии

---

11. В 1690-х продумывались различные другие банковские схемы, включая такие, которые предусматривали значительное расширение выдачи банковских лицензий, что должно было увеличить объемы торговли в Англии. Самой замысловатой из этих схем было предложение Роберта Мюррея от 1696 года, озаглавленное «Предложение для Национального банка» (“A Proposal for a National Bank”). Мюррей самостоятельно разработал несколько схем учреждения банков. Он восхищался голландским Wisselbank, который он описывал как «несравненный, самый лучший и великий в мире». Он предусматривал выдачу нескольких банковских лицензий, чтобы увеличить предложение кредита для поддержки рынка векселей. Многие другие внесли похожие предложения о создании коммерчески направленной и децентрализованной банковской системы в Англии. Хотя некоторые эти идеи в какой-то степени воплотились в реальность с созданием частных банков, предложения о выдаче лицензий были отвергнуты парламентом. Обзор этих предложений см. у Richards (1958), 100–131.

12. Broz and Grossman (2004), 48–72.

#### ПРИВИЛЕГИИ С ОБРЕМЕНЕНИЕМ

и запретил любым другим акционерным обществам заниматься банковской деятельностью. Другие банки могли существовать, но они должны были быть организованы в форме партнерств, численность которых была ограничена шестью членами. Эти меры дали Банку Англии безусловную монополию банковской деятельности акционерных обществ: любому банку-конкуренту пришлось бы довольствоваться очень малыми масштабами деятельности. Закон 1708 года, который продлил лицензию Банка Англии до 1732 года, предусматривал беспроцентный кредит правительству в размере 400 000 фунтов стерлингов<sup>13</sup>.

Правительство и Банк Англии продолжали организовывать такое «кредитование в обмен на ренту» на протяжении всего XVIII и в начале XIX века. Как показали Лоуренс Броз и Ричард Гроссман, лицензия банка продлевалась девять раз в период с 1694 по 1844 год, и каждое продление обычно сопровождалось кредитом правительству от банка под очень низкие или нулевые процентные ставки. Лицензия 1764 года сопровождалась подарком правительству в размере 10 000 фунтов стерлингов в дополнение к кредиту, выданному под ставку всего 3%. Лицензия 1800 года, выданная в разгар французских революционных войн, сопровождалась беспроцентным кредитом правительству в сумме 3 млн фунтов стерлингов. Эти специальные кредиты, предоставляемые после продления лицензии, были дополнением к регулярным кредитам правительству от банка<sup>14</sup>.

Учреждение Банка Англии сократило финансовые затраты монархии за счет четырех факторов. Первое, стоимость заимствований была ниже, поскольку король вряд ли перестал бы платить по долгам своим друзьям и ключевым сторонникам в парламенте, которые контролировали банк. Во-вторых, правительственная задолженность перед Банком Англии была структурирована как долгосрочные обязательства. Это значило не только, что правительство избегало неопределенности, связанной с постоянным рефинансированием краткосрочных долгов с помощью кредитов, имеющих более

13. Richards (1958), 146–147; Broz and Grossman (2004), 57.

14. Broz and Grossman (2004), 52, 57.

длинные сроки погашения, но также и то, что сумма самого кредита не уменьшалась — она должна была быть выплачена, только если банковская лицензия не была бы продлена. В-третьих, особые привилегии Банка Англии были своего рода нематериальным активом, который увеличивал чистую стоимость его активов, что снижало для него стоимость привлечения средств и позволяло передавать часть этих сэкономленных средств правительству. В-четвертых, в отличие от предыдущей мешанины долговых обязательств, акции Банка Англии были однородным, бессрочным и свободно обращающимся финансовым инструментом. Поэтому они были более ликвидными, чем существовавшие до этого неоднородные краткосрочные долговые обязательства, выпускаемые монархом, и эта более высокая ликвидность, сокращая неопределенность держателей долга, уменьшала проценты, которые они хотели получать<sup>15</sup>.

Финансовые потребности правительства были бесконечными. Кроме сделок с Банком Англии оно также привлекало деньги за счет проведения лотерей и обмена других типов небанковских корпоративных лицензий на кредиты. Например, в 1698 году оно зарегистрировало вторую компанию, имеющую лицензию на ведение торговли с Ост-Индией (кроме Ост-Индской компании), — *English Company Trading to the East Indies*. Она получила эту лицензию только после того, как пообещала правительству предоставить кредит в размере 2 млн фунтов стерлингов по ставке 8%. Регистрация парламентом некоторых акционерных обществ фактически представляла собой слегка замаскированный способ разместить государственные долговые бумаги, минуя Банк Англии, где доминировали виги. Например, в 1711 году парламент разрешил группе финансистов, связанных с доминирующей в то время Консервативной партией, основать Компанию Южных морей (*South Sea Company*). Эта компания получила монопольное право на торговлю с Южной Америкой в обмен на покупку компанией

---

15. При выпуске неликвидного финансового инструмента эмитент должен платить его держателям больше, чем он платил бы по ликвидному финансовому инструменту (поскольку ликвидный инструмент предлагает дополнительные преимущества держателям). См. Quinn (2008).

ПРИВИЛЕГИИ С ОБРЕМЕНЕНИЕМ

правительственного долга: покупатели могли приобретать акции компании одновременно с правительственными долговыми обязательствами. К 1720 году доля государственного долга Англии, принадлежащая Банку Англии, Компании Южных морей и Ост-Индской компании, превысила 70%.

Однако существовали пределы того, как далеко могло зайти правительство, добиваясь соглашений о замене долговых обязательств на акции<sup>16</sup> или кредитов под нулевые процентные ставки от акционерных компаний, которые вели бизнес преимущественно для получения прибыли, а не для субсидирования правительства. Например, после войны за австрийское наследство (1740–1748) Ост-Индская компания и Компания Южных морей отказали правительству в просьбе еще раз заменить долговые обязательства на акции. Банк Англии уступил давлению. Однако, выплачивая в течение трех десятков лет проценты по своим долговым обязательствам, правительство завоевало у населения репутацию надежного заемщика (этот факт отразили процентные ставки, которые упали с 8% в 1690-х гг. до приблизительно 5% в 1720-х гг.). Поэтому правительство начало размещать долгосрочные обязательства среди населения напрямую, выпустив новый долговой инструмент, отзывной консолидированный бессрочный аннуитет (консоль). По консолям их держателю бессрочно выплачивался фиксированный процент от их номинальной стоимости, но они предусматривали право правительства выкупить долг по его номинальной стоимости в любой момент времени (позволяя, таким образом, рефинансировать задолженность, если процентные ставки падали)<sup>17</sup>. Даже после появления такой инновации, как консоль, Банк Англии оставался важным источни-

---

16. Речь идет о таком финансовом инструменте, как долговой своп (debt – equity swap). — *Прим. науч. ред.*

17. Хотя консоли воплощают подразумеваемое право эмитента на погашение и эта опция, при прочих равных условиях, повышает их рыночные процентные ставки, опция погашения также имеет другие последствия, которые могут снизить процентные ставки. В частности, давая себе право на погашение, правительство создало для самого себя стимул хорошо управлять своими финансами, поскольку оно выигрывало от снижения своего риска дефолта.

ком правительственных финансов, особенно когда потребности правительства в долговом финансировании возрастали, как это случилось в период наполеоновских войн.

Для современных читателей эти схемы «кредитов за ренту» могут напоминать коррупцию и кумовство. Чиновники Банка Англии регулярно выплачивали бонусы чиновникам казначейства, чтобы выразить свою признательность за особые деловые отношения. Однако такие схемы, несомненно, в чистом итоге были выгодны государству: Англии, в отличие от Голландии и Франции, удалось избежать дефолтов по своим долгам в конце XVII и в XVIII веке. Вследствие этого британское правительство могло заимствовать больше, чем его соперники, и по более низким процентным ставкам, поэтому оно одерживало победы в морских баталиях и на полях сражения. Когда после окончания наполеоновских войн в 1815 году пыль немного улеглась, осталась только одна мировая держава: Британия. Франция была повержена и никогда больше не угрожала Британии.

### Финансовая «репрессия» во время Промышленной революции

Вполне естественно пытаться установить связь между взрывным ростом Банка Англии и других акционерных компаний и Промышленной революцией в Британии в конце XVIII и начале XIX века. Однако историки английской экономики в большинстве своем пришли к противоположному выводу: Промышленная революция произошла вопреки революции в государственных финансах, а не благодаря ей. Банк Англии использовал свои ресурсы для обслуживания правительственных нужд в XVIII и начале XIX века. Эти потребности стали особенно острыми во время наполеоновских войн: в конечном итоге сильная зависимость правительства от банка привела к длительному перерыву в конвертируемости банкнот Банка Англии в металлические деньги<sup>18</sup>.

---

18. См. Cannan (1925) and Hayek (1939).

ПРИВИЛЕГИИ С ОБРЕМЕНЕНИЕМ

Частный бизнес Банка Англии в XVIII веке состоял из трех основных направлений деятельности. Во-первых, для фондирования своей деятельности, в дополнение к продаже акций, он выпускал бумажные деньги в форме банкнот, которые циркулировали как средство платежа. Эти банкноты изначально не получили статуса законного платежного средства, а представляли собой скорее задолженность банка, конвертируемую в звонкую монету по первому требованию. Во-вторых, банк принимал депозиты от состоятельных граждан и коммерческих предприятий. В-третьих, кроме покупки правительственного долга, банк занимался дисконтированием векселей для лондонских торговцев, то есть покупал векселя с дисконтом к их номинальной стоимости (сумма, которая должна быть уплачена по условию векселя). В меньшей степени банк также дисконтировал долговые расписки и выдавал «авансы» (кредиты), однако клиентов, пользующихся этими услугами, было мало. Даже уже в 1800–1815 годах (самые ранние даты, по которым имеется статистика), число частных клиентов, векселя которых могли дисконтировать Банком, никогда не превышало 1400 человек<sup>19</sup>; за более ранние периоды эти цифры, скорее всего, были еще меньше. Экономический историк Рондо Камерон, резюмируя свидетельства о деятельности Банка Англии, коротко, если не безжалостно, сказал: «Банк Англии заслуживает приоритетного статуса [в банковской истории Англии] только из-за его политического влияния и правового положения. Его создание стало результатом острой потребности правительства в деньгах и желания сторонников создания банка получить прибыль за счет спекуляций и монополии. Так был создан паттерн для формирования национальных банков (которые позже стали называться центральными банками) в других странах, но вклад Банка Англии в финансирование промышленности был ничтожным, если не сказать отрицательным»<sup>20</sup>.

Конечно же, в Лондоне и в менее крупных английских городах были и другие частные банки. Они назывались

---

19. Cameron (1967a), 21.

20. Ibid., 20. Также см. Bowen (1995).

«банки золотых дел мастеров» (goldsmith banks — в силу своего происхождения) в Лондоне и «провинциальные банки» в остальных городах. Они начали развиваться в XVI веке, поскольку у Лондона появились связи с мировыми рынками в Антверпене и других городах Европы<sup>21</sup>. Они в основном занимались дисконтированием векселей, хотя принимали также депозиты, выдавали кредиты и выступали посредниками на рынках ценных бумаг. Хотя большому количеству банков золотых дел мастеров пришлось выйти из бизнеса в результате приостановки выплат по госдолгу в 1672 году, многие продолжали работать в XVIII и XIX веках, а многие существуют и по сей день.

Законы, которые правительство ввело для финансирования своей собственной деятельности, сдерживали рост этих банков, а значит, и размеры кредитов, которые они могли мобилизовать для промышленности. С 1697 по 1825 год деятельность частных английских банков была ограничена в нескольких важных аспектах. Во-первых, поскольку Банк Англии был единственным банком, который мог законно существовать в форме акционерной компании, ни одно другое зарегистрированное акционерное общество (такое как Ост-Индская компания или Компания Южных морей) не могло функционировать как банк. Это ограничение также значило, что компания золотых дел мастеров, предоставляющая банковские услуги, не могла привлечь достаточно акционерного капитала на открытом рынке: она должна была быть организована как индивидуальное частное предприятие или партнерство. Во-вторых, закон от 1708 года, который ограничивал численность банковских партнеров шестью членами, серьезно лимитировал размер капиталов таких банков. В-третьих, Банку Англии была

---

21. Разница между золотых дел мастером и банкиром была несущественной. Золотых дел мастера выступали как менялы. Купцы, которые обычно аккумулировали запасы золота, использовали подвалы золотых дел мастеров для хранения своих запасов, которые золотых дел мастера могли сдавать в аренду под процент. Банкиры — золотых дел мастера стали очень активно развиваться после 1640 года, когда Карл I реквизирует золото, которое купцы поместили на хранение в Королевский монетный двор. После этого купцы стали хранить свои запасы золота не на Королевском монетном дворе, а у золотых дел мастеров. Richards (1958).

ПРИВИЛЕГИИ С ОБРЕМЕНЕНИЕМ

предоставлена монополия на выпуск банкнот в Лондоне и за его пределами, и ему было позволено вытеснять даже нелондонские банки с рынка банкнот, парламентские акты ограничивали их права выпускать мелкие банкноты<sup>22</sup>. Банкноты являются источником банковского фондирования, который не приносит проценты: таким образом, эксклюзивное право на выпуск бумажной валюты давало Банку Англии доступ к дешевому фондированию, которое было недоступно другим банкам, что увеличивало его прибыль и создавало для него существенное преимущество перед соперниками<sup>23</sup>.

Правительство дало эти привилегии Банку Англии, чтобы направить кредитные ресурсы на нужды правительства и гарантировать, что банки будут делиться преимуществами, которые они получали от этого регулирования, с правительством. Еще одним правилом, которое положительно сказалось на способности правительства привлекать средства как от Банка Англии, так и от других кредиторов, был закон против ростовщичества (устанавливающий лимиты на проценты по кредитам). До 1714 года проценты по частным долгам не могли превышать 6%. После 1714 года этот лимит был снижен до 5%. Эта предельная ставка не была изменена до 1833 года<sup>24</sup>. Поскольку на правительственные

---

22. В 1759 году минимальный номинал банкноты, разрешенный для Банка Англии, был снижен с 20 до 10 фунтов стерлингов. Затем в 1793 году этот номинал был снижен уже до 5 фунтов стерлингов. В течение того же периода правительство поставило в сложное положение провинциальные банки: в 1775 году новый закон установил минимальный номинал для банкнот провинциальных банков на уровне 1 фунта стерлингов, а в 1777 году этот лимит был поднят до 5 фунтов стерлингов.

23. Тот факт, что некоторые провинциальные банки все же делали акцент на промышленных кредитах (см. Pressnell [1956], 19–36; Brunt [2006]), говорит о том, что дефицит промышленного финансирования возник не от нежелания предоставлять кредиты, а скорее от ограничений на способность их предоставления. Также важно отметить, что, несмотря на отмеченные здесь ограничения, многие важные инфраструктурные проекты — платные дороги, каналы, системы водоснабжения и порты — успешно финансировались во время Промышленной революции (см. Pressnell [1956], 372–400). Обзор правовых средств поддержки корпоративных форм, которые облегчили такие проекты, см. у Nagis (2000).

24. В 1833 году краткосрочные векселя освободили от этих ограничений — этот шаг де-факто отменил законы о ростовщичестве. Формально отмена произошла в 1864 году (Temin and Voth [2013]).



долги, включая бессрочные долги монарха перед Банком Англии, не распространялся этот лимит по ставке, у всех кредиторов были весомые основания стремиться выдавать кредиты правительству, а не частным заемщикам<sup>25</sup>. Потолок по процентной ставке на уровне 5% создал мощный антистимул для банков выдавать кредиты новым, а значит, более рискованным промышленным предприятиям. Ученые рассчитали процентные ставки по низкорискованному рынку межбанковских векселей и обнаружили, что эти ставки обычно были примерно на 2 процентных пункта ниже 5%, а иногда приближались к потолку в 5%<sup>26</sup>. Таким образом, предельные ставки обычно не были ограничением по низкорискованному коммерческому финансированию, но они были эффективным препятствием для «невывержанных кредитов»<sup>27</sup> (кредитов более рискованным индустриальным заемщикам, которые характеризовались более высоким риском дефолта), если только этим заемщикам не удавалось обойти закон о ростовщичестве<sup>28</sup>.

---

25. Согласно Темину и Воту (Temin and Voth ([2013], 74)) облигации не попадали под закон о ростовщичестве, поскольку «правительство всегда могло выпускать облигации по курсу ниже номинала». Хотя это и правда, обязательной характеристикой облигаций, которая освобождала их от ограничений по закону о ростовщичестве, было то, что доход по основной части долга либо не учитывался, либо был не гарантированным. Мунро пишет, что «когда мы осознаем, что в 1693 году, вскоре после Славной революции, монарх был вынужден заимствовать средства под 14% для финансирования войн Вильгельма III с французским Людовиком XIV, мы можем лучше понять важность аннуитетов, которые, несомненно, были полностью освобождены от действия закона о ростовщичестве». Однако чтобы на них распространялось действие этого закона, облигациям не нужно было представлять собой чистый аннуитет, если прибыль по основной части долга не была гарантированной по договору. Полное описание правовой истории английского закона о ростовщичестве за этот период можно найти в работе Кэмпбелла (Campbell (1928)).

26. Flandreau et al. (2009); Jobst and Nogues-Marco (2013).

27. Использован термин «unseason credit». Речь идет о заемщиках, у которых нет положительной кредитной истории. По-видимому, термин используется по аналогии с винами, которые не завершили стадию созревания. — *Прим. науч. ред.*

28. Некоторые ученые сомневаются, что именно установленные законом предельные ставки сдерживали рынок. Кэмпбелл (Campbell (1928)) указывает на то, что за счет структурирования схем заимствования таким образом, чтобы придать им некоторые черты аннуитета, заемщики могли избежать закона о ростовщичестве. Кроме того, нежелательных эффектов этих характеристик можно было избежать, объединив долго-

ПРИВИЛЕГИИ С ОБРЕМЕНЕНИЕМ

Политизированный характер Банка Англии означал, что, несмотря на его огромный размер, он мало что делал для того, чтобы связать сотни мелких провинциальных банков и банков золотых дел мастеров во что-то хоть отдаленно напоминающее сеть. Эта структура излишне увеличивала затраты на расчетные операции и количество неработающих денежных средств, которые банкам приходилось держать<sup>29</sup>. Население, несомненно, использовало эти банкноты, и банк финансировал торговлю через рынок векселей. Однако частные банки не проводили вексельные расчеты через Банк Англии, вместо этого они использовали гораздо менее эффективную технологию: они проводили расчеты по векселям через двусторонний обмен до 1773 года, когда они организовали клиринговый центр, который не предусматривал участия Банка Англии. Межбанковские счета в Банке Англии стали способом многосторонних расчетов по банковским чекам только в 1854 году<sup>30</sup>.

---

вой контракт с характеристиками аннуитета с контрактом по страхованию жизни. Такая форма, которую можно было назвать «арбитраж на аннуитете», использовалась, согласно Кэмпбеллу (Campbell (1928)), многими частными заемщиками, чтобы избежать ограничений закона о ростовщичестве. Также вероятно, что участники рынка договаривались скрывать выплаты, которые превышали лимиты закона о ростовщичестве. Еще одним способом уклонения от этого закона был «сухой» обмен — метод использования двух векселей, которые конвертировали сумму в фунтах стерлингов сегодня в иностранную валюту в будущем и конвертировали иностранную валюту в будущем обратно в фунты стерлингов. Однако наказание за обход закона таким способом было достаточно суровым. Заемщики, таким образом, могли использовать угрозу сообщить о таких схемах, как способ сокращения процентных платежей до ставок, соответствующих предельным ставкам. Темин и Вот (Temin and Voth (2013)) приходят к выводу, что банкиры соблюдали предельные ставки; они отмечают, что в периоды повышения процентных ставок кредитование банкирами — золотых дел мастерами сокращалось, предполагая, что предельные ставки были обязательными при предоставлении кредитов.

29. Увеличение запасов свободных денежных средств было необходимо по двум причинам. Во-первых, отсутствие сетевого клиринга означало, что банкам понадобится больше денежных средств, чтобы исполнять физический двусторонний клиринг их требований. Во-вторых, отсутствие централизованного клиринга ограничивало способности банков помогать друг другу, свободно предоставляя ликвидность во время кризисов (как это делали банки в других странах — см. главу 6), что требовало от банков самим страховать себя от кризисов ликвидности, создавая более значительные запасы наличных денежных средств.

30. Matthews (1921), 35–36.

Банк Англии не был против сделок с частными банками, скорее частные банкиры считали Банк Англии слишком политизированной структурой. Использование Банка Англии в качестве центрального клирингового агента создавало бы значительные финансовые риски, поскольку у него на балансе было много суверенного долга. Связи Банка Англии с монархом рассматривались частными банкирами как несколько попохаивающие кумовством: два этих института и их агенты свободно обменивались привилегиями. Как отметил один комментатор XIX века: «Институт, ценные права которого настолько зависели от действующего правительства, был мало способен, как заметил г-н Рикардо, противостоять уговорам министров»<sup>31</sup>. Практика банка по выплате бонусов чиновникам казначейства не прекращалась до 1797 года, когда ей положил конец премьер-министр Уильям Питт.

Эта ситуация означала, что предложение банковского кредита для частного сектора было достаточно низким в XVIII и начале XIX века, именно в тот период, когда он мог стимулировать экономический рост, возможный благодаря индустриализации. Дефицит кредита помогает объяснить озадачивающее несоответствие между мощным технологическим прогрессом, который наблюдался в Англии с 1750 по 1840 год, и в целом вялым экономическим ростом в тот же период. Несмотря на высокую прибыльность инвестиций, отсутствие кредита означало, что производственная фирма, основанная энтузиастом или изобретателем, могла расти лишь с той скоростью, с которой владелец мог реинвестировать прибыль<sup>32</sup>.

Можно было бы предположить, что английские энтузиасты, изобретатели и промышленники могли использовать предложения акций, чтобы обойти регуляторные ограничения на кредитование, но парламент сделал так, чтобы эти ворота тоже были закрыты на замок. Закон о дутых компаниях (The Bubble Act) от 1720 года был принят по просьбе Компании Южных морей как способ предотвращения возникновения компаний-конку-

---

31. Комментатор — Арбутнот, в 1858 г., процитированный в Schuster (1923), 10–11.

32. Temin and Voth (2013).

#### ПРИВИЛЕГИИ С ОБРЕМЕНЕНИЕМ

рентов за счет выпуска ими акций. Закон предусматривал регистрацию для двух новых компаний и запрещал всем компаниям выпускать трансферабельные акции или расширять бизнес в те сферы, которые не были ясно прописаны в их уставах, без явного согласия парламента или монарха. Закон о дутых компаниях был отменен только в 1825-м — в том самом году, когда парламент наконец начал ослаблять монополию Банка Англии<sup>33</sup>.

В результате английские промышленники, как и другие заемщики, которых банки считали рискованными, испытывали сильный дефицит в средствах. Сбережения перенаправлялись от частных вкладчиков на государственные нужды путем регулирования банков и рынка ценных бумаг. Питер Темин и Ханс-Йоахим Вот в своем детальном исследовании английских банкиров — золотых дел мастеров, так резюмируют этот момент: «Какими бы полезными ни были финансы для экономического роста в других контекстах, наше исследование показывает, что английская финансовая революция в государственных заимствованиях сопровождалась действиями правительства, которые в период промышленной революции тормозили экономический рост»<sup>34</sup>.

### Пусть получают инфляцию: Банк Англии и наполеоновские войны

Затянувшаяся и дорогостоящая война с Францией, продолжавшаяся с 1793 по 1815 год, фундаментальным образом изменила характер партнерства между Банком Англии и британским правительством. До 1790-х банк, по сути, имел право на монопольную деятельность, но был обязан периодически предоставлять кредиты правительству. Эти кредиты выдавались выпускаемыми банком банкнотами, обеспеченными его капиталом и конвертируемыми по запросу их пользователями (бри-

---

33. Хотя некоторые ученые утверждают, что выпуск акций фактически сдерживался и до Закона о дутых компаниях, почти все сходятся на том, что он совсем прекратился в 1720 году и что отмена Закона о дутых компаниях в 1825 году привела к мгновенному взрывному росту учреждения компаний и выпуску акций.

34. Temin and Voth (2013), 6.

танским населением) в золотые монеты<sup>35</sup>. Французские революционные и наполеоновские войны требовали пересмотра роли банка в государственных финансах. Эти войны были не похожи на те, которые британцы вели ранее, поскольку Франция ввела очень важную инновацию: всеобщую мобилизацию населения — обязательную воинскую повинность для всех лиц мужского пола<sup>36</sup>.

Британия теперь должна была вести беспрецедентно масштабные войны, а значит, и мобилизовывать гораздо больше финансовых ресурсов, чем раньше. Кроме поддержания в боевом состоянии самого большого флота в мире и мобилизации армии численностью около 220 000 человек, британское правительство также финансировало и армии многих союзников — это предприятие называют Золотой кавалерией Святого Георгия (Golden Cavalry of Saint George, поскольку на золотой британской монете (гинее) был изображен Святой Георгий — покровитель Англии).

Правительству также пришлось снижать опасения, что война, стимулируя сокращение торговли, сделает многих британских торговцев неплатежеспособными и, таким образом, спровоцирует банковскую панику. Поэтому, когда правительство, оставшееся почти без средств, вступило в войну против Франции в 1793 году, ему также пришлось взять на себя обязательство предоставить 5 млн фунтов стерлингов в форме векселей казначейства британским купцам. На деле пришлось выпустить толь-

---

35. Люди могли приносить на монетный двор для чеканки монет либо золото, либо серебро, однако, учитывая установленный монетный паритет, люди приносили только слитковое золото — сравнительно переоцененный металл. Золотой фунт содержал 123,25 гран 22-каратного золота.

36. До того как Франция в 1793 году ввела воинскую повинность, на войне сражались профессиональные солдаты. До этого массовая мобилизация тоже случалась, но она была временной и представляла собой последние попытки отчаявшихся правителей, которые вот-вот должны были потерпеть поражение. Она никогда не использовалась для набора массовой армии для наступательных операций в течение долгих периодов времени. Важно отметить, что воинская повинность стала возможной благодаря другой инновации, которую французские революционеры переняли у Соединенных Штатов: концепции, что общество состоит из равных и свободных граждан, а не подданных короля. В таком свободном обществе предполагается, что граждане убеждены в своей коллективной ответственности по защите государства. Они сражаются не за короля, а за самих себя.

ко половину этой суммы, и кризис отступил. Однако напряженность в государственных финансах так просто не исчезла. Когда бюджетные проблемы правительства в период с 1794 по 1796 год обострились, оно все больше стало обращаться к Банку Англии за кредитами — в тот момент банк пытался справиться с изъятием депозитов и погашением банкнот, как и другие банки. Из-за своих особых отношений с правительством Банк Англии не мог, как другие банки, сократить количество своих обращающихся банкнот. Как отмечает Фридрих Хайек, «настойчивый и постоянный спрос на кредиты со стороны правительства не только не позволял Банку сократить объем обращающихся банкнот, но и привел к значительному росту этого объема»<sup>37</sup>.

Конечно, у Банка Англии существовали лимиты заимствований правительству от Банка Англии. Векселя, который он печатал и выдавал в качестве кредитов, конвертировались в золото; если бы он выпустил слишком много векселей (больше, чем требовалось населению в качестве средства обмена по действующим золотым ценам на товары и услуги), население могло бы предъявить векселя для погашения. Чтобы решить эту проблему, в 1797 году Тайный совет отдал Банку Англии приказ приостановить конвертацию его обязательств в металлические деньги. Банк теперь мог теперь выпускать столько обязательств, сколько он хотел, и, таким образом, лимит, который золотой стандарт косвенно установил на военные заимствования правительства, был ослаблен. В ответ на этот шаг все другие банки в Британии также приостановили конвертацию в металлические деньги (утверждая, что, по сути, у них не было другого выбора); теперь их векселя и депозиты конвертировались в банкноты Банка Англии. Таким образом, хотя эти банкноты пока и не были официальным платежным средством, они использовались вместо золота в качестве действующей денежной единицы в финансовой системе. Во время периода приостановки конвертации, который продлился с 1797 по 1821 год, фунт стерлингов не имел фиксированной золотой стоимости. Его стоимость определялась, грубо говоря, двумя факторами — количеством денег, которые

---

37. Hayek (1939), 39.

выпускал Банк Англии, и экономической активностью в национальной экономике. Рост денежной массы определялся преимущественно потребностями правительства в заимствованиях. По сути, британское правительство финансировало наполеоновские войны, используя Банк Англии для сбора инфляционного налога<sup>38</sup>.

### Английские банки в шотландском зеркале

С 1694 по 1825 год, пока английская банковская система состояла из Банка Англии и провинциальных банков, а также банков золотых дел мастеров, масштаб деятельности которых был небольшим и которые подчинялись строгому регулированию, в соседней Шотландии развивалась совершенно иная банковская система. Шотландская система стала представлять собой образец конкуренции, инноваций, доступности кредита для частного сектора и стабильности — то есть всего того, чем могла быть, но не стала английская банковская система<sup>39</sup>.

Это сравнение было тем более обидным для Англии, учитывая, насколько сравнительно отсталой была Шотландия в начале XVIII века. В 1705 году Джон Ло, которые позднее сыграл такую разрушительную роль во французских финансах, написал монографию, озаглавленную «Деньги и торговля, рассмотренные в связи с предложением об обеспечении нации деньгами»<sup>40</sup>.

---

38. Окончание конвертации, по сути, заменило суверенный риск дефолта на риск инфляции, однако он был более постепенным по своей природе, чем дефолт. Неожиданный рост цен, который сопровождал приостановку конвертируемости, оказался выгодным для всех должников (суверенного и частных), поскольку он снизил реальную стоимость их непогашенной задолженности. Неожиданная природа этой инфляции была ключевой в перераспределении богатства между кредиторами и должниками, поскольку ожидаемые изменения цен учитываются в процентных ставках. Более детальную информацию о последствиях неожиданной инфляции можно найти в обсуждении приостановки обращения доллара в США в 1862 году в главе 6 ниже и в обсуждении дефляции и инфляции во время Великой депрессии в работах Каломириса и Кроснера (Calomiris (1993b), Kroszner (1999)).

39. Collins (2012), 17–18. В нашем анализе шотландской системы мы также опираемся на работы Kerr (1884), Cameron (1967b), Checkland (1975), Munn (1981) и L. H. White (1984).

40. Речь идет о книге: Law, J. Money and Trade Consider'd with a Proposal for Supplying the Nation with Money, Glasgow: A. Foulis, 1705. — *Прим. науч. ред.*

Он рассмотрел возможность создания шотландского земельного банка — предложение, которое было отвергнуто его соотечественниками. Основным аргументом Ло заключался в том, что его план предлагает Шотландии способ преодолеть бедность и масштабные финансовые проблемы и занять принадлежащее ей по праву место страны, «более способной к широкой торговле, чем любая другая страна Европы»<sup>41</sup>.

Ло был прав по поводу потенциала Шотландии. Шотландия была не только в центре британского Просвещения, но также стала центральным звеном в атлантической торговле между Британией и ее колониями. Производство, земледелие, рыболовство и сельское хозяйство в Шотландии тоже процветали. Имевшая рыночный характер шотландская система банков, многие из которых имели сеть филиалов по всей стране, способствовала успеху страны, предоставляя широкий доступ к кредиту. Открытие филиалов было важной инновацией: филиал банка мог быть открыт в отдаленном населенном пункте с гораздо меньшими накладными расходами, чем полностью новый банк, поскольку филиал может использовать управленческие, учетные и операционные услуги головного офиса. Филиалу нужен только служащий и наличность в кассе.

В отличие от Банка Англии, который работал только в своем головном офисе на Треднидл-стрит, шотландские филиальные банки часто работали и в районах, в которых в противном случае не было бы банков. Шотландскими инновациями в банковской сфере были также процентные вклады, межбанковский клиринг банкнот и кредитные линии (такие как «кредитный счет», изобретенный Королевским банком Шотландии в 1728 году), которые позволяли заемщикам заранее договориться о кредите и при необходимости пользоваться им, забирая деньги с кредитного счета. Шотландская система была также одной из первых банковских систем, в которой в качестве источника финансирования использовались банкноты мелкого достоинства<sup>42</sup>.

---

41. Law (1705), 226.

42. Не у всех шотландских банков лицензия предусматривала ограниченную ответственность. У провинциальных, а позднее акционерных, банков



В основе этих инноваций лежала свободная выдача банковских лицензий. В Шотландии было три банка, которые получили особые лицензии: Банк Шотландии (1695), Королевский банк Шотландии (1727) и British Linen Company (1746). Кроме того, на 1747 год имелись также и провинциальные банки со «свободными» лицензиями, то есть полученными в соответствии с общими правилами лицензирования, а не благодаря особым привилегиям. А в 1810 году были впервые учреждены акционерные банки со «свободными» лицензиями.

Конкуренция между шотландскими банками была жесткой. В 1825 году три банка со специальными лицензиями имели в среднем по 15 филиалов, в то время как у банков со свободными лицензиями в среднем было по 3 филиала. В тот период у английских банков практически не было филиалов. В 1802 году объем банковских активов на душу населения в Шотландии составлял 7,5 фунта стерлингов против 6,0 фунтов стерлингов в Англии. В шотландских банках были исключительно узкие спреды (около 1% годовых) между ставками по кредитам и депозитам. Тот факт, что они могли себе позволить такие спреды, в то же самое время зарабатывая приличную прибыль для своих акционеров, говорит о высоком уровне эффективности<sup>43</sup>.

Также примечательно, что у шотландских банков риск банкротства и убытков для держателей их обязательств был гораздо ниже, чем у английских банков. В период с 1809 по 1830 год банкротства банков в Англии случались почти в пять раз чаще, чем в Шотландии, и в то время как убытки английских держателей обязательств иногда были очень значительными, по шотландским депозитам или векселям убытков почти не возни-

---

не было ограниченной ответственности собственников, но они успешно конкурировали с банками, организованными в виде предприятия с ограниченной ответственностью. Шотландские банки также экспериментировали и с другими идеями, от которых потом отказались, включая использование оговорок, которые предусматривали контрактную структуру, позволявшую банкам приостановить конвертируемость по своим депозитам. Считалось, что это правило дает слишком много свободы банкам, и в конечном итоге оно было запрещено.

43. По информации L. H. White ([1984], 27), средняя дивидендная доходность акционеров Банка Шотландии в период с 1729 по 1743 год составляла 5%.

кало<sup>44</sup>. Более низкий риск банкротства шотландских банков отражал их более значительный размер, конкурентную систему и диверсифицированный портфель. В отличие от английских банков, собственниками которых могли быть не более шести партнеров (правило, которое не позволяло им расти и расширять свою географию), шотландские банки обычно были большими и диверсифицированными.

Почему шотландская банковская система так отличалась от английской? Этот вопрос имеет особенно важное значение с учетом того, что с 1603 года королем Англии и королем Шотландии был один и тот же человек. Ответ заключается в том, что шотландские и английские банковские договоренности разительно отличались. В период, когда были учреждены Банк Англии и Банк Шотландии (в 1694 и 1695 годах соответственно), у Англии и Шотландии были отдельные парламенты (и отдельные королевства, хоть король и был один). Когда король Вильгельм искал способы финансировать войну против Франции, Шотландия была бедной и считалась далекой страной. Было непонятно, что получится из создания монопольного шотландского банка, который финансировал бы монарха. Более того, создание такого банка потребовало бы переговоров с шотландским парламентом, который, хотя в целом и предпочитал короля Вильгельма свергнутому Якову II, не был так предан идее финансирования имперских амбиций короля, как парламент Англии. В сущности, устав Банка Шотландии запрещал ему кредитовать монарха без одобрения парламента — этот факт предполагает, что шотландский парламент понимал, какие проблемы могут возникнуть, если Банк Шотландии станет механизмом государственных финансов. С точки зрения монарха, было проще проводить политику невмешательства по отношению к Шотландии и использовать Банк Англии (как и другие английские акционерные компании) для финансирования королевских военных расходов.

Банка Англии оказалось достаточно, чтобы финансировать королевские войны с Францией. Таким образом, даже когда парламенты Англии и Шотландии были объ-

---

44. L. H. White (1984), 48.

единены в 1707 году, король не сделал ни одной попытки переделать шотландскую банковскую систему, чтобы она служила его военным целям. Со своей стороны Шотландия обязалась не становиться отдельной базой политической власти, которая могла отделиться от британской короны или иным образом действовать против интересов Британии. Шотландия оплатила свой привилегированный банковский статус актом, который можно описать как акт одностороннего политического разоружения. В 1707 году Актом унии Шотландия расформировала свой национальный парламент, продемонстрировав верность Британии<sup>45</sup>. Политический союз означал, что у короля было мало причин беспокоиться об экономических последствиях политики невмешательства по отношению к шотландским банкам, торговле и промышленности. Несмотря на политический союз, шотландская банковская система оставалась отдельной от систем Англии и Уэльса и достаточно сильно отличалась от них. Это продолжалось до тех пор, пока либерализация не стимулировала другие страны повторить шотландский успех — к этой теме мы обратимся в следующей главе.

---

45. See Keogh and Whelan (2001) and McKay (2008).

## ГЛАВА 5

# Банки и демократия: Британия в XIX и XX веках

Пришло время заняться палатой лордов. Абсолютное право вето потомственных титулованных членов палаты в отношении всех законопроектов, принимаемых избранными представителями народа в палате общин, не стоило сохранять... По мере того как идет время, как цивилизация развивается, избирателей становится все больше, и они становятся все более образованными, более преуспевающими, у них должно быть больше власти, а не меньше.

*Уинстон Черчилль (1909)*

**В** БРИТАНСКУЮ игру банковских договоренностей в XVIII и начале XIX веков играла лишь небольшая часть населения, которую не особенно беспокоило влияние государственной политики на возможность простых людей получить банковский кредит. Однако после окончания наполеоновских войн эта элитарная группа постепенно утратила контроль в игре.

Изменения в технологиях ведения войны, начавшиеся во время наполеоновских войн и ускорившиеся в десятилетия перед Первой мировой войной, спровоцировали изменения в британском избирательном законодательстве, которое стало формироваться еще в XV веке. В результате серии реформ в области избирательного права постепенно все больше людей получало право голоса. «Великая реформа» 1832 года положила конец вековым традициям, снизив имущественный ценз для избирателей, а также перераспределив членов парламента между редко населенными и более густонаселенными областями. Закон от 1867 года снизил имущественный ценз в городских округах. В итоге примерно треть населения мужского пола, включая некоторых представителей рабочего класса, получила право голоса. Закон от 1884 года еще больше снизил имущественный ценз и распространил те же самые избирательные права, которые применялись в городах, на сельскую местность, таким образом, дав право голоса примерно 60% взросло-

го мужского населения. В 1918 году право голоса получили практически все мужчины и замужние женщины старше 30 лет, а в 1928 году были отменены последние ограничения избирательного права.

За это время неизбранные и потомственные члены палаты лордов постепенно уступили свои полномочия избираемым членам палаты общин. В действительности Великая реформа 1832 года стала возможной только тогда, когда король пригрозил, что, если закон не пройдет через палату лордов, он создаст и присудит дополнительные звания пэров тем, кто поддерживает расширение избирательного права. В 1911 году акт парламента отменил право палаты лордов накладывать вето на финансовые законопроекты и заменил право накладывать вето на другие законопроекты правом откладывать рассмотрение законопроектов на срок, не превышающий двух лет. Этот закон также мог быть реализован только из-за давления короля и угрозы создать дополнительные звания пэров.

Тот факт, что и стоимость ведения войны, и процент населения, имеющий право голоса, выросли со временем, конечно же, не означает, что изменения в военном деле привели к расширению избирательного права. Однако трудно представить, что наполеоновские войны, которые потребовали мобилизации человеческих и финансовых ресурсов в невообразимых ранее масштабах, не изменили представления британцев о себе как о нации. К началу XX века связь между военными и имперскими запросами и наделением правом голоса большинства населения стала намного более очевидной. Одним из факторов, который стимулировал принятие парламентского акта от 1911 года, сделавшего палату лордов практически ненужной, стала мобилизация Британией около 300 000 человек для англо-бурской войны. Реформа 1918 года, которая дала избирательное право практически всем лицам мужского пола, а также некоторым женщинам, еще больше усилила эту связь: это было устранением несправедливости — до этого, с одной стороны, молодых мужчин отправляли в Европу на поля сражения, с другой стороны, им отказывали в праве голоса.

Каким образом эти внешние и внутренние изменения в распределении политической власти отразились на развитии банковской системы в Британии? Ее исто-

## БАНКИ И ДЕМОКРАТИЯ

рию после наполеоновских войн можно разделить на четыре этапа. Первый этап, начавшийся в первые годы XIX века, характеризовался ликвидацией монополии Банка Англии — возникли конкурирующие с ним лицензированные банки, имевшие филиальные сети. Эти банки обслуживали внутренние и международные потребности частной торговли и промышленности<sup>1</sup>. Переход от монопольной банковской системы к более открытой, конкурентной системе не привел к немедленному прекращению системных банковских кризисов: они продолжались в течение сорока лет, но к 1870-м годам Британия вступила во второй этап, в течение которого ее банковская система оставалась стабильной и предоставляла значительные кредитные ресурсы частному сектору. Однако банковская консолидация после 1880-х годов в конечном итоге снизила уровень конкуренции в системе.

Возврат к ориентации на военные нужды и трансформация британской демократии в первой половине XX века положили начало третьему этапу банковской истории, характеризующему вытеснением правительством кредита (финансовая репрессия). В период с 1914 по 1945 год Британия вела так называемую Вторую тридцатилетнюю войну<sup>2</sup>. После Второй мировой войны Лейбористская партия, которая до этого не играла существенной роли (поскольку контролировала всего 30 из 670 мест в парламенте в 1906 году), приобрела влияние и стала доминировать в политике<sup>3</sup>. После войны британские избиратели могли голосовать за перераспределение материальных ресурсов, и они это активно делали<sup>4</sup>. Правительство установило контроль над большой

---

1. Также по этому вопросу см. Bowen (1995), 18, и Kynaston (1995).

2. В феврале 1944 г. У. Черчилль писал И. В. Сталину о том, что рассматривает «эту войну против германской агрессии как одно целое и как тридцатилетнюю войну, начавшуюся в 1914 году». См.: Переписка Председателя Совета Министров СССР с президентами США и премьер-министрами Великобритании во время Великой Отечественной войны 1941–1945 гг. Т. 1. М.: Государственное издательство политической литературы, 1957. С. 203. — *Прим. науч. ред.*

3. M. Gilbert (1997), 149.

4. Это согласуется с предсказаниями Мельцера и Ричарда (Meltzer and Richard (1981)), которые демонстрируют, почему неравное распределение доходов, расширение избирательных прав и использование принципа большинства голосов приводят к формированию правительств, проводящих перераспределительную политику.

частью экономики, национализировало многие отрасли и почти устранило влияние банков на экономику.

Неблагоприятные экономические последствия национализации и государственного регулирования — а именно медленный рост и ускорившаяся инфляция — заложили основание для четвертого этапа британской банковской истории, отмеченного возобновлением активной деятельности Консервативной партии и либерализацией банковского законодательства. Этот этап начался в 1970 году, однако изменения были прочно закреплены «Большим шоком» премьер-министра Маргарет Тэтчер в 1986 году и начавшимся с этого времени быстрым ростом британской индустрии финансовых услуг. Тэтчеровская экономическая программа приватизации, денежной дисциплины и финансовой либерализации оказалась успешной, поскольку ей удалось убедить большинство британских граждан, что сокращение налогов, частная собственность в промышленности и в жилищной сфере, а также сохранение низкой инфляции будут способствовать экономическому росту, созданию рабочих мест и увеличению благосостояния, а значит, служить интересам простых людей, а не только богачей.

Более чем сто лет британской банковской системе удавалось избегать банковских кризисов<sup>5</sup>. Первой существенной проблемой, возникшей после 1860-х годов, была волна банкротств небанковских финансовых институтов в 1970-х годах (кризис так называемого вторичного банковского сектора<sup>6</sup>), вызванная резкими колебаниями процентных ставок, возникшими из-за непоследовательной денежной политики правительства. Однако этот кризис был не таким серьезным по сравнению с кризисами начала и середины XIX века. Для сравнения: мировой банковский кризис 2007–2009-х годов поставил британскую банковскую систему на колени, привел к масштабным вливаниям государственных средств в банковскую систему и поднял новые вопросы о приемлемости правительственной политики, которая сделала Лондон одним

---

5. Даже перебои, связанные с коллапсом международных кредитных рынков в начале Первой мировой войны, прошли сравнительно безболезненно для банковской системы.

6. Английский термин — shadow banking. — *Прим. науч. ред.*

из самых значительных финансовых центров в мире. На момент написания данной работы рассматриваются возможности проведения глубоких реформ, но судьба их пока не определена, и долгосрочные политические последствия кризиса остаются неизвестными.

## Вызовы Pax Britannica

Победа герцога Веллингтона в битве при Ватерлоо в июне 1815 года не только привела к отправке Наполеона в ссылку на остров Святой Елены — кусок скалы размером пять на десять миль посреди Южной Атлантики — она положила конец почти 130-летней войне с Францией. Британское правительство добилось своей самой важной стратегической цели: сделать так, чтобы континентальная Европа осталась политически раздробленной и слабой, а значит, неспособной оспаривать возможность Британии выстраивать и поддерживать статус мировой империи. Почти веком позже Британия вновь столкнется с этим вызовом, в форме стремительно растущей и сильно военизированной Германии — к этому вопросу мы вернемся позже в данной главе. Однако в 1815 году еще не было Германии, а была лишь горстка отдельных германоговорящих королевств. С позиции 1815 года в Британии наконец воцарился мир.

Pax Britannica — период стабильности и гегемонии, который последовал за поражением Наполеона, сопровождался двумя серьезными вызовами британскому государству. Первый заключался в том, как реагировать на потребность в политической реформе, которая назревала с XVIII века. Республиканские идеалы, которые вдохновляли американскую революцию, были во многом импортированы из Британии (хотя в их развитии большую роль сыграли американцы). На призывы к реформе можно было не обращать внимания, пока Британия десятилетиями воевала с Францией. Однако когда Наполеон был побежден, их стало сложно игнорировать. Конечно, мобилизация нации для борьбы с революционным правительством Америки, которое считало свое население гражданами, а не подданными правителя, несомненно, должна была привести к пересмотру пред-



ставления о том, что, собственно, значило быть британцем. Этот пересмотр был неоднозначным: кровожадные наклонности французских якобинцев были настолько шокирующими, что они спровоцировали резкую реакцию в Британии — реакцию, которую, возможно, лучше всего демонстрирует книга великого оратора и государственного деятеля Эдмунда Бёрка «Размышления о революции во Франции» (1790). Тем не менее даже антипопулистским работам типа этой приходилось искать аргументы для либеральной концепции правительства и отстаивать проведение постепенной конституционной реформы как альтернативы революции. Тот факт, что этот пересмотр понимания того, что значило быть гражданином, случился после длительной борьбы против другой революции — в культурном плане более близкой к дому, американской революции 1775–1783, — мог сделать его только более глубоким

С XVIII до начала XIX века виги сделали множество неудачных попыток пересмотреть правила выборов членов палаты общин. Предложенные реформы были нацелены на расширение права голоса и смещение права участия в голосовании к городским центрам, которые сильно разрослись вследствие промышленной революции и расширения объемов торговли. К 1832 году реформу уже нельзя было откладывать. Начались демонстрации, насильственные действия; правительства формировались, терпели фиаско и переформировывались; даже королю Вильгельму IV пришлось вмешаться, пригрозив создать 80 новых званий пэров (назначаемых в палату лордов), которые будут присвоены сторонникам избирательной реформы.

Избирательная реформа 1832 года увеличила представительство в парламенте зарождающихся промышленных городов за счет местностей с малочисленным населением (так называемые гнилые местечки). Она увеличила число лиц, имеющих право голосовать, с примерно 400 000 до около 650 000 человек (приблизительно одна шестая часть от мужского населения) за счет снижения имущественного ценза для избирателей<sup>7</sup>.

---

7. Филлипс и Везерел (Phillips and Wetherell ([1995], 411)) демонстрируют, что реформа 1832 года стала поворотным событием в британской элек-

По стандартам XXI века такое расширение числа избирателей не выглядит таким уж существенным, однако по стандартам начала XIX века эта реформа была чрезвычайно важной.

Еще одним вызовом для британского государства после поражения Наполеона стал вопрос, как перестроить отношения между Банком Англии и британским правительством теперь, когда банк больше не нужен был правительству для финансирования войны. Призывы перестроить эти отношения стали звучать еще в 1780 году, когда Эдмунд Бёрк произнес в парламенте речь, в которой он призывал к реформированию бухгалтерских и расходных практик правительства, и в частности, к изменению правил управления счетами и денежными потоками, которые связывали Банк Англии с казначейством.

Первым шагом в пересмотре этих отношений был возврат к золотому стандарту. Это изменение стало не только выгодным для британского населения, поскольку оно отменило инфляционный налог; оно также упростило торговлю в Британской империи, позволив купцам вести деятельность в обстановке стабильных цен и фиксированных обменных курсов. Однако возвращение к золотому стандарту и конвертируемости банкнот Банка Англии не прошло безболезненно ни в экономическом, ни в политическом плане. На самом деле Банк Англии был против необходимого сокращения своей валюты баланса и вернулся к конвертируемости своих банкнот в золото только в ответ на парламентский акт 1819 года, а фактическое восстановление конвертируемости произошло в 1821 году — через шесть лет после окончания вражды с Францией<sup>8</sup>.

Дефляционный шок, который сопровождал возвращение к золотому стандарту, отрицательно повлиял на экономику и спровоцировал громкую критику Банка Англии и правительства<sup>9</sup>. Возврат к золотому стандарту потребовал от банка ограничить предложение своих

---

торальной политике. Более подробную информацию о политических противоречиях, предшествовавших принятию закона от 1832 года, и его последствиях, можно найти в работах May (1896), Trevelyan (1922), Thorne (1986), Evans (1983) и Cragoe (2008).

8. Neal (1998), 55.

9. См. Acworth (1925).

банкнот в течение нескольких лет, так чтобы объем золота у банка относительно объема его банкнот был достаточно высок, чтобы поддерживать паритет между банкнотами банка в обращении с его золотыми запасами<sup>10</sup>. В годы, предшествующие возобновлению конвертируемости, количество банкнот Банка Англии упало с 27,2 млн фунтов стерлингов в 1815 году до 20,3 млн фунтов стерлингов в 1821 году. Банк достиг этого сокращения преимущественно за счет отмены кредитов и скидок частному сектору — эта политика, конечно же, не добавила ему симпатий со стороны купцов и промышленников<sup>11</sup>. Общие активы частного сектора на балансе Банка Англии упали с 20,7 млн фунтов стерлингов в 1815 году до всего 2,7 млн фунтов стерлингов в 1821 году. Активы, хранящиеся в форме государственного долга, за тот же период упали гораздо меньше — с 24,2 млн до 15,8 млн фунтов стерлингов<sup>12</sup>.

- 
10. Анализ связи между балансом Банка Англии и возобновлением конвертируемости, с точки зрения автора того времени, можно найти у Thoppton (1802). Недавние комментарии по этому вопросу на основе работы Торнтона можно найти у Науек (1978). Также см. отчет по золоту (Bullion Report of 1810), перепечатанный с комментариями в работе Cannan (1925).
  11. Рост производительности, связанный с началом промышленной революции в Британии, несколько компенсировал стоимость адаптации возвращения к конвертируемости. Хотя цена золота в фунтах стерлингов возвратилась к своему предыдущему значению, а цены экспортных товаров также упали до уровней, близких к уровням, наблюдавшимся до приостановки конвертируемости, зарплаты и цены на другие неэкспортные товары оставались завышенными после приостановки (по некоторым оценкам, номинальная зарплата была примерно на 20% выше в 1821 году, чем в 1793 году: см. Gayer, Rostow и Schwartz [1975], 1: 54, 167). Этот феномен — который иногда называют эффектом Рикардо — Винера — Харрода — Балассы — Самуэльсона в честь всех известных экономистов, которые его обнаружили, — отражает положительный сравнительный рост производительности в британском секторе экспортных товаров (по сравнению с другими странами), который случился во время приостановки Британией конвертируемости (то есть последствий британской промышленной революции для производительности). Согласно этой теории если в стране отмечается сравнительно высокий рост производительности в секторе экспортных товаров, тогда цены неэкспортных товаров в этой стране, включая зарплаты, должны расти относительно этих цен в других странах. Это означает, что зарплаты и цены неэкспортных товаров не должны были упасть так сильно во время восстановления конвертируемости фунта стерлингов.
  12. Сокращение объема государственных бумаг в балансе Банка Англии отразило как способность правительства размещать свои долги среди других инвесторов, так и уменьшение дефицитов у правительства. Более устойчивая бюджетная позиция правительства стимулировала снижение доходности по правительственному долгу. См. Neal (1998), 57.

Недовольство населения, вызванное этими изменениями, стимулировало власти на второй шаг в перестройке отношений Банка Англии с правительством: серию реформ, направленных на прекращение политики взаимных льгот и уступок. Некоторые эти меры усовершенствовали отчетность (например, за счет требования фиксировать все сделки в бумажных документах)<sup>13</sup>. Другие (такие как парламентские акты № 57 George III с. 48<sup>14</sup> от 1817 года и № 59 George III, с. 76 от 1819 года) регулировали характер предоставления квартальных авансов (кредитов) Банком Англии казначейству. Эти меры также не позволяли банку выдавать авансы правительству без выраженного в явной форме согласия парламента. Как отметил один деятель того времени: «Эти законы... лишили правительство права время от времени получать денежные средства от банка... Отношения между правительством и банком в плане управления средствами, находящимися в распоряжении банка, стали регулироваться взаимными соображениями интересов общества и настолько подлежали общественному контролю, что неправильные или даже сомнительные действия стали практически невозможными»<sup>15</sup>.

## Ликвидация монополии Банка Англии

Третьим и последним шагом в перестройке отношений между Банком Англии и правительством была отмена монополии, которую предоставляла банку его лицензия и его постепенное превращение в банк банков и кредитора последней инстанции в финансовой системе. Это превращение было результатом множественных попыток парламента в течение долгого времени сократить привилегии банка. Банк упорно сопротивлялся, но в конечном итоге потерпел поражение. Банк Англии стремился сохранить общественную поддержку своих привиле-

---

13. Подробный хронологический обзор см. у Philippovich (1911), 183–210.

14. Согласно британской традиции при нумерации парламентских актов используется имя правящего в тот период короля, в данном случае Георга III. — *Прим. науч. ред.*

15. Schuster (1923), II, цитата из Arbuthnot, 1858.

гий и уменьшить требования выдачи лицензии конкурирующим банкам, расширяя кредитование путем учета векселей. Политические требования акцептования векселей банком привели к созданию в высшей степени нестабильной банковской системы: в период с 1825 по 1866 год масштабные кризисы случались приблизительно раз в десять лет. Однако в конечном итоге, когда привилегии Банка Англии исчезли, исчезла и его готовность предоставлять дестабилизирующие услуги учета векселей. Со временем характер помощи Банка Англии рынку стал стабилизирующим, поскольку банк постепенно превратился из коммерческого банка, также финансируемого правительством, в кредитора последней инстанции, которому было поручено поддерживать банковскую систему в целом.

Промышленники и торговцы давно жаловались, что монополия Банка Англии накладывала несправедливые и дорогостоящие ограничения на предложение кредитов частному сектору. Лондонские купцы организовали протесты с целью заставить банк расширить свою политику учета векселей в 1793, а затем вновь в 1795 году. Они выпустили совместное заявление, в котором предупредили, что, если банк не будет готов сохранить достаточные объемы учета векселей, «нужно будет создать какое-то другое государственное учреждение, которое заполнит этот пробел; в то же самое время им бы хотелось, чтобы эта помощь по-прежнему исходила от привычного Банка Англии»<sup>16</sup>. Это была непосредственная угроза банку: расширить доступ к кредиту, или мы добьемся выдачи лицензии другому банку, который будет удовлетворять наши потребности.

С точки зрения английских купцов и промышленников, лучшим решением была бы конкурентная система крупных банков с сетью филиалов по всей стране, подобной той, которая развилась в Шотландии в течение XVIII века. Однако такому варианту мешало желание правительства сохранить контроль над банковской системой через свои особые отношения с Банком Англии. Таким образом, к концу наполеоновских войн английская банковская система состояла из Банка Англии, ко-

---

16. King (1936), 71–72.

торый не открывал филиалы за пределами своего головного офиса на Треднидл-стрит, банков золотых дел мастеров в Лондоне (которые все еще были ограничены правилом шести партнеров) и нескольких сотен небольших провинциальных банков, на которые также распространялось правило шести партнеров. Хотя количество провинциальных банков существенно выросло — с примерно 100 банков в 1780-х до более 300 банков в 1800 году и свыше 600 банков к 1810 году, масштаб их деятельности был с самого начала ограничен как в операционном, так и в географическом плане<sup>17</sup>.

Поэтому в XIX веке английским торговцам и промышленникам пришлось довольствоваться менее удобной схемой: основными участниками лондонского рынка учета векселей были Банк Англии, провинциальные банки, банки золотых дел мастеров и независимые «вексельные брокеры»<sup>18</sup>. Хотя эта система обеспечивала более широкий доступ к кредитам в отдаленных районах, она была внутренне неустойчивой, а также недостаточной, если сравнивать ее с системой крупных банков по всей стране. Небольшим банкам было трудно диверсифицировать свои риски по географическим регионам или по различным типам заемщиков; также банкиры не имели возможности легко перемещать средства внутри системы, чтобы избежать массового снятия вкладов. Эта система была неэффективной в плане перенаправления финансовых ресурсов из местностей с избыточными депозитами (по сравнению с возможностями кредитования) в местности с избыточными кредитными возможностями; она опиралась на серию двусторонних обменов для реализации этой задачи. Кроме того, мелкие банки золотых дел мастеров и провинциальные банки не могли воспользоваться экономией на масштабах в управлении и учете.

---

17. Пресснелл (Pressnell (1956)) демонстрирует, что спектр деятельности провинциальных банков был широк — они занимались в том числе финансированием промышленного оборотного капитала (19–36), оптовой торговли (47–56, 357–65), сельского хозяйства (344–55), каналов, крупных дорог и других инвестиционных проектов как через предоставление кредитов, так и через другую помощь таким проектам. (259–76, 372–400). Об ограничениях системы см. Cameron (1967a), 24–25.

18. King (1936), xii–xiii; Pressnell (1956), 75–104, 116–25.

Учитывая уникальные масштабы деятельности и расположение Банка Англии, он играл лидирующую роль в обеспечении функционирования рынка векселей — решения, которые он при этом принял, и стали основным противоречием. Купцы и промышленники рассматривали готовность банка дисконтировать векселя, выпущенные провинциальными банками, как меру его обязательства оказывать поддержку частному сектору, и критики часто считали, что это обязательство не выполнялось. Банк Англии, со своей стороны, хотел ограничить объемы бумаг низкого качества на своем балансе и утверждал, что он не может действовать как центральное учреждение учета всех векселей, выпущенных каждым провинциальным банком или вексельным брокером. Борьба между купцами и банками явно прослеживалась через попытки банка установить систему классификации для векселей и назначать разные цены для векселей разного качества. Купцы были не согласны с такой системой, и от нее решили отказаться<sup>19</sup>. В конечном итоге банк стал обслуживать вексельный рынок, то есть он покупал векселя, предъявляемые ему другими банками и вексельными брокерами. Он занимался этим даже в периоды системной неликвидности. Даже когда эта политика не соответствовала экономическим интересам банка, она служила политическим интересам: банку приходилось учитывать требования общественности — предоставлять кредиты в нормальные времена и поддерживать остальные банки в кризисные времена.

Несмотря на желание Банка Англии сохранять свои монопольные привилегии, развивающаяся демократия и индустриализация оказались для него непосильным препятствием. Сторонники усиления конкуренции в выдаче банковских лицензий в конечном итоге одержали верх, поскольку они могли привести в качестве аргумента три убедительных факта: Англии не хватало кредит-

---

19. King (1936), 53. Наш анализ данных Банка Англии по дисконтированию, однако, показывает, что ставки дисконтирования все же различались в зависимости от различных векселей в период между банковскими паниками 1857 и 1866 годов, поэтому очевидно, что банк мог варьировать свои ставки дисконтирования с учетом предполагаемых рисков. Нам не удалось установить дату начала или масштабы таких вариаций.

ных ресурсов для частного сектора; английская финансовая система создала нестабильный кредитный рынок, который был необыкновенно склонен к коммерческим и банковским банкротствам; а за пределами Англии (особенно в Шотландии) было множество свидетельств того, что конкурентная выдача лицензий расширит доступ к кредитам и сделает банковскую систему более стабильной.

Сроки реформ в сфере выдачи банковских лицензий в Англии говорят о том, насколько специфические исторические события способствуют долгожданым изменениям. Политические тренды и логические аргументы могут говорить в пользу реформ, но серьезные изменения в структуре финансовых систем часто совпадают с кризисами, которые побуждают к реформам<sup>20</sup>. В английской банковской системе таким катализатором стал банковский кризис 1825 года — возможно, первый мировой банковский кризис Нового времени, имеющий едва ли не самые серьезные последствия для английских купцов, промышленников, ремесленников и банкиров<sup>21</sup>. Критики винили Банк Англии (и банковскую структуру, которую породили его привилегии) в тяжести кризиса. Отсутствие доступной ликвидности за пределами Лондона во время кризиса привело к неплатежеспособности компаний и банкротствам банков в невиданных ранее масштабах. Из 770 провинциальных банков обанкротилось 73. Количество объявлений о банкротстве в 1826 году достигло беспрецедентного уровня. Внутренняя уязвимость небольших провинциальных банков была доказана с полной очевидностью, как и то, сколько частному сектору стоило отсутствие провайдеров

---

20. Обсуждение роли финансовых кризисов в стимулировании крупных реформ см. Hoffman, Postel-Vinay, and Rosenthal (2007).

21. Как и во всех финансовых кризисах, трудно возложить вину на какую-то конкретную сторону, тем более это относится к мировым кризисам типа того, который случился в 1825 году. Одним из основных факторов стало то, что начиная с 1822 года увеличивались объемы рискованного кредитования только что ставших независимыми стран Латинской Америки, которые к 1825 году все до одной объявили дефолт. Банк Англии играл важную роль в этом буме кредитования. Как только начали проявляться проблемы с этими кредитами, банк отказался предоставлять ликвидность участникам лондонского рынка векселей, которым не хватало наличных денег. Neal (1998), 60–62, 70.



ликвидности (крупных банков), которые могли поддерживать мелкие банки за пределами Лондона<sup>22</sup>.

Британское население извлекло три урока из кризиса 1825 года. Первый — на Банк Англии нельзя полагаться в управлении предложением денег и кредита в экономике. Второй — его ориентированность на получение прибыли означала, что банк уделял недостаточно внимания общественному благу. Третий — банковская система, которую сформировали монопольные привилегии банка, были слишком сконцентрирована в Лондоне. Критики считали, что эта концентрация способствует дестабилизации в других английских городах<sup>23</sup>. Канцлер казначейства и первый лорд казначейства не деликатничали в письме управляющему Банку Англии: в прошлом Банк Англии «мог и полностью соответствовал всем задачам, порученным ему», однако «расцвет провинциальных банков демонстрирует, что ему больше не под силу справляться с задачами, которые ставит рост благосостояния и новых потребностей страны»<sup>24</sup>.

Ответом на этот кризис стало принятие закона о банках страны (Country Bankers' Act) от 1826 года, который позволил Банку Англии открывать филиалы за пределами Лондона<sup>25</sup>. В последующие годы он открыл филиалы во многих городах, а филиалы в Манчестере и Бирмингеме стали особенно активными<sup>26</sup>. Кроме того, этот закон положил конец монополии банка в сфере выда-

---

22. Neal (1998), 65, 68–69.

23. Также были усвоены и другие уроки, включая необходимость разработать более эффективные средства управления в бедственных финансовых условиях для небанковских организаций, необходимость расширить доступ фирм к рынкам ценных бумаг и необходимость ограничить выпуск мелких банкнот провинциальными банками (поскольку мелкие банкноты обычно используются менее квалифицированными участниками рынка, которые могут не понимать и не учитывать более высокий риск дефолта).

24. Neal (1998), 70–71.

25. Кризис 1825 года также заставил пересмотреть строгие правила, управляющие созданием компаний с ограниченной ответственностью. Закон о дутых компаниях (Bubble Act) от 1720 года, таким образом, был отменен в 1825 году.

26. Банк Англии открыл филиалы в Манчестере, Глостере, Суонси, Бирмингеме, Ливерпуле, Бристоле и Лидсе в 1828 году и добавил филиалы в Эксетере, Ньюкасле, Гулле и Норидже в 1829 году. Обзор соответствующих усовершенствований в эффективности кредитных рынков можно найти в работе Ziegler (1990).

чи банковских лицензий. Конкурирующие акционерные банки могли получить лицензию, хотя им бы не разрешили вести деятельность в радиусе 65 миль от Лондона, а их акционеры не могли ограничить свою ответственность. Закон не запрещал этим банкам выпускать банкноты, но Банк Англии дал понять, что не будет вести дела с банками, начавшими такой бизнес, и этой угрозы было достаточно, чтобы не дать новым акционерным банкам выпускать банкноты<sup>27</sup>. Банк Англии также заключил соглашения с существующими провинциальными банками: в обмен на согласие провинциальных банков не выпускать банкноты Банк Англии выразил готовность предоставить им более благоприятные условия учета векселей в его новых филиалах<sup>28</sup>. По сути, этот закон вынудил Банк Англии увеличить предоставление кредитов как новым акционерным банкам, так и существующим провинциальным банкам. Однако ему удалось заключить соглашения, которые сохраняли его фактическую монополию на выпуск банкнот.

В 1833 году лицензию Банка Англии предстояло в очередной раз продлить, и правительство использовало эту возможность для дальнейшего ослабления монополии банка и требования дополнительных уступок. Правительство продлило действие лицензии до 1855 года, однако парламент получил право отозвать ее до этого срока, после истечения начального льготного периода, составлявшего 12 лет. Банковский акт (Charter Act) от 1833 года также снял запрет на деятельность акционерных банков в Лондоне. Банк Англии теперь начал сталкиваться с конкуренцией и на домашнем рынке, хотя эта конкуренция несколько ослаблялась тем фактом, что закон запрещал новым акционерным лондонским банкам выпускать банкноты<sup>29</sup>. Кроме того, акт, по сути, отменил

---

27. Neal (1998), 73.

28. Pressnell (1956), 179. Выпуск банкнот провинциальными банками упал, несомненно, частично и в результате этой меры (Pressnell [1956], 158–165).

29. Протоколы заседания правления Банка Англии дают ясно понять, что банк отказался от своих привилегий не без борьбы. Например, управляющий банка по совету юрисконсультанта написал множество писем канцлеру казначейства, утверждая, что открытие доступа акционерным банкам на лондонский рынок нарушит законные права банка. В письме, датированном 6 августа 1833 года, он писал: «Мы считаем, Ваша светлость, что будет неправильно, если мы не заявим со всей прямотой,

закон о ростовщичестве, ограничивавший проценты по кредитам потолком в 5%, расширив тем самым пул заемщиков, которым Банк Англии и новые акционерные банки могли выдавать кредиты — то есть кредитный рынок стал еще более конкурентным<sup>30</sup>.

Закон от 1833 года также сделал банкноты Банка Англии законным платежным средством, что означало, что их можно использовать для оплаты всех законных долгов. Это был смелый шаг: он означал, что стоимость банкнот Банка Англии будет равнозначна стоимости золота, вне зависимости от финансовых условий банка, поскольку эти банкноты можно было использовать для уплаты налогов. Обсуждение этого положения в парламенте показало, что это новое полномочие было направлено на стимулирование Банка Англии предоставлять ликвидность другим банкам (то есть давать займы деньги, покупая их векселя и оплачивая их банкнотами Банка Англии) в кризисные времена. Ведущий сторонник (в парламенте) превращения банкнот банка в законное платежное средство, лорд Элторп, ясно указал на это преимущество освобождения банка от рыночной дисциплины во время кризисов<sup>31</sup>. Если аргументы Элторпа были недостаточным намеком в отношении того, чего хотел парламент от банка, парламент не оставил возможности недопонимания, сохранив за собой право отозвать у банка лицензию.

---

что и они и мы убеждены, что депозитным банкам нельзя давать доступ на рынок, размер которого является фиксированным и который является исключительной привилегией Банка. Это будет явным нарушением Соглашения между правительством Его Величества и Банком Англии, которое Ваша светлость часто признавала. Директора, таким образом, надеются, что правительство добросовестно позволит им в полной мере использовать это соглашение» (Bank of England [August 8, 1833]). Эти протоколы также дают понять, что такие заявления ни к чему не привели. Переписка между главой Банка Англии и канцлером казначейства в течение 1833 года означает, что парламентские ограничения для канцлера привели бы к большим изменениям в банковских лицензиях. Это, например, явно следует из письма канцлера управляющему от 3 июля 1833 года, очевидно, в отношении предложенного положения об ограниченной ответственности, о котором они предварительно договорились.

30. Закон о ростовщичестве был, по сути, отменен, когда Банк Англии освободили от ограничения по учету векселей со сроком обращения три и менее месяцев. Andreades (1966), 262–264.

31. Andreades (1966), 260.

БАНКИ И ДЕМОКРАТИЯ

В 1844 году парламент еще больше усложнил положение Банка Англии, приняв Закон Пила (Peel Act), давший банку неоспоримую монополию на выпуск новых банкнот, но потребовавший 100%-го создания резервов в металлических деньгах по таким выпускам. Это требование означало, что банк не мог получать финансовой выгоды от своей монополии на выпуск банкнот: и по своим банкнотам, и по своим 100%-м золотым резервам, гарантирующим банкноты, он получал нулевые проценты. Новое требование было введено, чтобы не дать развиваться финансовым кризисам, сдерживая рост кредитования. Однако оно оказалось практически бесполезным по той простой причине, что основывалось на ошибочной теории: предложение денег состояло не только из запаса металлических монет и банкнот, но еще и из непогашенных банковских депозитов и векселей, а их объем мог увеличиваться независимо от выпуска банкнот Банком Англии<sup>32</sup>. Таким образом, закон от 1844 года, по сути, не ограничил рост кредитования, рост депозитов и рост векселей, то есть агрегированный рост денежной массы<sup>33</sup>.

---

32. Эта реформа 1844 года стала ответом на банковскую панику 1836 года. До этого реформы были преимущественно связаны с выдачей лицензий и стимулированием Банка Англии на предоставление ликвидности. Согласно Банковскому акту (Bank Act) от 1844 года (практическая реализация идей так называемой денежной школы) основная задача реформы заключалась в повышении стабильности экономики за счет удержания агрегированного предложения денег и кредита примерно на одних уровнях в ответ на изменения в международной торговле и потоках капитала. Главной проблемой этой теории, однако, было то, что денежная масса не ограничивалась только банкнотами и металлическими деньгами; в большом ходу были банковские депозиты, а векселя были основным платежным средством, используемым в деловых транзакциях. Таким образом, закон от 1844 года, по сути, не ограничил рост кредитов, депозитов, векселей или агрегированной денежной массы. Более подробную информацию см. в работах King (1936), 32, и Hughes (1960), 250–258.

33. Рост кредитования и потоки металлических денег двигались в противоположных направлениях в 1850-х, когда металлические деньги уходили из Лондона (в основном из-за биметаллического арбитража с участием Франции), в то время как объемы кредитования сильно росли. В период с 1852 по 1857 год объем обращающейся валюты упал с 34 млн до 25 млн фунтов стерлингов, в то время как депозиты пяти лондонских акционерных банков выросли с 17,7 млн до 40 млн фунтов стерлингов, а средние объемы векселей в обращении (актив, служащий средством обмена на лондонском учетном рынке) выросли с 66 млн до приблизительно 180–200 млн фунтов стерлингов. Hughes (1960), 250–256, 258.

Закон Пила от 1844 года поставил Банк Англии в невыгодное положение: у него был политический мандат на предоставление ликвидности другим банкам в периоды кризиса, но его способность печатать банкноты была ограничена его запасом золотых резервов. Как банк мог в любой момент предоставить ликвидность рынку, если его банкноты должны были быть на 100% обеспечены золотом? Кроме того, как и любой другой банк, Банк Англии был частной компанией, нацеленной на получение прибыли и находящейся в зависимости от готовности населения держать его банкноты и хранить у него депозиты, а эту готовность могли подточить избыточные объемы рискованных кредитов. Решение этой проблемы было простым: действие закона Пила было приостановлено во время финансовых кризисов 1847, 1857 и 1866 годов. Несколько комично, что это случалось каждый раз, когда Банк Англии просил правительство не приостанавливать действие закона<sup>34</sup>. Вид банкира, умоляющего регулятора не останавливать действие закона, — редкое зрелище, но в этом случае мотивы банка были понятны: пока выпуск банкнот лимитировался регулированием, у банка не было никаких оправданий ограничивать свои покупки векселей, выпускаемых другими банками. Правительство, разумеется, хотело, чтобы рынок продолжал «обслуживаться» — то есть чтобы Банк Англии играл роль кредитора последней инстанции. Поэтому оно всегда приостанавливало действие закона во время кризисов, вынуждая Банк Англии свободно учитывать векселя, включая и те, которые с точки зрения банка имели сомнительную ценность.

### Больше не монопольный банк правительства, но кредитор последней инстанции

Обслуживание банком учетного рынка стало выходом для банковской индустрии и британского правительства в борьбе с финансовыми кризисами<sup>35</sup>. Обратите

---

34. Hughes (1960), 320–21; Bagehot (1962), 65–66.

35. В Шотландии банк был менее щедрым: два крупных шотландских банка обанкротились во время кризиса 1857 года, хотя Хьюз утверждает,

БАНКИ И ДЕМОКРАТИЯ

внимание на этот комментарий о деятельности банка во время кризиса 1857 года, подчеркивающий масштаб банковской учетной деятельности: «Массовое снятие депозитов в лондонских вексельных конторах и их попытки защитить депозиты привели к волне обращений в банк за помощью во время кризиса [1857] года... В период с 10 по 12 ноября только банку Overend & Gurney было предоставлено 1,8 млн»<sup>36</sup>. Нет необходимости говорить, что частным участникам рынка было известно о том, что банк поддерживает рынок векселей<sup>37</sup>. Многие историки утверждают, что это создало соблазн избыточного принятия рисков на рынке векселей, что, в свою очередь, привело к нежелательной терпимости по отношению к увеличению кредитного рычага и кредитам

---

что банк был прав, когда отказал в кредите из-за неплатежеспособности этих институтов (Hughes [1960], 31–33).

36. Банк занимался учетом векселей и предоставлял авансы всем секторам делового сообщества. Из 79,4 млн фунтов стерлингов кредита, предоставленного в 1857 году, 35,8 млн фунтов стерлингов было выдано в последние три месяца года. На эту цифру приходится большая часть дисконтов в период паники. Из этой суммы половина, или 17,8 млн фунтов стерлингов, составляла прямые кредиты или льготы торговцам. Шотландские банки получили 1,3 млн, провинциальные банки (включая акционерные банки в Лондоне и банки за пределами Лондона) — 7,1 млн, а вексельные конторы — 9,5 млн фунтов стерлингов. Из провинциальных банков те, которые находились за пределами Лондона, получили почти 6 млн фунтов стерлингов, а те, которые находились в пределах города, — всего около 1 млн фунтов стерлингов. Самый сильный спрос на кредиты отмечался со стороны торговцев, следом за которыми шли вексельные конторы и провинциальные банки (Hughes [1960], 302–303, 305).
37. Субсидирование ставок банком не было результатом какой-либо попытки предложить ставку ниже рыночной. На самом деле ставка банка была выше рыночной на протяжении 1850-х годов (Hughes [1960], 301). В основе субсидирования банком рынка лежала его готовность удовлетворять спрос, что означало, что какую бы ставку банк ни просил, рынок мог спокойно учитывать векселя ниже этой ставки. Рассматривать учет векселей как несомненный опцион пут было бы некоторым преувеличением. Банк мог (и он это делал) поднимать ставку учета векселей в периоды паники, поэтому цена опциона была постоянно меняющейся величиной. Хьюз (Hughes ([1960], 371)) говорит о том, что решение повышать ставку во время паники встревожило рынок — эту реакцию можно было интерпретировать как отражение неблагоприятного шока рыночных ожиданий. Также ослабление ограничительных положений закона от 1844 года, который обсуждается ниже, было не гарантировано, поэтому возможность реализовать опцион пут стояла под вопросом.

низкого качества в периоды взрывного роста<sup>38</sup>. Конечно, Банк Англии не давал гарантий осуществлять конвертации векселей в наличные денежные средства, но это подразумевалось<sup>39</sup>.

В принципе банк мог отказаться учитывать векселя до или во время банковских кризисов. Но на практике это было бы сложно осуществить из политических соображений, поскольку сохранение особых (ослабевающих) привилегий банка зависело от правительства и общественного мнения<sup>40</sup>. Как отметил один наблюдатель: «Закон не налагает на банк каких-либо особых обязательств, однако то, что такие обязательства предполагаются неписанным законом и должны признаваться и выполняться, нет никаких сомнений. Они так сильно влияют на нашу коммерческую деятельность и так неразрывно связаны с функциями и обязанностями непосредственно Государства, что рассматривать Банк Англии просто как частный торговый институт, а не как собственно государственственный или правительственный банк, абсолютно невозможно».<sup>41</sup>

---

38. См. Hughes (1960), 264–65, цитата из Ньюмарча (Newmarch). Автор говорит, что участники рынка ожидали защиты от банка.

39. Тем не менее Давид Саломон, директор London and Westminster Bank, признал, что поддержка Банком Англии рынка векселей стала основной причиной пузыря, надувавшегося из-за избыточного кредитования. Его спросили: «Вы считаете, что в обязанности Банка Англии входит учет любого векселя только потому, что сторона, которая является держателем векселя, хочет конвертировать его в наличные денежные средства?» Он ответил: «Как я и говорил ранее, Банку Англии будет очень трудно избавиться от этого неудобного представления, которое сложилось у населения, что Банк Англии представляет собой нечто большее, чем простой акционерный банк» (Hughes [1960], 300).

40. Описывая в 1858 году панику 1857 года и поддержку, которую оказал банк в ее разрешении, один комментатор того времени отметил:

Мало сомнений в том, что... торговая сфера получает преимущества от использования этих средств, непосредственно или косвенно, при учете векселей... Они... приходят на денежный рынок и применяются в торговых целях; однако когда спрос на деньги велик, а ставка процента, соответственно, высока, ресурсы, которые Банк Англии предоставляет при нынешней системе руководства, очень пригождаются; такие дома гарантируют, что средства, находящиеся в распоряжении банка, всегда будут доступны законным торговым предприятиям по действующей процентной ставке. Отсюда идет уверенность, основанная на однородности системы. Банк Англии, соответственно, рассматривается как центр и главная опора торгового кредита (Schuster 1923, 21–22).

41. Schuster (1923), 8.

То, что правительство ожидало, что Банк Англии будет действовать как кредитор последней инстанции, особенно ярко проявилось в парламентском запросе о деятельности банка после кризиса 1857 года. Допрос парламентской комиссией управляющего Банком Англии не мог бы быть более показательным. Один историк банка так резюмирует результаты допроса:

Свидетелей спрашивали, действительно ли всякая организация, которая обращалась за помощью и заслуживала ее, ее получала. Согласно свидетельствам получается, что директора Банка Англии приезжали в округ, чтобы проанализировать счета банков, имеющих трудности, и оказать им помощь, если они представлялись платежеспособными. Управляющего Банком Англии спросили: «Вы не отказали в поддержке никому, кто приносил вам надежные бумаги, вплоть до того момента, пока не было приостановлено действие закона?» Ответ был — «нет». «Думаю, вы признали, что в то время действовали не из чисто банковских интересов, вы также учитывали и интересы общества?» «Да». «Вы признаете, что курс, который Банк принял в тот период, не совсем соответствует общим правилам банка?» «Да»<sup>42</sup>.

### Кредитор последней инстанции — боль во имя спасения

К 1857 году оказалось, что английская банковская система стала одной из самых нестабильных в мире. (Одним из ее основных соперников за титул самой нестабильной системы были Соединенные Штаты — к этой теме мы вернемся в главе 6). Англия испытала суровые банковские кризисы, в среднем кризисы случались раз в 10 лет — в 1825, 1836–1837, 1847 и 1857 годах — и со временем они, похоже, становились все серьезнее.

После паники 1857 года прошли серьезные общественные дебаты о политической и экономической слабости, которая способствовала возникновению, как бы мы сказали сегодня, угрозы недобросовестности, связанной с аккомодационной политикой центрального банка. Когда центральный банк берет на себя обязательство предоставлять ликвидность рынку, такое обязательство

---

42. Schuster (1923), 22.



может стимулировать принятие на себя рисков банкирами и вексельными брокерами, которые чувствуют своего рода защиту, поскольку в крайнем случае они имеют возможность продать бумаги центральному банку.

Это может вызвать беспечность в управлении рисками и тенденцию кататься на волнах оптимизма во время периода взрывного роста среди тех, кто чувствует себя защищенным. Парламентские слушания в 1858 году обнажили некоторые угрозы недобросовестности и признали, что существующая политика учета векселей, которая сама по себе являлась порождением скорее политических договоренностей, нежели закона как такового, была не самой хорошей общественной политикой. Издания *Bankers' Magazine* и *Economist* также порицали дестабилизирующее влияние политики дисконтирования, проводимой банком<sup>43</sup>. Эти факты упрощали банку задачу изменения своих действий с политической точки зрения, а его совет директоров принял следующую резолюцию 11 марта 1858 года: «Поскольку привычные авансы в виде дисконта или кредита вексельным брокерам, дисконтным компаниям и денежным маклерам способствуют тому, что они полагаются на помощь Банка Англии для обеспечения их безопасности в напряженные периоды, кредиты этим заемщикам должны выдаваться на срок до трех месяцев, а в особых случаях управляющие должны максимально быстро получить одобрение на кредит Совета управляющих Банка»<sup>44</sup>.

Если перевести это на простой язык, Банк Англии объявил, что он меняет свою политику дисконтирования: в частности, банк будет гораздо менее щедрым в периоды кредитных бумов и более разборчивым во время кризисов, хотя совет управляющих и признал, что может предоставлять кредиты по своему усмотрению при «особых и срочных обстоятельствах». После объявленных изменений банк прекратил выдачу кредитов вексельным брокерам при нормальных экономических условиях<sup>45</sup>. Проверкой его решения быть более разборчивым во время кризисов стал крах банка *Overend & Gur-*

---

43. King (1936), 202–203.

44. Hughes (1960), 305.

45. См. Flandreau and Ugolini (2011).

пеу в 1866 году. Во время кризиса 1866 года Банк Англии действовал как кредитор последней инстанции, предоставляя кредиты даже вексельным брокерам, которых он считал фундаментально платежеспособными, но временно неликвидными. Однако он отказался предоставить кредит одному из самых крупных финансовых институтов Англии — банку Overend & Gurney, которого он считал не просто неликвидным, но и неплатежеспособным, и дал банку обанкротиться<sup>46</sup>.

Сложно оценить влияние лишь одного изменения в политике на долгосрочное развитие финансовой системы, однако судя по историческим результатам новая кредитная политика Банка Англии, которую можно охарактеризовать как «боль во имя спасения», помогла стабилизировать британскую банковскую систему. Циклы взлетов и падений, которые характеризовали британскую банковскую систему в течение четырех десятилетий, завершились; ни одного подобного серьезного банковского кризиса не случилось в Британии до 2007–2009 годов. Одним из объяснений этого факта может быть то, что в обстановке, в которой неблагоразумные банки не спасают, а благоразумные спасают, стоит быть благоразумным банком<sup>47</sup>.

Однако мы также подчеркнем, что новую политику Банка Англии в отношении рынка векселей было легче реализовать за счет того, что банк больше не был кредитором последней инстанции для множества крохот-

---

46. Поскольку Overend & Gurney спасли в 1857 году, но позволили обанкротиться в 1866 году, изменение в политике породило комментарий, что «Overends заставил Банк сильно потратиться в 1866 году, поскольку он обанкротился, а в 1857 году — поскольку ему не дали обанкротиться». Банк Англии предоставлял ликвидность другим банкам и вексельным брокерам, которых он считал платежеспособными. Насколько можно судить по объемам кредитов, предоставляемых Банком Англии в 1857 и 1866 годах, банк практически одинаково вел себя в отношении предоставляемых сумм, ставок и профилей заемщиков. Это не было нарушением правила, установленного им 11 марта 1858 года, которое, в частности, призывало к ослаблению ограничений при «особых и срочных обстоятельствах». Существенные изменения в политике были отражены в решениях не предоставлять проциклических кредитов вексельным брокерам в годы, предшествующие кризисам, и позволить Overend & Gurney обанкротиться. См. Flandreau and Ugolini (2011).

47. Bagehot (1962); Andreades (1966); Hawtrey (1932, 1938); King (1936); Clapham (1944), vol. 2; Hughes (1960); Capie (2002, 2009).

ных (и внутренне нестабильных) провинциальных банков и вексельных брокеров. Скорее, серия правовых изменений, имевших место в период между 1826 (когда было впервые разрешено учреждать акционерные банки за пределами Лондона) и 1862 годами (когда законодательные изменения впервые позволили банкам вести деятельность как компаниям с ограниченной ответственностью) способствовала взрывному росту сначала количества, а потом и масштабов лицензируемых банков<sup>48</sup>. К 1836 году, спустя всего 11 лет после реформы 1825 года, число акционерных банков в Англии составляло 61, а количество их филиалов равнялось 472. К 1870 году было уже 111 акционерных банков с 1127 филиалами<sup>49</sup>. Эти акционерные банки были не только внутренне более стабильными, чем провинциальные банки и банки золотых дел мастеров, они сами становились крупными источниками ликвидности для рынка. Кроме того, рост числа акционерных банков, так же как и рост филиалов Банка Англии, снизил спрос на торговлю векселями. Короче говоря, система крупных национальных филиальных банков наконец заменила внутренне нестабильную и неэффективную систему провинциальных банков и вексельных брокеров<sup>50</sup>.

За следующие сорок лет Банк Англии усовершенствовал свои инструменты стабилизации британской финансовой системы. В периоды, когда дела в экономике шли хорошо, банк варьировал ставку, по которой он дисконтировал векселя или предоставлял кредиты банкам, чтобы поддерживать монетарную и финансовую стабильность<sup>51</sup>. Когда дела в экономике шли не так хорошо, банк применял инновационный подход, чтобы помочь финансовой системе вернуться в стабильное состояние. Этот подход был воплощен в двух механизмах помощи центрального банка.

Во-первых, банк свободно выдавал кредиты под хороший залог в периоды паники по высокой процентной ставке (эта политика сейчас известна как правило Бэдж-

---

48. Cameron (2012), 74–80.

49. Всего в Британии в 1870 году было 378 банков с 2738 филиалами. Capie and Webber (1985), 576.

50. Hughes (1960), 306. Также см. King (1936).

51. Hawtrey (1932, 1938); Bagehot (1962); Andreades (1966); King (1936); Clapham (1944), vol. 2; Hughes (1960); Capie (2002, 2009).

та). Выдавая кредит под надежный залог, банк мог предоставлять ликвидность другим банкам, но мог понести убытки только в пределах снижения стоимости залога, если бы заемщик обанкротился. Выдавая кредиты под высокие процентные ставки, банк отбивал охоту брать кредиты у заемщиков, которые в действительности в них не нуждались, а просто хотели «проехать зайцем».

Второй механизм, пионером в котором стал банк, заключался в разделении риска с другими банками в британской финансовой системе. Примером может послужить инновационное страховое соглашение между Банком Англии и лондонскими клиринговыми банками по предоставлению кредитных гарантий, нацеленное на предупреждение распространения кризиса *Barings* в 1890 году, случившегося из-за убытков, понесенных этим банком на рынке аргентинских облигаций. Лондонские банки создали гарантийный фонд для покрытия убытков *Barings*, а Банк Англии, по сути, обеспечил гарантии группы, предложив дополнительный существенный объем финансирования. Этот страховой фонд был достаточно крупным, чтобы успокоить вкладчиков лондонских банков, что их деньгам ничего не угрожало, несмотря на финансовые трудности *Barings*<sup>52</sup>. Образно говоря, Банк Англии перестраховался — предоставил своего рода «ремень» в дополнение к «подтяжкам», в роли которых выступила взаимная страховка других лондонских банков, и он это сделал с очень маленькой вероятностью убытка, в частности, из-за того что лондонские клиринговые банки выплатили сумму, превышавшую стоимость непосредственно подлежащих оплате обязательств *Barings*<sup>53</sup>. Оба типа политики — правило Бэджета и фонд взаимных гарантий — поставили Банк Англии как креди-

---

52. Говоря, что банк использовал инновации, мы не имеем в виду, что он был единственным или первым, кто использовал такого рода процедуры. Уайт (E. White (2011)) демонстрирует, что Банк Франции использовал подобную двухъязычную процедуру разделения риска, когда помогал (вместе с французскими банками) Парижской фондовой бирже в 1882 году. В 1908 году Хосе Лимантур, министр финансов Мексики, использовал несколько другой подход к предоставлению гарантий, чтобы помочь мексиканским банкам разместить долговые обязательства, обеспеченные банковскими кредитами на волне паники 1907 года (Conant [1910], а также глава 10 ниже).

53. Clapham (1944), 2: 326–39; Andreades (1966), 366–367.

тора в главенствующее положение, таким образом, сводя к минимуму риски моральной недобросовестности, которые могут возникать, когда центральные банки оказывают помощь другим участникам банковской системы.

## Рост крупных коммерческих банков

Английская банковская система зарождалась как игра между «своими», обслуживая преимущественно бюджетные интересы государства и личные интересы небольшой группы граждан с хорошими связями. После наполеоновских войн политическое давление, которое демократизация и индустриализация оказали на банковскую систему, наряду с исчезновением необходимости правительства финансировать войну, развенчало это монопольное соглашение. Переход от системы, созданной для финансирования правительственных дефицитов, к системе, разработанной для финансирования частного сектора, нельзя назвать безболезненным: Британия прошла через более чем сорокалетний период адаптации, в течение которого происходили банковские кризисы 1825, 1836–1837, 1847, 1857 и 1866 годов.

К концу XIX века, однако, английская банковская система наконец достигла стабильности и стала обеспечивать широкий доступ к кредитам. За исключением кризиса, вызванного внешними факторами из-за начала Первой мировой войны, в Британии не было системных банковских кризисов в течение более чем ста лет после 1866 года<sup>54</sup>. В то же самое время, как видно на рис. 5.1, английская банковская система значительно выросла, как по показателю депозитной базы относительно ВВП, так и по показателю доступа заемщиков в банки и филиалы банков<sup>55</sup>.

---

54. Подробный рассказ о кризисе в начале Первой мировой войны можно найти в работе Roberts, Reading, and Skene (2009).

55. Некоторые экономические историки критикуют британские банки за излишний консерватизм в финансовых практиках накануне Первой мировой войны и именно этим частично объясняют слабый рост в Британии. Другие считают, что замедление отражает естественную тенденцию крупных экономик расти более медленно. Обзор этих дискуссий см. у Collins (1995), особенно в главе 4.

БАНКИ И ДЕМОКРАТИЯ

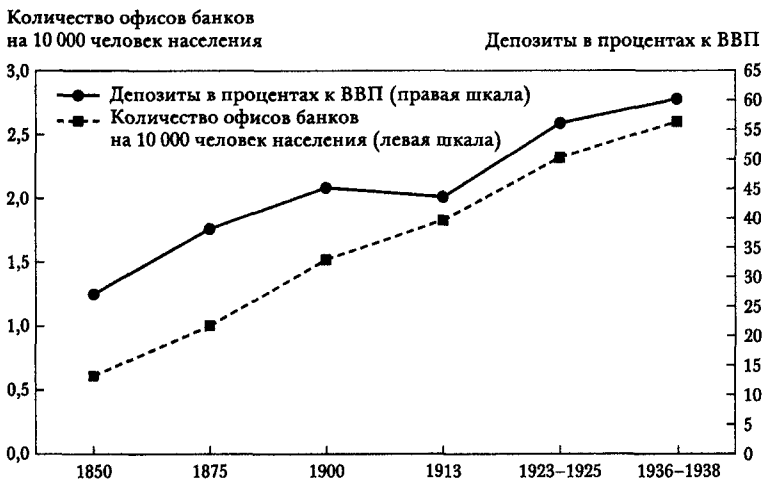


РИС. 5.1. Размер банковской системы Соединенного Королевства, 1850–1938

Источник: Collins (2012), 46, 52, 53, 204, 206.

ПРИМЕЧАНИЕ: Включая Ирландию. Банковские депозиты в 1923–1925 и 1936–1938 годах представлены «чистыми депозитами», т.е. общим объемом депозитов за минусом межбанковских депозитов.

Британские банки становились все более крупными предприятиями. Как показано на рис. 5.2, рост банковской системы в последней трети XIX века совпал со стремительным процессом консолидации, который породил несколько дюжин крупных банков с широкой сетью филиалов<sup>56</sup>.

К началу XX века в системе доминировали пять крупных банков: Barclays, Lloyds, Midland, National Provincial и Westminster. К 1920 году на «Большую пятерку» приходилось около 80% депозитов и кредитов<sup>57</sup>. Ведутся споры относительно того, не составляли ли эти пять банков картель, устанавливая цены и распределяя кредиты, чтобы заработать прибыль. Есть некоторые свидетельства картельного поведения, однако есть и доказательства того, что крупные банки соперничали между собой<sup>58</sup>. Вне зависимости от того, являлась ли система

56. Более подробную информацию см. у Sheppard (1971); Collins (2012).

57. Billings and Capie (2007), 143–44.

58. Capie and Billings (2004), 69–103.

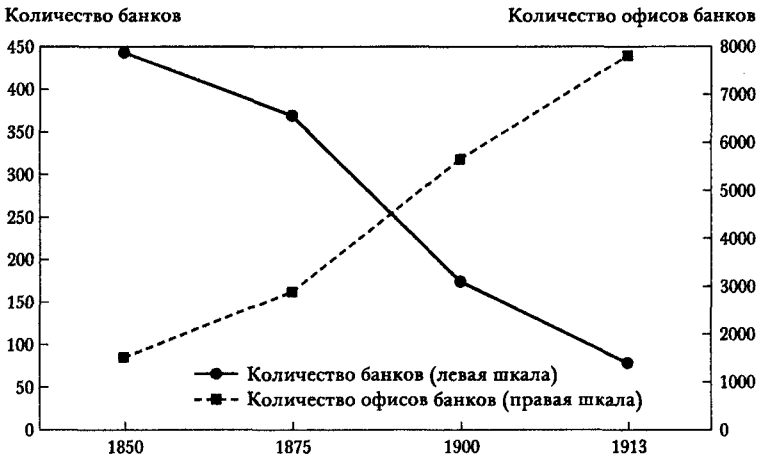


РИС. 5.2. Количество банков и офисов банков в Соединенном Королевстве, 1850–1913

Источник: Collins (2012), 46, 52, 53, 204, 206.

ПРИМЕЧАНИЕ: Не включая Ирландию.

картелем, к началу 1900-х сохраняющаяся консолидация банковской системы, несомненно, имела антиконкурентные последствия. В одном исследовании проанализирован рост котировок акций банков в моменты объявлений о слияниях в период с 1885 по 1925 год. На раннем этапе банковской консолидации рост цен акций объединяющихся банков отражал рост эффективности от консолидации, и эти консолидации случались в очень конкурентной среде. Однако в более поздние годы большая часть роста котировок акций в момент объявлений о слияниях отражала сокращение конкуренции, которое сопровождало слияния. В течение более позднего периода котировки акций банков, которые не участвовали в объявленном слиянии, росли на фоне этого объявления в среднем приблизительно на 2%, что говорит о преимуществах снижения конкуренции за счет слияния. Авторы этого исследования также обнаружили, что — поскольку позиции банков на кредитном рынке укреплялись — доля кредитов в активах со временем снижалась<sup>59</sup>.

59. Braggion, Dwarkasing, and Moore (2012).

В конце XIX и начале XX веков в британской банковской системе также появились новые типы финансовых посредников, которые обслуживали определенные ниши в сфере работы с физическими лицами. Сюда входили мелкие сберегательные и страховые институты (кассы взаимопомощи, строительно-сберегательные кассы, доверительно-сберегательные банки и страховые компании), которые иногда получали специальные налоговые льготы. К 1873 году существовало около 1500 строительно-сберегательных касс. В 1861 году правительство также учредило Почтово-сберегательный банк, который инвестировал в государственный долг, выполнял заданные ему функции, выплачивал фиксированную ставку процента и имел ограниченный размер депозитов. К 1904 году существовало свыше 15 000 филиалов Почтово-сберегательного банка и около 400 офисов доверительно-сберегательных банков<sup>60</sup>. Эти новые институты отражали расцвет среднего класса как экономической реалии и политической силы, ищущей свои собственные источники финансирования.

### Война, империя и расширение избирательного права в XX веке

В XIX и начале XX веков бизнес британских банков, как и британской экономики в целом, в большой степени использовал преимущества, связанные с тем положением, которое занимала Британия в мировой экономике. В период с 1870 по 1913 год международные финансовые инвестиции — в основном в форме выпусков облигаций — в среднем составляли примерно половину мирового ВВП. Такой уровень был вновь зафиксирован лишь в 1990 году<sup>61</sup>. Великобритания — самая богатая страна мира с полноценным рынком капитала — была основным поставщиком международного капитала. Отток капитала из Британии существенно вырос — со 193 млн фунтов стерлингов в период с 1865 по 1869 год до 920 млн фунтов стерлингов в период с 1900

---

60. Collins (2012), 58–59, 214–218.

61. Obstfeld and Taylor (2004); Calomiris (2005), 36–41.



по 1914 год<sup>62</sup>. Кроме осуществления портфельных инвестиций многие британские фирмы вели бизнес за рубежом и делали значительные иностранные прямые инвестиции: Британия была самым крупным в мире иностранным прямым инвестором. В период с 1910 по 1913 год чистый размер британских иностранных инвестиций составлял свыше 53% от британских национальных сбережений<sup>63</sup>.

В конце XIX и начале XX века британские банки и финансовые рынки играли центральную роль в росте Британии как коммерческой империи. Специализированная группа британских международных банков имела значительную сеть зарубежных филиалов и занималась в основном финансированием международной торговли. В 1830-х годах эти международные банки начали открывать филиалы в Австралии, Канаде, Ост-Индии и в средиземноморском регионе. К началу Первой мировой войны приблизительно 30 британских банков владели более чем 1000 филиалов за рубежом, в Британской империи и в остальном мире<sup>64</sup>.

Однако сохранение мирового господства Британии в XX веке было не просто делом сохранения качества финансовых и военных институтов страны. Иностранная конкуренция усиливалась на обоих фронтах. Амбиции Германии стремительно росли. К началу XX века Британия была втянута в гонку вооружений с Германией, а к 1914 году вновь вступила в продолжительный европейский конфликт. В Азии доминирующей державой становилась Япония, которая в конечном итоге бро-

---

62. Davis and Huttenback (1988), 48–49; Davis and Gallman (2001), 70; Calomiris (2005), 38.

63. O'Rourke and Williamson (2000), 209. Цифры, приведенные здесь, основываются на наборе данных, собранном в работе Jones and Obstfeld (2001). В этой работе приведена информация по формированию национального капитала и счету движения капитала (без учета движения золота). При допущении, что общий объем сбережений равен сумме счета движения капитала и прироста национального капитала, отношение чистых иностранных инвестиций к национальным сбережениям равняется отношению счета движения капитала (без учета движения золота), поделенного на сумму счета движения капитала и прироста национального капитала. Набор данных, на которых основаны эти расчеты, можно найти на веб-сайте Национального бюро экономических исследований ([www.nber.org/databases/jonesobstfeld/](http://www.nber.org/databases/jonesobstfeld/)).

64. G. Jones (1993), 1, 7–12, 32–62.

сит вызов Британии в отношении контроля над тихоокеанским регионом. На американских континентах США начали консолидировать свои владения и власть после победы в Испано-американской войне. Технологические изменения в методах ведения войны означали, что в войнах будущего будет участвовать беспрецедентное количество бойцов, а ужасы будут несравнимы с теми, что пришлось испытать в предыдущих войнах. Как небольшая нация в Северной Атлантике могла ответить на эти вызовы?

Изменения для Британии были неизбежны — в конечном итоге ей пришлось уступить главенствующую роль в экономике своим новым соперникам. Сохранение влияния в мировых экономических и политических вопросах потребовало было от сравнительно немногочисленного населения Британии непропорциональной готовности идти на военную службу. Это, в свою очередь, предполагало необходимость создавать политическое партнерство, которое бы равномерно распределило вес между имперскими амбициями и интересами простых людей. Это обязательство отвечать интересам населения предполагало дальнейшее расширение избирательного права — оно приняло форму права голоса для всего мужского населения и некоторых категорий женщин, — а также устранение разделения по половой принадлежности в палате лордов.

Нежизнеспособное сочетание имперской власти и власти элит было темой не только политических движений, но и беллетристических изображений довоенной (до Первой мировой войны) Британии. Например, популярная диснеевская версия фильма о Мэри Поппинс, который был снят в Лондоне в 1910 году, рассказывает историю об очаровательной няне, которая приходит в дом к аскетичному банкиру, его жене-суфражистке и двум несчастным детям. Напряженность момента иллюстрируется сценой, в которой банковские коллеги отца пытаются убедить детей, что они могут внести свой вклад в величие империи, сохранив два пенса для финансирования имперского предприятия, вместо того чтобы отдавать эти деньги нищей. Эта борьба за два пенса — точное отражение тогдашних реалий: Британия достигла поворотного пункта, когда интересы империи

и простого человека необходимо было согласовывать более тщательно.

Неудивительно, что в то же самое время, когда Рах Britannica находился под давлением, в таком же положении были и политические институты, которые давали высшим слоям британского общества власть, не соответствующую их численности. Ряд избирательных реформ в 1867 и 1884 годах расширил границы избирательного права далеко за пределы, очерченные Великой реформой 1832 года. Закон 1867 года снизил имущественный ценз для избирателей в городских округах, поэтому приблизительно треть мужчин, включая и некоторых членов рабочего класса, получила право голоса. Закон 1884 года снизил имущественный ценз еще больше и распространил новые критерии на избирателей в сельской местности. После его принятия право голоса получило примерно 60% взрослого мужского населения, в том числе и большая часть рабочего класса.

Эти два фактора — необходимость поддерживать военную мощь, соразмерную со званием мировой державы, и расширение избирательного права — двигались параллельно на протяжении тогдашней истории Британии, и их пути время от времени пересекались, подталкивая друг друга вперед. Теперь, на заре XX века, они более тесно переплетались и усиливали друг друга в процессе, который превратил банковскую систему в механизм финансирования войны, усилил ее картельные характеристики и сделал дефицитным поставщиком кредита частной экономике на протяжении многих десятилетий.

Первым очевидным свидетельством изменения политического ландшафта, которое трансформировало Британию, были выборы 1906 года, серьезно подорвавшие влияние либеральной партии и укрепившие влияние лейбористской партии<sup>65</sup>. Успех либералов объяснялся тем, что они обещали провести социальные реформы, такие как либерализация забастовок, ограничение рабочего времени, закрепление минимальной заработной платы, создание медицинского страхования и страхования от безработицы, реформирование тюрем. Они также выступали за фундаментальные политические изме-

---

65. M. Gilbert (1997), 149.

нения, включая отмену права вето для палаты лордов и расширение избирательного права. Увеличивающаяся популярность этих изменений у населения отражала быстрый рост городов и радикализацию промышленных рабочих<sup>66</sup>.

Некоторое представление о социальной программе либералов и их часто напористой риторике можно получить из этого выступления перед избирателями в Данди в апреле 1908 года:

Я принял единодушное приглашение от ваших исполнительных органов баллотироваться от города Данди на предстоящих дополнительных выборах и бороться за либеральное дело и свободную торговлю... Вас попросят подписать прошение углекопов о том, чтобы дать им чуть больше жизни и чуть больше солнечного света... Вас будут принуждать поддерживать правительство против произвольных и безответственных политических решений палаты лордов... Британской демократии в настоящий момент противостоят сильные тори. Соотношение сил в социальной борьбе меняется, и каков будет результат — пока неясно. На чашу ве-

---

66. Британия была не единственной страной, которая ввела в действие амбициозное социальное законодательство накануне Первой мировой войны (Германия начала это делать еще в 1880-х); также она не была и единственной страной, расширившей избирательное право (Австрия это сделала в 1907 году). Общий политический климат этого периода характеризовался социальной напряженностью, массовыми политическими протестами, мятежами, забастовками и беспрецедентным числом политических убийств или покушений — многие из них совершались анархистами или социалистами. Первая русская революция 1905 года продемонстрировала уязвимость авторитарных империй. Среди жертв покушений оказался итальянский король в 1900 году; американский президент в 1901 году; король Бельгии, российский министр образования, российский министр внутренних дел и болгарский министр народного просвещения в 1902 году; сербский король, королева, премьер-министр и министр военных дел в 1903 году; русский великий князь и прокурор финского сената в 1905 году; российский премьер-министр и ведущий член русской Думы в 1906 году, градоначальник Санкт-Петербурга и главный военный прокурор России в 1907 году; австро-венгерский губернатор и многочисленные османские высшие чиновники в 1908 году; шеф русской тайной полиции и адъютант госсекретаря Индии, государственный прокурор Бенгалии, японский принц и бывший премьер-министр в 1909 году; египетский премьер-министр, российский премьер-министр, австрийский министр юстиции и многочисленные британские и индийские чиновники в 1910 году; два испанских премьер-министра в 1912 году; король Греции и турецкий великий визирь в 1913 году; австро-венгерский эрцгерцог и его жена в 1914 году (это событие спровоцировало конфликт, который перешел в Первую мировую войну). См. M. Gilbert (1997) и в других местах.

сов брошена судьба важного законодательства, созданного в высочайших интересах рабочего класса Британии. Избирательный ураган, который сметет либералов, заденет... представителей лейбористов со всей силой. Давайте держаться вместе... Рычаги социального развития все еще находятся в руках либеральной партии... Должны ли мы получить власть? Этот вопрос я пришел задать городу Данди.

Агитатором, произнесшим эту речь, был не кто иной, как Уинстон Черчилль, который впоследствии станет премьер-министром от консервативной партии Великобритании и, возможно, самым известным британским защитником империи. В следующем году Черчилль произнес речь, из которой взят эпиграф к этой главе. В ней он призывал лишить палату лордов права вето, делая ее, таким образом, в целом малозначимой. Тон этой речи поражает, поскольку она низводит палату лордов до статуса политического вредителя, стоящего на пути прогресса целой нации.

Почему этот ярый сторонник империи был так заинтересован в наделении рабочего класса властью? Хотя нет никаких сомнений, что у Черчилля была страсть к облегчению участи бедняков (он был искренним и энергичным сторонником социальной политики и возможно даже, что это он впервые произнес словосочетание «борьба с бедностью»), также нет никаких сомнений и что стремление Черчилля обеспечить интересы империи — особенно в том, что касалось необходимости комплектования военного состава и мобилизации, — послужило причиной отстаивания им социальных реформ в ранние годы и объединения с Либеральной партией<sup>67</sup>. Либералы отстаивали социальные и политические реформы, одновременно являясь сторонниками сохране-

---

67. Либеральное правительство Герберта Генри Асквита (премьер-министр с 1908 по 1916 год) втянуло Великобританию в гонку морских вооружений против Германии, а также в Первую мировую войну. Будучи первым лордом адмиралтейства в правительстве Асквита, Черчилль был инициатором перехода флота на броненосцы с тяжелыми орудиями, работающими на мазуте (так называемые дредноуты) и командовал морскими операциями до своей отставки после страшного Галлиполийского сражения в 1915 году. После того как его вынудили уйти из правительства, Черчилль был произведен в подполковники Британской армии, командующего 6-м батальоном Королевского шотландского фузилерного полка на Западном фронте.

ния мощи Британской империи. В своем обзоре книги о бедности в Англии от 1901 года Черчилль отметил все моральные аргументы в пользу улучшения социальной политики в отношении бедных, но он также признал, что самым убедительным аргументом в пользу этой политики для парламента было то, что бедность является «серьезным препятствием для набора [на военную службу]»<sup>68</sup>. Согласно взглядам Черчилля успех в войне и сохранении империи основывался на добровольном партнерстве между простыми людьми и элитой. Широкое избирательное право и социальная политика, которая защищала простого человека, были нужны для сохранения империи; их отсутствие могло иметь катастрофические последствия<sup>69</sup>.

Будучи членом парламента от Консервативной партии, Черчилль в 1901 году произнес в палате общин речь, в которой говорил об угрозах новых технологий ведения войны: «С тех пор как я являюсь членом этой палаты, меня часто поражает, с каким хладнокровием и поспешностью члены палаты и даже министры судят о европейской войне... Произошли существенные перемены, — продолжал он, — которые палата не может не заметить». В былые времена в войнах участвовали небольшие армии профессиональных солдат и было возможно ограничить обязательства сражающихся, но теперь, когда могучие популяции сталкиваются друг с другом и каж-

---

68. M. Gilbert (1991), 146. Ничего наивного в том, что Черчилль являлся сторонником наделения простого человека правами, не было, что ясно из его известного изречения: «Лучший аргумент против демократии — пятиминутная беседа со средним избирателем».

69. В 1904 году Черчилль ушел от тори, чтобы объединиться с Асквитом, Ллойд Джорджем и другими членами Либеральной партии, которые одновременно выступали за имперскую мощь, свободную торговлю и социальную политику во благо народа. На формирование взглядов Черчилля сильно повлияло время, проведенное им в Южной Африке во время Второй англо-бурской войны, сначала в качестве военного корреспондента, а потом в качестве офицера южноафриканской легкой кавалерии. Он вернулся с войны в 1900 году и стал членом палаты общин от консерваторов. Этот опыт научил Черчилля, что новые технологии военного дела (автоматы, колючая проволока и скорострельные гаубицы) требовали огромной численности войск и приносили невообразимые ужасы. В начале англо-бурской войны общая численность британских войск в Южной Африке составляла 12 000 человек. Она быстро выросла до 280 000 человек, из которых 22 000 человек погибли во время войны. M. Gilbert (1997), 7–11, 57.

дый человек в отдельности озлоблен и распален, — когда ресурсы науки и цивилизации сметают все, что может смягчить ярость, европейская война может закончиться только гибелью побежденных и едва ли менее фатальной коммерческой разобщенностью и истощением завоевателей. Демократия более злопамятна, чем кабинеты. Войны народов будут более ужасающими, чем войны королей. Мы не знаем, что такое война. Мы получили о ней некоторое представление в Южной Африке. Даже в миниатюре она отвратительна и страшна»<sup>70</sup>.

Как только либералы получили контроль в правительстве, они начали выдвигать амбициозные предложения по реформам, многим из которых успешно противостояла палата лордов. Едва пережив выборы, в марте 1910 года либералы представили в палате общин законодательство, ограничивающее полномочия лордов. Это законодательство поддержал король Эдуард VII, который мог назначать пэров в палату лордов для «проталкивания» закона. Под действием этой угрозы палата лордов пошла на компромисс, и 10 августа 1911 года ее освободили от полномочий утверждать финансовые законопроекты, в обмен на то, чтобы избежать массивного внедрения либеральных пэров в правительство. Лорды также потеряли право налагать вето и на другие законопроекты: самое большее, что они могли сделать, это отсрочить утверждение на два года<sup>71</sup>.

Последствия «потрошения» палаты лордов в 1911 году были вскоре дополнены расширением избирательного права. Избирательная реформа 1918 года предоставила право голоса всем лицам мужского пола старше 21 года и женщинам старше 30 лет с достаточной собственностью. Имущественный ценз и более серьезные возрастные лимиты для женщин были сняты в 1928 году.

Эти изменения имели далеко идущие и необратимые последствия для британской демократии. Полномочия издавать законы и применять их теперь были сконцентрированы в палате общин, избираемой населением. Важность этого изменения нельзя переоценить. Как мы говорили в главе 2, все демократии содер-

---

70. M. Gilbert (1991), 143; M. Gilbert (1997), 51–52.

71. Idem., 230.

жат популистские течения, а также институты, которые ограничивают эти течения в различной степени, чтобы избежать тирании большинства. Чем отличаются демократии, так это масштабами, в которых эти сугубо либеральные институты — такие как двухпалатные законодательные органы, непрямые выборы и разделение властей — дают меньшинствам власть, превышающую их численность.

Британская политическая система все еще сохраняла некоторые либеральные оплоты: судебная власть была независима от парламента, члены парламента избирались в одномандатных округах — эта система обычно приводит к победе умеренных кандидатов. Тем не менее к 1918 году ограничения политики, нацеленной на перераспределение богатства в Британии, были гораздо слабее, чем они были тогда в Соединенных Штатах. В Соединенных Штатах (которые мы рассматриваем в следующей главе) сенат и палата представителей должны были совместно одобрять законопроекты, а система голосования в сенате и правило о прекращении прений создавали необходимость в сверхквалифицированном большинстве (или сложном обмене голосами) для принятия закона. Кроме того, в Соединенных Штатах президент избирался непрямым голосованием с правом налагать вето на законопроекты. Даже при наличии этих институтов на американскую политику регулирования банков сильно влиял странный альянс популистов и банкиров. В Британии необходимости в подобных союзах не было: в результате избирательной и институциональных реформ избиратели могли выбирать кандидатов, которые обещали заняться масштабным распределением богатства.

## Вторая Тридцатилетняя война

В период с 1914 до 1945 год мир стал свидетелем трех опустошительных ударов: Первая мировая война, Великая депрессия и Вторая мировая война. Британская банковская система достаточно благополучно пережила этот период потрясений, хотя некоторые неурядицы были неизбежны. Например, рынок международных креди-



тов перестал функционировать с началом Первой мировой войны, однако Британии удалось избежать полномасштабного банковского кризиса<sup>72</sup>.

После Первой мировой войны Британия и другие страны восстановили систему фиксированных обменных курсов, при которой центральные банки обменивали валюты друг друга по курсам, привязанным к золоту (так называемый золотовалютный стандарт). Эта система привела к переоценке британского фунта стерлингов, что снизило способность Британии конкурировать на международных рынках с Соединенными Штатами. Британский экспорт снизился с 24% ВВП в 1913 году до 21% ВВП в 1929 году<sup>73</sup>. Поскольку Британия с трудом сохраняла привязку своей валюты к золоту в результате оттоков капитала, Банк Англии поднял банковскую ставку с 5,5 до 6,5% в сентябре 1929 года. Уровень безработицы тоже рос — со среднего значения в 9,1% в 1920-х до 12,8% в 1930-х годах. Из-за сохраняющегося дефляционного давления в сентябре 1931 года Британия отказалась от золотого стандарта, что позволило увеличить денежную массу. Банковская ставка была снижена до 2%, фунт стерлингов существенно упал по отношению к доллару, а британская экономика и банковская система были избавлены от дефляционных последствий, которые приводили к экономическому спаду и сокращению предложения кредитов банками<sup>74</sup>. Сокращение кредитования отразило не только снижающееся предложение банковских депозитов в результате уменьшения денежной массы, но также и необходимость для банков сокращать инвестиционный риск во время рецессии, что стимулировало их аккумулировать наличные денежные средства и правительственные ценные бумаги.

В сентябре 1931 года девальвация уберегла британскую экономику и банки от самых бедственных последствий Великой депрессии, которые почувствовал весь мир. Однако уровень безработицы оставался высоким, и многие обвиняли британские банки и их предполагаемый картельный сговор в медленных улучшениях. Как только

---

72. Roberts, Reading, and Skene (2009); Collins (2012), 269–272.

73. Moggridge (1972), 38; Park (2012), 5.

74. Idem., 163; Idem., 6.

Британия отказалась от золотого стандарта, монетарная политика была освобождена от необходимости сохранять фиксированный курс обмена. Денежная масса увеличилась, включая и банковские депозиты, однако кредитование росло медленно. Эта вялость отражала сразу несколько факторов, включая и сохраняющуюся тревогу в отношении портфельного риска, и сложность идентификации желательных получателей кредита<sup>75</sup>. Британские банки хорошо справлялись с рисками, и Британии удалось избежать таких банковских кризисов, какие ураганом пронеслись по многим другим странам<sup>76</sup>. Тем не менее дефицит банковского кредитования стал политическим вопросом. Политики обвиняли банки в намеренном сокращении кредитования промышленности, несмотря на действия правительства и Банка Англии по стимулированию кредитования за счет снижения процентных ставок<sup>77</sup>.

Несмотря на эту критику и на предшествующую консолидацию и укрепившиеся рыночные позиции Большой пятерки банков, британское правительство не ставило под вопрос необходимость существования концентрированной банковской системы. Возможно, правительство полагало, что с концентрированной банковской системой ему легче договориться. Было такое преимущество ожидаемым перед Второй мировой войной или нет, нет никаких сомнений, что оно стало важным в 1940-х. Согласно двум выдающимся исследователям британской банковской системы этого периода Форресту Капи и Марку Биллингсу: «Политические обстоятельства... в 1940-х, по сути, требовали от банков жертвовать своей прибылью во имя военных нужд и привели к ограничениям, которые долго сохранялись впоследствии. Принятие правительством олигополии в послевоенный период могло рассматриваться как услуга за услугу»<sup>78</sup>. Капи и Биллингс также нашли свидетельства этого нового сотрудничества в более сильной

---

75. Grant (1937); Thomas (1978); Morton (1978); Winton (1982); Billings and Capie (2011); Park (2012).

76. Billings and Capie (2011).

77. Park (2012), 1.

78. Capie and Billings (2001), 395.

степени сближения норм прибыли у банков во время и после Второй мировой войны. Масштабы банковского картеля до Второй мировой войны можно оспаривать, но нет никаких сомнений, что британские банки координировали свою кредитную деятельность во время и после войны, как между собой, так и с активным участием правительства.

Две мировые войны привели к беспрецедентному поглощению ресурсов правительством и правительственному планированию производства, сместив банки с роли ключевых распределителей финансовых ресурсов в экономике и сократив банковский картель до частного партнера правительственных плановиков. Только Первая мировая война стала продолжительным источником вытеснения частных инвестиций в финансовой системе; уже в 1925 году на правительственные ценные бумаги приходилось приблизительно 25% всего частного капитала в Британии против всего 2,5% в 1914 году<sup>79</sup>. Вторая мировая война существенно увеличила и так уже высокий уровень правительственного долга и не только это: она привела к прямому правительственному управлению экономикой через нормирование, лицензирование, контроль цен и прибыли, валютное регулирование, изъятия, запреты и трудовую повинность.

Эта политика была нацелена на ограничение затрат правительства на ведение войны. Ограничивая конкуренцию со стороны частного сектора на трудовые и производственные ресурсы, правительство могло удерживать свои расходы на невысоком уровне, а ограничивая способность частного сектора конкурировать за банковский кредит, оно могло искусственно снижать процентные ставки по правительственному долгу<sup>80</sup>. Например, во время Второй мировой войны правительство поддерживало работу Комитета по регулированию выпуска ценных бумаг (Capital Issues Committee), который имел право тщательно проверять все заявки на новые выпуски ценных бумаг. Правительство разрешало только такие размещения ценных бумаг, которые содействовали финансированию войны (например, производству воору-

---

79. Collins (2012), 273.

80. Ibid., 317–322.

жений). Банковское кредитование контролировалось через процесс «руководства», включая консультации между казначейством и Банком Англии для определения, служили ли кредиты национальным интересам<sup>81</sup>. При новом режиме нормирования банковская конкуренция была ограниченной, и банкиры работали как члены картеля, которые сотрудничали с правительством для определения цен, включая и цены на правительственные облигации на аукционе.

### Ограничение банковских операций, 1945–1970 гг.

Пережив нацистскую угрозу, Британия и ее банки наконец могли вернуться к некоему подобию нормы. Однако норма после 1945 года ничем не походила на норму в Британии до 1914 года. Избирательные реформы 1918 и 1928 годов, а также сокращение полномочий палаты лордов оставили серьезные следы в экономике нового времени. После выборов в июле 1945 года Лейбористская партия получила большинство в парламенте — впервые в британской истории. Лейбористы, возглавляемые Клементом Эттли, утверждали, что сохранение и расширение правительственного планирования и контроля военного времени было нужно для поддержания высокого уровня занятости после окончания войны, и начали масштабную программу национализации промышленности<sup>82</sup>. Лейбористское правительство национализировало Банк Англии в 1945 году, угольные шахты, гражданскую авиацию и транспорт — в 1946 году; генерацию и распределение электроэнергии — в 1947 году, распределение газа — в 1948 году, железообрабатывающую и стальную промышленность — в 1950 году<sup>83</sup>.

Новые сферы британской политики были обозначены: они касались масштабов перераспределительного

---

81. Collins (2012), 323.

82. Chester (1975); Tiratsoo and Tomlinson (1998); Collins (2012), 327–328.

83. Более подробную информацию об истории британской политики индустриализации см. в работах Chester (1975), Tomlinson (1994), Tiratsoo and Tomlinson (1998).

налогообложения, социальных выплат и национализации промышленности. Две основные партии — лейбористы и консерваторы — конкурировали за общественную поддержку, основные споры велись о том, что лучше для населения — более существенное перераспределение доходов или более быстрый экономический рост. В 1949 году Черчилль процитировал прозвучавшее 25 лет назад предупреждение Ллойд Джорджа, что «социализм означает сообщество в оковах»<sup>84</sup>. Даже Черчилль, однако, знал, как найти темы, которые находили отклик у новых избирателей: в своей первой речи в качестве кандидата от консерваторов во время избирательной кампании от 1951 года (в результате которой он снова стал во главе нации в должности премьер-министра) он отстаивал введение налога на сверхприбыль для производителей вооружения, которые наживались на войне. В период между 1955 и 1975 годами политические платформы обеих партий были, по сути, почти одинаковыми.

Британская «новая норма» имела важные последствия для банковской системы — но основное значение имело правительственное регулирование экономики, а не изменения в структуре собственности. Национализация Банка Англии никого не удивила и не вызвала дискуссий по вопросам экономической политики. Также она не ущемляла частные банки. Экономисты обычно считают, что центральный банк, который имеет монополию на создание официальной валюты и которому поручено изменять ее предложение для выполнения макроэкономических задач, будет исполнять эти обязанности лучше, если у него одновременно нет обязательства, как у частного предприятия, максимизировать прибыль акционеров<sup>85</sup>. Частные банки были оставлены в частных руках: в отличие от металлургии, угольной промышленности и электроэнергетики они не были национализированы<sup>86</sup>.

---

84. M. Gilbert (1991), 889.

85. См. Goodhart (1988), особенно главы 6–8.

86. Некоторые члены Лейбористской партии выступали за национализацию банков, а также создание национального инвестиционного банка. Эти призывы к национализации банковской системы начали звучать еще в 1932 году, когда партия приняла соответствующую резолюцию. Однако любопытно, что, когда лейбористы пришли к власти, они не национализировали банки. Collins (2012), 212.

Самым простым объяснением этого факта служит то, что у правительства не было никакой необходимости национализировать банки, чтобы иметь возможность преследовать цели перераспределения. Правительство могло проводить перераспределение непосредственно через национализацию промышленности, налогообложение для финансирования социальных программ и предоставление правительственного арендного жилья (муниципальных домов или квартир). Кроме того, только что национализированный Банк Англии получил юридическое право на регулирование банковской системы в 1946 году. Кредитное регулирование и картелизация банков, использовавшиеся в военное время для упрощения продажи казначейских векселей, продолжали использоваться в рамках послевоенного управления дефицитами<sup>87</sup>. Учитывая национализацию промышленности и сохранение регулирования банковского кредитования и цен, было мало смысла в национализации банковской системы, которая так мало влияла на распределение кредитов.

Насколько малое значение британская банковская система имела для британской экономики, ясно видно на рис. 5.3, где сравнивается средний уровень кредитов частному сектору, предоставляемых депозитными банками в период с 1960 по 1969 год в странах ОЭСР с высоким уровнем доходов. Соединенное Королевство находится почти внизу группы, поскольку на банковский кредит приходилось всего 19% ВВП. Это примерно половина от уровня Финляндии, Исландии и Швеции, треть — от уровня Соединенных Штатов, Германии и Италии и четверть — от уровня Японии.

Желание сдерживать рост объемов кредитования, предоставляемого частными банками, отражало два ключевых аспекта политической и макроэкономической обстановки в мире после 1945 года: политическую необходимость сохранения высокого уровня государственных расходов и дефицита бюджета для поддержки создания рабочих мест и соблюдение нового фиксированного обменного курса по отношению к доллару в Бреттон-Вудской системе. Правительственный долг достиг при-

---

87. Collins (2012), 220, 317–348.

Отношение суммы кредитов к ВВП в процентах

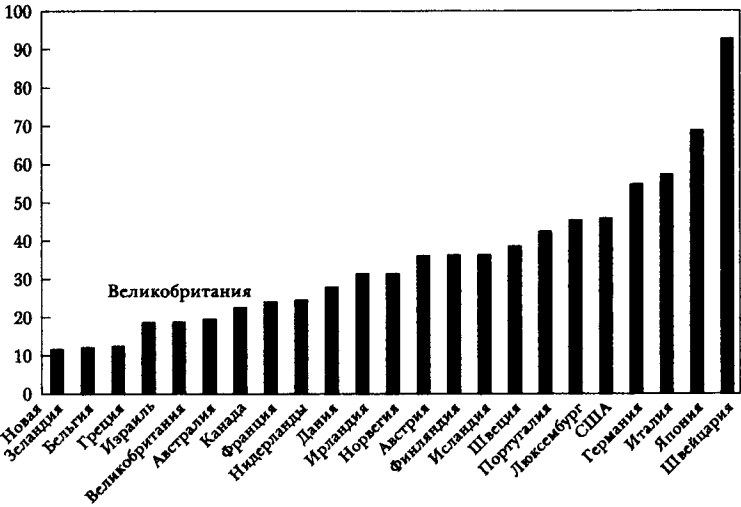


РИС. 5.3. Кредиты частному сектору, выдаваемые депозитными банками, в % к ВВП, в странах ОЭСР с высоким уровнем доходов, ср. уровень в 1960-х гг.

Источник: World Bank (2012).

близительно 300% ВВП в 1945 году, сделав Британию самым крупным должником в мире<sup>88</sup>. Британское правительство продолжало делать масштабные заимствования в следующие десятилетия, постоянно вынуждая Банк Англии увеличивать денежную массу, чтобы покупать правительственный долг. Рост денежной массы спровоцировал инфляцию. Желание сдержать инфляцию и сохранить курс обмена заставило правительство ограничивать кредитование частного сектора, используя кредитное регулирование, которое оно сохраняло в картелизированной банковской системе.

В конечном итоге Британия больше не могла одновременно сохранять достаточно свободные рынки капитала, вести стимулирующую монетарную политику и поддерживать фиксированный курс обмена по отношению к доллару (эту проблему в макроэкономике иногда называют «трилеммой» международной монетарной политики). В течение двух десятилетий Британия старалась

88. Capie (2010), 139.

сохранить фиксированный курс обмена фунта, проводить денежную политику, стимулирующую рост экономики и ограничивать движение капитала<sup>89</sup>. Она столкнулась с продолжительными дефицитами платежного баланса (оттоком капитала), которые приводили к периодическим кризисам, для которых она находила временные решения, иногда при поддержке Международного валютного фонда. В ноябре 1967 года Британия сдалась и провела девальвацию фунта стерлингов<sup>90</sup>.

Во время этих длительных и в конечном итоге безуспешных попыток сбалансировать правительственные потребности в заимствованиях и фиксированный курс обмена лимиты на кредиты частному сектору были основным инструментом ограничения инфляционного давления<sup>91</sup>. В 1950-х и 1960-х годах Банк Англии редко применял повышение процентной ставки для борьбы с инфляцией, хотя, когда он это делал, инструмент оказывался вполне эффективным. Однако поскольку повышение процентной ставки мешало правительству финансировать свои собственные расходы, основными инструментами банка по контролю над денежной массой и кредитом были целевые количественные показатели банковского кредита и коэффициентов ликвидности (ограничения на долю активов, которые банк мог держать в форме кредитов). Концентрированная структура британской банковской системы, как и во время Второй мировой войны, облегчала правительственный контроль над банковским кредитованием.

---

89. Контроль над движением капитала был ослаблен в 1950-х, затем ужесточен в 1961-м, а потом в 1965 и 1966 годах. Carie (2010), 209–210, 295–300.

90. Обзор британского опыта роста денежной массы, инфляции, торговли и баланса потоков платежей можно найти в работе Carie (2010), 7–31; информацию о крахе обменного курса см. на с. 138–251. Капи очень подробно описывает экономическую политику, ее последствия и идеологический подтекст этой политики. Он считает, что основной причиной готовности вести противоречивую политику расширения денежной массы и сохранения фиксированного обменного курса было сумбурное мышление. Преобладающее экономическое мировоззрение — предполагавшее, что рост денежной массы не влиял на инфляцию, — было поставлено под вопрос и в конечном итоге отвергнуто только в конце 1960-х годов. Проведенный Капи анализ отчета комитета Рэкклиффа от 1957 года (с. 77–137) дает особенно наглядное доказательство непоследовательности политики в 1950-х и 1960-х годах.

91. Carie (2010), 271–282.



## Регуляторный арбитраж, критика регулирования и реформа в сфере конкуренции и кредитного контроля 1971 года

Одним из последствий нового режима картелизованных банков и ограничений кредитования частного сектора было появление новых рынков и финансовых институтов, которые могли предложить бизнесу и населению возможности для хранения сбережений и фондирования, поскольку эти потребности не удовлетворялись жестко регулируемые клиринговыми банками (британский термин для банков, которые осуществляли расчеты в финансовой системе). Вкладчики хотели получать ставки выше тех, которые регуляторы позволили выплачивать клиринговым банкам, а заемщики хотели получить больше кредитов, чем эти банки были готовы выдать. Поэтому вкладчики и заемщики отвергли регулируемые клиринговые банки и создали параллельную финансовую систему (сегодня это называется «теневой» финансовой системой), которая не подчинялась регуляторной политике правительства.

Первоначальными участниками этой параллельной системы были торговые банки (акцептные дома) и иностранные банки с офисами в Лондоне. В 1960 году в Лондоне было 77 иностранных банков; к 1970 году их было уже 159<sup>92</sup>. Другими финансовыми посредниками «отечественного производства» были так называемые вторичные банки<sup>93</sup>, которые работали вне поля видимости кредитных регуляторов и привлекали оптовые депозиты (крупные депозиты, которые открывали институциональные инвесторы, крупный бизнес и другие банки) в фунтах стерлингов и другой валюте; оптовый характер их депозитных баз позволял им не обращать внимания на требования хранения резервов наличности в центральном банке. Клиринговые банки первого эшелона, которые попадали под действие кредитного регулирования, тоже имели способы уклоняться от него. Например, банки использовали офшорные дочерние компании или за-

---

92. Carie (2010), 780.

93. Английский термины — secondary banks или fringe banks. — *Прим. науч. ред.*

висимые общества в Лондоне, чтобы выдавать кредиты. Эта практика стала известной как «ирландская утечка»<sup>94</sup>. Клиринговые банки, в отличие от вторичных банков, получали запросы от правительства ограничить кредитование (что, по сути, было принуждением их инвестировать в правительственные ценные бумаги с более низкими процентными ставками), и им приходилось держать не приносящие прибыль резервы в Банке Англии. Также на них распространялись ограничения по процентным ставкам по розничным депозитам, что лимитировало их способность привлекать средства<sup>95</sup>. Регуляторный арбитраж был на руку вторичным банкам, которые исполняли роль посредников, и их рыночная доля росла.

Все более сильная критика жесткого регулирования правительством банковской системы не исчерпывалась жалобами клиринговых банков, что они теряли долю на рынке. Аргументы критиков имели три основных направления. Во-первых, неоправданно дефицитные кредиты частному сектору лишали бизнес возможности финансировать прибыльные проекты. В 1971 году парламентский Комитет по изучению британских малых фирм (Committee of Inquiry on Small Firms), чьи заключения неформально назывались отчетами Болтона, пришел к выводу, что банковское регулирование непропорционально влияло на перспективы роста малых фирм<sup>96</sup>. Во-вторых, картелизация банковской системы, которая была прямым следствием стратегии кредитного регулирования, изолировала лицензированные клиринговые банки от конкурентов и стимулировала развитие контролируемой правительством монополии банковской системы, что противоречило интересам населения. Парламентская комиссия по монополиям (Parliamentary Monopolies Commission) в 1968 году раскритиковала фиксацию цен в банковской системе, сказав, что она оказывает «настолько снотворный эффект на банки, что, пока они существуют, никакая банковская система не сможет существенно увеличить уровень конкуренции»<sup>97</sup>.

---

94. Capie (2010), 434.

95. Collins (2012), 365–380, 419–420, 439–440.

96. Idem., 446.

97. Idem., 415.

В-третьих, кредитное регулирование имело существенные недостатки по сравнению с традиционной монетарной политикой (которая действует либо через покупку или продажу центральным банком активов, либо через изменение процентной ставки центрального банка), когда пришло время применять антициклическую политику для смягчения колебаний делового цикла. Кредитное регулирование не было прозрачным для рынка и поэтому не могло обеспечить накопление опыта и ответственности со стороны монетарных регуляторов. Его использование также не соответствовало представлению многих монетарных экономистов о том, что эффективная монетарная политика требует от центрального банка заниматься измерением и контролем некоторой комбинации денежной массы и процентных ставок.

Либерализация кредитных рынков принесла бы дополнительное преимущество: лондонские банки лучше смогли бы использовать возможности, которые давал статус Лондона как зарождающейся международной финансовой базы. В 1950-х в Лондоне начал развиваться рынок, в конечном итоге ставший известным как евродолларовый рынок. Многие вкладчики из континентальной Европы — особенно из Восточной Европы — хотели иметь долларовые депозиты в какой-либо другой стране кроме Соединенных Штатов. Американские вкладчики, которые стали все больше избегать американского рынка из-за регуляторных лимитов на ставки, выплачиваемые банками по депозитам, также стали важными клиентами лондонских банков. Евродолларовые депозиты были еще не так популярны в начале 1960-х, но, согласно одной оценке, в 1973 году их величина достигла 130 млрд долларов<sup>98</sup>.

В ответ на критику правительственного кредитного регулирования, с точки зрения как повышения эффективности монетарной политики, так и конкурентоспособности банковской системы, недавно избранное

---

98. Carie (2010), 186. Важно отметить, что проблемы с платежными балансами не были связаны с развитием евродолларовых рынков. Поскольку размещаемые в Британии депозиты в долларах не конвертировались в фунты, они не несли риска изменения обменного курса и не учитывались в платежном балансе Британии (см. Carie [2010], 184).

правительство консерваторов, возглавляемое премьер-министром Эдвардом Хитом, начало предпринимать шаги по либерализации банковской системы почти сразу же, как только пришло к власти<sup>99</sup>. Новый режим конкуренции и кредитного регулирования (ККР) был принят Банком Англии в сентябре 1971 года<sup>100</sup>. Он снял количественные ограничения на банковское кредитование, устранил сговор банков в установлении процентных ставок и несколько уравнил правила игры между клиринговыми банками и вторичными банками, потребовав от всех банков хранить резервы и снизив резервные требования к клиринговым банкам. В то же самое время Банк Англии предложил перейти на таргетирование процентной ставки как на основной инструмент монетарной политики, вместо того чтобы налагать ограничения на кредит через клиринговые банки<sup>101</sup>. В результате кредитование клиринговыми банками выросло, а их доля на рынке стала стабильно увеличиваться<sup>102</sup>.

## Тяжелые 1970-е

После изменений, проведенных Хитом, началось переосмысление принципов регулирования британской банковской системы, однако до золотого века экономического и финансового роста было еще далеко. На самом деле 1970-е были худшим для Британии десятилетием в XX веке с точки зрения монетарной, бюджетной и макроэкономической динамики<sup>103</sup>. Денежная масса, кредит и инфляция резко выросли в начале 1970-х, и экономи-

---

99. Несколько человек в Банке Англии не только призывали к построению конкурентной банковской системы и разработке эффективных средств монетарного контроля. Среди этих людей были Джон Форд, Эндрю Крокетт и Чарльз Гудхарт. См. Carie (2010), 487–91, 702; Goodhart and Crockett (1970).

100. Carie (2010), 427–523.

101. Управляющий Банка Англии описал изменение политики в 1971 году как «новый подход к кредитному регулированию, который позволит эффективно функционировать ценовому механизму в распределении кредита и освободит банки от неподвижности и ограничений, которые давно не дают им эффективно исполнять роль посредников в финансовой системе». Collins (2012), 489–490.

102. Collins (2012), 381, 409, 416, 441.

103. Carie (2010), 483.

ка просела, демонстрируя абсолютное снижение реального ВВП. Конкуренцию и кредитное регулирование обвиняли в стимулировании роста кредитования, который провоцировал инфляцию, и Хит в 1973 году даже намеревался отменить банковские реформы. Хотя дерегулирование действительно вызвало бум кредитования, основная проблема заключалась вовсе не в небольших улучшениях стимулирования конкуренции в банковском секторе, а скорее в том, что регуляторы не смогли проводить монетарную политику, которая могла эффективно контролировать рост денежной массы и кредитования через соответствующие инструменты (то есть операции на открытом рынке и изменения учетной ставки)<sup>104</sup>. После реформы конкуренции и кредитного регулирования Банку Англии и правительству понадобилось почти десять лет, чтобы признать важность контроля над агрегированной денежной массой и научиться эффективно это делать. Тем временем в экономике свирепствовала высокая и волатильная инфляция и наблюдался медленный экономический рост. Избиратели отравили Хита на все четыре стороны в 1974 году, вновь приведя к власти Лейбористскую партию.

Как показывает рис. 5.4, реформы в сфере конкуренции и кредитного регулирования имели слабое влияние на соотношение банковского кредита частному сектору к ВВП Великобритании. Размер частных кредитов, полученных от депозитных банков, который в 1960-е годы в среднем составлял всего 19% от величины ВВП, вырос в течение 1970-х в среднем до 26%. Это был шаг вперед, но не такой большой: как показывает рис. 5.4, в конце 1970-х бизнес и домохозяйства в Великобритании все еще испытывали дефицит в кредитных ресурсах по сравнению с Германией.

В 1970-е годы волатильные показатели инфляции и процентных ставок создавали банкам серьезные проблемы. Банки, имевшие долгосрочные активы и краткосрочные пассивы, страдали от крупных убытков в результате скачка инфляции и процентных ставок вверх в 1973 году. Инфляция выросла с 2% в 1969 году до 16% в 1970 году и достигла показателя в 27% в 1973 году. Учет-

---

104. Capie (2010), 514–523, 644–706.

БАНКИ И ДЕМОКРАТИЯ

Процент к ВВП

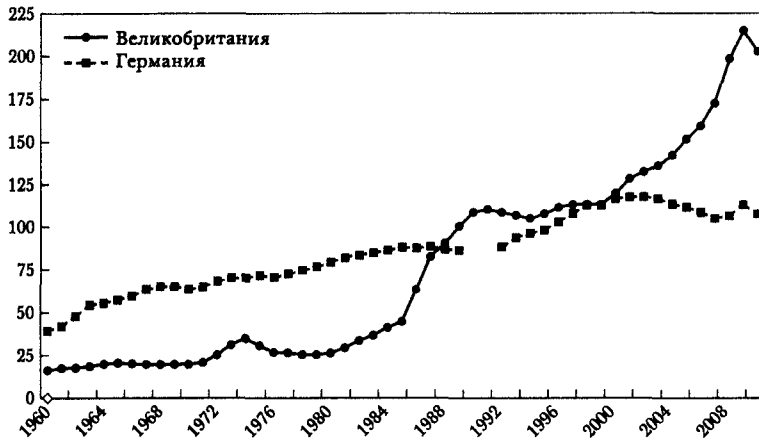


РИС. 5.4. Кредиты депозитных банков частному сектору в процентах к ВВП, Соединенное Королевство и Германия, 1960–2010 гг.

Источник: World Bank (2012).

ная ставка несколько раз повышалась, увеличившись с 7,5% в июне 1973 года до 13% в ноябре 1973 года. Доходность по долгосрочным государственным бумагам выросла примерно с 10% в июне 1973 года до приблизительно 16% к ноябрю<sup>105</sup>. Вторичные банки вложили большие средства в кредитование операций с недвижимостью и быстро выросли во время бума в сфере недвижимости в 1971–1973 годах, получая фондирование за счет краткосрочных кредитов на межбанковском рынке. Когда инфляция и процентные ставки выросли, эти банки понесли огромные убытки и не смогли вовремя расплатиться по своим обязательствам. Так возник «кризис вторичных банков» 1973–1975 годов<sup>106</sup>.

Банк Англии отреагировал на этот кризис, организовав «спасательную шлюпку», — он предоставлял кредиты, используя объединенные ресурсы Банка Англии и крупных банков. Такая схема была очень похожа на совместный ответ на кризис *Bagings* в 1890 году. В попыт-

105. Carie (2010), 483, 512, 663.

106. Детальное описание кризиса можно найти в работах Reid (1982) и Carie (2010), 524–586.

ке остановить распространение кризиса Банк Англии в 1974 году предпринял дополнительные меры, включая прямую финансовую помощь<sup>107</sup>.

## Правительство Тэтчер и Большой шок

Большинство британских избирателей, несомненно, не понимало всех хитростей банковского регулирования, но то, что они жили в экономике, которая едва росла, они, без сомнений, понимали. Реальность британской экономики к концу 1970-х годов была суровой: за предыдущее десятилетие среднее значение инфляции достигло 13,7%, в то время как реальный рост ВВП в среднем составил всего 2,2%<sup>108</sup>. Правительственные расходы в 1980 году составили 46% ВВП<sup>109</sup>.

Задача убедить избирателей, что они должны нести почти все бремя изменения политики не только в банковском секторе, но и вообще в экономике, досталась Маргарет Тэтчер, которая заняла пост премьер-министра после победы консерваторов на выборах в 1979 году. Тэтчер не стала долго ждать, чтобы изменить ситуацию в британской экономике. Ее администрация ограничила правительственные расходы, сократила расходы на социальные услуги и снизила ставки налога на доходы. Тэтчер приватизировала многие отрасли промышленности, которые были национализированы в 1940-х, и тем самым ограничила возможности профсоюзов по организации забастовок. Ее успешное противостояние требованиям шахтеров во время забастовки 1984 года подготовило почву для закрытия неприбыльных шахт и приватизации оставшихся шахт в 1994 году. Количество забастовок упало с 1221 случая в 1984 году до 630 — в 1990 году и продолжило падать впоследствии<sup>110</sup>. Важным аспектом для банковской индустрии стало то, что она позволила арендаторам муниципаль-

---

107. Capie (2010), 556–586.

108. Данные представляют собой простые средние значения, взятые из базы данных Обзора мировой экономики МВФ за апрель 1999 года, доступно по ссылке [www.imf.org/external/pubs/ft/weo/1999/01/data](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/1999/01/data).

109. Capie (2010), 12.

110. Butler and Butler (1994), 375.

ного жилья выкупать предоставляемые правительством квартиры. Таким образом, банки получили новые возможности кредитования — кредит на покупку жилья.

Еще одним направлением стратегии Тэтчер по обновлению экономики было оживление британского финансового сектора — этот процесс известен как Большой шок из-за внезапных радикальных перемен, которые имели место 27 октября 1986 года<sup>111</sup>. Стимулирование роста финансового сектора было нацелено как на создание рабочих мест, так и на поддержку развития частного сектора экономики; это была мера, сопровождавшая закрытие неэффективных государственных компаний. Некоторые из наиболее известных изменений, осуществленных в ходе финансовой реформы, были связаны с Лондонской фондовой биржей: отмена фиксированных комиссионных сборов, устранение различий между биржевыми маклерами и биржевыми брокерами, переход от голосовых торгов к электронным.

Позиция правительства Тэтчер в отношении финансового сектора, на самом деле, была гораздо шире: она допускала и стимулировала рост универсальных банков (объединяющих многие услуги — такие как коммерческая банковская деятельность, инвестиционная банковская деятельность и валютные операции в рамках одного банка), таким образом, позволяя британским банкам стать конкурентоспособными на мировом рынке. Это требовало от правительства устранения искажений, созданных системой регулирования, которая применялась с 1940-х годов, таких как контроль над процентными ставками по депозитам и над валютными операциями<sup>112</sup>.

Изменения, произошедшие в результате этой политики, были поразительными. Как показывает рис. 5.4, Большой шок ассоциировался со значительным увеличением соотношения размеров банковского кредитования и ВВП: отношение суммы кредитов частному сектору, выданных депозитными банками, к ВВП в 1985 году составляло всего 45%, к 1989 году оно выросло до 100% и затем продолжало расти каждый год до 2010 года.

---

111. Большой шок (Big Bang — *англ.*) — введение новой биржей новых правил и системы автоматической котировки цен (SEAQ). — *Прим. науч. ред.*

112. Collins (2012), 423, 493, 507.



В 1985 году этот показатель в Германии был примерно вдвое больше, чем в Британии; а к 1989 году британские фирмы и домохозяйства имели больше доступных кредитных ресурсов, чем фирмы и население в Германии.

Поскольку Тэтчер исполнила почти все обещания, предусмотренные программой, а именно увеличение роста и снижение инфляции, консерваторам удалось остаться у власти, а Тэтчер — сохранить свой пост до 1990 года. Примечательно, что уровень безработицы в годы правления Тэтчер был достаточно высок, но избиратели считали его платой за реформу. В период с 1981 по 1990 год годовой рост Британского ВВП составлял в среднем 2,7%, а инфляция упала почти вдвое по сравнению с 1970-ми — до 6,2%<sup>113</sup>.

Проведенная Тэтчер приватизация, трудовые реформы и изменения в монетарной и бюджетной политике были долгосрочными. Преемники Тэтчер, включая и членов Лейбористской партии, скорее основывались на многих мерах, которые она приняла, нежели отменяли их. Причину угадать несложно: политика Тэтчер не противоречила интересам среднего избирателя. Это не абстрактное теоретизирование. Лидер Лейбористской партии на момент написания этого текста Эдвард Милибэнд ясно выразил это в 2011 году: «Некоторые события, имевшие место в 1980-х, были правильными. Было правильно позволить людям покупать свои муниципальные дома. Было правильно снизить ставки налога, составлявшие 60, 70, 80%. И было правильно поменять правила в отношении приема на работу только членов профсоюза и в отношении забастовок в дни перед голосованиями. Эти изменения были правильными, и мы были не правы, что противостояли им в то время»<sup>114</sup>.

Возможно, самым важным наследием правительства Тэтчер было предложенное им доказательство, что большинство граждан поддержат программу реформ с социальными затратами на начальном этапе и социальными преимуществами в конце — ту, которая предусматривала сокращение правительственных расходов во имя

---

113. Простые средние значения, взятые из базы данных Обзора мировой экономики МВФ за апрель 1999 года.

114. “Labour Party Conference” (2011).

стимулирования роста. Знаменитое высказывание о демократии говорит, что «большинство всегда голосует за кандидатов, которые обещают наибольшие льготы от государственного казначейства, так что в итоге каждая демократия потерпит фиаско из-за своей мягкой бюджетной политики»<sup>115</sup>. Маргарет Тэтчер доказала, что это не обязательно так.

## Банковский кризис 2007–2009 годов и будущее

Если бы эта глава была написана в 2006 году, мы бы смогли сказать, что прошедшие после кризиса *Overend & Gurney* в 1866 году сто пятьдесят лет были необыкновенно стабильными для британской банковской системы. С начала до середины 2000-х бум на британском рынке жилья, наряду с высокой долговой нагрузкой банков сделал британские банки уязвимыми. Сильные финансовые потрясения в мире, зародившиеся преимущественно в Соединенных Штатах (см. главы 7 и 8), наряду с уязвимостью британских банков, вызвали серьезный банковский кризис. Крах банковской системы 2007–2009 годов, который заставил ряд крупнейших британских банков пережить одно из самых серьезных потрясений среди мировых банков и привел к массовым спасениям правительством британских банков, поставил вопрос о будущем британской банковской системы.

Пока все еще неясно, стоит ли рассматривать глубину банковского кризиса в Британии как временное отклонение или как признак долгосрочного ослабления структуры банковской системы и ее регулирования, который может говорить о новых политических договоренностях между банками и правительством — таких, согласно которым банки ожидают защиты и поэтому могут брать на себя риски за счет налогоплательщиков. Британское правительство и органы регулирования отреагировали на кризис достаточно агрессивно, однако

---

115. Это известное высказывание иногда приписывают Александру Фрейзеру Тайтлеру, шотландскому судье и историку конца XVIII и начала XIX века, однако никаких достоверных свидетельств, что авторство принадлежит именно ему, нет.

потенциальные последствия принятых мер обусловлены политической неопределенностью. Например, медленный рост британской экономики сразу же после кризиса 2007–2009 годов, наряду с упорной борьбой консервативно-либеральной коалиции за власть, заставили правительство ослабить стандарты кредитования и предложить новые кредитные субсидии потребителям. В марте 2013 года правительство объявило программу частичных гарантий по ипотечным кредитам для покупателей нового жилья. По условиям программы размер кредита мог достигать 95% от суммы залога и первые пять лет проценты по ипотечному кредиту не выплачивались. Также правительство анонсировало подобный план субсидирования ипотечных кредитов на покупку вторичного жилья в 2014 году<sup>116</sup>. Критики объявили эти кредитные субсидии потенциальным источником нового пузыря на британском рынке жилья.

Не совсем ясно, какие будущие последствия возникнут от того, что британский банковский сектор имеет такие большие размеры. С одной стороны, большое количество занятых в британской банковской системе давало британским банкам особые политические преимущества получения постоянных субсидий от правительства, что могло предвещать еще большую нестабильность. С другой стороны, тот факт, что британский финансовый сектор имеет большой размер относительно экономики, направляет политику в противоположном направлении: британцы просто не могут позволить себе выделять огромные объемы средств налогоплательщиков на постоянное спасение банков.

---

116. Sherman (2013).

## Раздел II

### *Стоимость банкирско-популистских союзов: сравнение США и Канады*



## ГЛАВА 6

# Покалеченные популизмом: банки в США с колониальных времен до 1990 года

Джентльмен из Висконсина сказал, что он боится Робеспьера. Мой друг, на этой свободной земле вы не должны бояться ни одного тирана, который появится среди людей. Кто нам нужен, так это свой Эндрю Джексон, который, как и Джексон, будет противостоять посягательствам сговорившихся богачей.

*Уильям Дженнингс Брайан, «Речь о золотом кресте» (1896)*

**Г**ЛАВНАЯ задача этой книги — объяснить читателю, насколько различными могут быть итоги Игры банковских договоренностей. В каждой стране правила игры различаются, как и персоналии игроков, и их ставки в этой игре. Правительства всегда получают свою долю выгоды от участия в игре, а коалиции, которым удалось заключить выигрышную сделку с правительством, делят между собой остаток.

США не являются исключением из общего правила. Со времен революционных войн и до начала XIX века доминантная коалиция состояла из политических элит федерального правительства и правительств штатов, многие из которых были членами Федералистской партии, связанной с узкой группой финансистов. Этой коалиции элит, которую, наверное, лучше всего представляет ее архитектор идей Александр Гамильтон, хорошо удавалось финансировать потребности зарождавшейся нации, а также предоставлять капитал для первых этапов американского коммерческого, сельскохозяйственного и промышленного развития. Поскольку эта коалиция ограничивала количество банков, которые получали лицензии, она обычно не предоставляла кредитов мелким фермерам и ремесленникам<sup>1</sup>.

---

1. Как показывает Боденхорн (Bodenhorn ([2003], 137–144)), эти фермеры и ремесленники не теряли времени и быстро получили лицензии

Однако коалиция, состоявшая из политических и экономических элит, не могла удержаться в политической системе, характеризуемой федерализмом, популизмом и расширяющимся избирательным правом. Поэтому на втором этапе, который продолжался с 1810-х до приблизительно 1980-х годов, она уступила место устойчивому альянсу между мелкими «бесфилиальными банкирами» (управляющими банками, не имевшими филиалов) и аграрными популистами (фермерами, которые не доверяли практически никаким корпорациям, а также элитам, которые их контролировали). Интересы правительства сначала обеспечивались путем прямого налогообложения или наличием долей собственности в банках, а затем через установление регуляторных требований, которые вынуждали банки и в конечном итоге центральный банк выдавать кредиты и национальному правительству, и правительствам штатов.

Экономическая организация американской банковской системы на этом втором этапе влекла за собой существенные затраты: она была внутренне нестабильной, неконкурентной и неэффективной в плане распределения кредита. Банковская система состояла из тысяч мелких банков, которыми владели местные монополии, что означало, что они могли выдавать кредиты под более высокие ставки и принимать депозиты под более низкие проценты, чем в ситуации, когда они были бы вынуждены конкурировать друг с другом. Отсутствие филиалов означало, что эти банки не могли ни распределять риски по регионам, ни свободно перемещать средства, чтобы избежать банковской паники.

Даже Великой депрессии не удалось сломить эту коалицию, которая поддерживала такую неэффективную и нестабильную систему. Скорее, коалиция аграрных популистов и бесфилиальных банкиров использовала депрессию, чтобы создать новые институты, которые поддерживали бы систему, бывшую, по сути, непрочной по своей изначальной конструкции. Эти институты предусматривали страхование депозитов и свод законов, включая и печально известное Правило Q, которое при-

---

на дополнительные банки, как только федералисты начали терять власть.

## ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

знавало незаконным выплату банками процентов по чековым счетам и ограничивало процентные ставки, которые можно было платить по другим типам счетов.

Этим институтам удавалось стабилизировать американскую банковскую систему в течение нескольких десятилетий, но они могли работать, только пока правительство проводило консервативную монетарную и бюджетную политику. Как только американское правительство начало отходить от этой политики в 1960-х годах и инфляция ускорилась в 1970-х, процентные ставки, которые банки могли законно предлагать, стали отрицательными (инфляция превышала процентные ставки, предлагаемые по депозитам) и население начало забирать свои сбережения из банков и размещать их у различных конкурентов банков, например, во взаимных фондах денежного рынка. Технологические инновации, такие как появление банкоматов в 1970-х, еще больше расшатали эту систему, позволив банкам обходить законы, запрещающие открытие филиалов. Таким образом, к 1980-м годам условия, которые позволяли существовать стабильной системе бесфилиальных банков, существенно ухудшились. В результате в конце 1980-х годов имел место ссудо-сберегательный кризис, во время которого обанкротилось множество мелких банков. Призывы к реформе спровоцировали изменения в регулировании как на федеральном уровне, так и на уровне правительств штатов. В 1990-х годах, впервые в американской истории — и через несколько веков после того, как они появились в других странах, — в США было разрешено создавать крупные банки с сетью филиалов по всей стране.

### Колониальные истоки коалиции аграрных популистов и бесфилиальных банкиров

Тот факт, что коалиции фермеров и мелких банкиров удалось «демонтировать» банковские институты, которые были созданы Александром Гамильтоном, а потом создать неэффективную и нестабильную альтернативную систему, которая продержалась более 150 лет, предполагает, что какие-то элементы этой коалиции были



вплетены в структуру американских политических институтов. Чтобы понять ее влияние, нам нужно понять, как эта коалиция стала частью структуры американской политической системы.

13 колоний, которые впоследствии стали Соединенными Штатами, представляли собой провинцию, окруженную враждебными соседями. Британские колонисты постоянно сталкивались с угрозами со стороны испанцев во Флориде, французов — в Квебеке и долине реки Огайо и индейцев, которые часто объединялись с французами, — практически везде. Чтобы выжить, этим 13 колониям необходимо было существовать в форме вооруженного лагеря. Однако у них не было очевидного источника благосостояния, чтобы содержать большую регулярную армию. У колоний не было ни подобия месторождения Потоси<sup>2</sup>, которое бы позволяло чеканить горы серебряных монет, ни штата Пернамбуку<sup>3</sup>, который давал бы щедрый урожай ценного сахарного тростника. В конечном итоге огромным источником экспортных доходов для юга стал хлопок. Но это случилось только в XIX веке, после того как, благодаря хлопковым заводам, стало возможно перерабатывать коротковолокнистый хлопок, который можно было выращивать на американских почвах. Единственное, что у колоний, похоже, было в избытке, — это бесконечные пространства сельхозугодий, пригодных для выращивания табака, кукурузы и пшеницы, — при условии, что эти земли были бы очищены от индейцев. Эти культуры обладают одинаковыми основными характеристиками, которые позволяют эффективно возделывать их на семейных фермах: они имеют длительный срок хранения и при их выращивании эффект от масштабов производства незначителен<sup>4</sup>.

---

2. Крупнейшее в мире оловянно-серебряное месторождение в Боливии, к юго-востоку от города Потоси. Разрабатывается с 1545 г., в течение нескольких столетий оставалось крупнейшим в мире поставщиком серебра. — *Прим. науч. ред.*

3. В штате Пернамбуку (Бразилия) находились крупные плантации сахарного тростника. — *Прим. науч. ред.*

4. Binswanger and Rosenzweig (1986). Политические последствия существования аграрных систем, характеризующихся возделыванием культур с длительным сроком хранения и небольшой экономией на масштабах, анализируются Хабером (Haber (2012a)).

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

Комбинация этих факторов — враждебно настроенные соседи, изобилие земель и культуры с длительным сроком хранения, которые можно было возделывать на небольших участках, — означала, что Британская Америка была сообществом мелких свободных фермеров, вооруженных до зубов. Некоторые колонии типа Вирджинии требовали, чтобы у каждого трудоспособного мужчины было огнестрельное оружие<sup>5</sup>. Конечно, были и крупные землевладельцы — члены британской элиты, связанные с компаниями, изначально обосновавшимися в 13 колониях по франшизе (см. главу 3), или прибывшие позднее с губернаторами королевской колонии, которых отправила туда корона, когда колонизаторы потерпели неудачу. Эти элиты смотрели на мелких фермеров свысока, но без них они не могли поддерживать жизнеспособность колонии: между элитами и испанцами, французами и индейцами стояли независимые фермеры, которые, как отметил Уильям Блэтуэйт, главный финансовый инспектор колоний, в 1691 году: «все удивительно ловко управляют с оружием, как только у них появляется достаточно сил, чтобы поднять его»<sup>6</sup>.

Поэтому простым американским людям удалось достичь того, чего ни одна группа мелких фермеров не достигла со времен Римской республики: права голоса. Конечно, в американских колониях были губернаторы, назначенные королем, но в них были и колониальные собрания, избираемые населением. В Вирджинии, самой процветающей и густонаселенной из 13 колоний, первые ограничения на избирательное право были наложены только в 1670 году, и даже они были не такими суровыми по стандартам того времени<sup>7</sup>. Хотя точные правила различались в зависимости от колонии и местности, право голоса у взрослого мужского населения было широким — обычно от 40 до 50% колонистов начала XVIII века (не включая рабов) имели право выбирать колониальные собрания в Среднеатлантических штатах, а в Новой Англии и на юге — 70–80%<sup>8</sup>. Изначаль-

---

5. Morgan (1975), 240; Wood (1991), 123.

6. Morgan (1975), 240.

7. Ibid., 145.

8. Keyssar (2000), 7.

но в выбранных собраниях доминировали крупные землевладельцы, но к середине XVIII века мелкие американские фермеры стали нарушать традицию голосовать за людей, имеющих более высокий социальный статус<sup>9</sup>. Как заметил Александр Спотсвуд, губернатор Вирджинии с 1710 по 1723 год: «Народ этой страны, как только понял, что может поддерживать кого хочет, обычно выбирает представителей своего собственного класса, которые своим главным достоинством объявили решение не поднимать налогов для населения, как бы ни сложились обстоятельства»<sup>10</sup>.

Когда американские колониальные элиты, крупные землевладельцы и купцы решили бороться за независимость, им пришлось мобилизовать этот класс вооруженных независимых фермеров против британцев. Это было непростой задачей: по сути, им пришлось требовать от них драться с самой хорошо обученной и хорошо вооруженной армией в мире. Чтобы мотивировать их на это, необходимо было апеллировать к понятиям свободы, независимости и равенства. Как только эти стимулы были озвучены, пути назад уже не было. Революция, как показал Гордон Вудс, коренным образом изменила сознание людей. Так, к потрясению американских элит, после получения независимости мелкие фермеры, которых Вашингтон перевел через Делавэр, больше не снимали шляп перед теми, кто был выше их по социальному статусу, и не уступали им в политических вопросах<sup>11</sup>. Трансформация американского общества была настолько глубокой, что домработники теперь отказывались использовать обращения «хозяин» и «хозяйка» по отношению к своим нанимателям, а вместо этого называли их боссом (от голландского слова *baas*, которое в Новом Амстердаме означало лицо, ответственное за что-то, но не являющееся хозяином, как, например, капитан корабля)<sup>12</sup>. Неудивительно, что через несколько десятилетий независимости потомки группы джентльменов, которые возглавляли страну во время

---

9. Wood (1991), 173.

10. Morgan (1975), 360.

11. Wood (1991), 175–212.

12. *Ibid.*, 184.

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

революции, практически квазиаристократов — Вашингтона, Мэдисона, Гамильтона, Адамса и Джефферсона, — были оттеснены от власти после избрания Эндрю Джексона президентом. Эти перемены стали очевидными во время президентских выборов 1800 года, когда Томас Джефферсон, который считал себя борцом за права мелких землевладельцев, победил федералиста Джона Адамса. Как впоследствии и Эндрю Джексон, который стремился быть ближе к народу, Джефферсон прибыл на свою церемонию торжественного введения в должность одетым просто, без эскорта, на своей собственной лошади, которую он сам привязал, прежде чем дать присягу.

Политические фигуры, которые ассоциируются с движением аграрного популизма — Томас Джефферсон, Эндрю Джексон, Авраам Линкольн, Уильям Дженнингс Брайан и Генри Стиголл (соавтор известного закона Гласса — Стиголла<sup>13</sup> от 1933 года), — оказали мощное влияние на американскую политику в банковской сфере. Эти люди принадлежали к разным политическим партиям. Томас Джефферсон был членом демократической республиканской партии; Эндрю Джексон был основателем демократической партии; Авраам Линкольн был республиканцем, а Уильям Дженнингс Брайан был кандидатом сразу и от популистской, и от демократической партий. Их объединяло стойкое убеждение в бедственном положении и моральном превосходстве простых людей, которые, как они считали, заслуживали доступа к земле и кредиту. Что объединяло их последователей из числа аграрных популистов, так это глубокая настороженность в отношении бизнеса и бизнесменов в больших городах, которых они считали угрозой для их образа жизни.

Поскольку американские аграрные популисты были объединены по принципу скорее «вместе против», нежели «вместе за», они так и не превратились в единое

---

13. Закон Гласса — Стиголла — федеральный закон, подписанный президентом США 16 июня 1933 года, запретил коммерческим банкам заниматься инвестиционной деятельностью, существенно ограничил право банков на операции с ценными бумагами и ввел обязательное страхование банковских вкладов. — *Прим. науч. ред.*

политическое движение. Вместо этого они создавали коалиции с группами, чьи интересы совпадали с их интересами, такими как движение за «свободную землю», что в конечном итоге привело их к союзу с аболиционистами; проинфляционное движение и движение за свободную чеканку серебряных монет, что привело их к союзу с шахтерами с запада; и, что особенно важно в нашем контексте, с движением за запрет открытия филиалов банков, что привело их к союзу с мелкими банкирами против крупных банков и банкиров.

Почему эта коалиция преуспела — и продолжала оказывать влияние долгое время после того, как большая часть экономики страны перестала зависеть от сельского хозяйства, — объясняет еще одна фундаментальная характеристика американской политики: крайне децентрализованная форма федерализма в США. Не было единой монолитной американской колонии. 13 колоний вступили в войну против Великобритании как союзники, но все же как самостоятельные образования и, когда они выиграли, изначально считались 13 суверенными штатами, объединенными неким подобием таможенного союза. Объединение их в одну нацию с национальным правительством и конституцией требовало сохранения штатами существенной автономии. Любое полномочие, которое не было прямо указано в Конституции США как входящее в сферу полномочий национального правительства, было оставлено в ведомстве штатов — а в Конституции ничего не было сказано о регулировании банков. Это означало, что аграрным популистам и бесфилиальным банкирам не приходилось участвовать в законодательных баталиях на национальном уровне до XX века: им приходилось выигрывать только локальные битвы, а это была гораздо более простая задача.

## Колониальные банки, колониальные печали

Американские учебники по истории обычно называют причиной, заставившей колониальные элиты бороться за независимость, то, что они платили налоги, но не имели представительства в британском парламенте.

## ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

те<sup>14</sup>, однако для этого были и другие причины. Среди них можно назвать и тот факт, что американские купцы и крупные землевладельцы хотели учредить лицензированные банки, но постоянно сталкивались с возражениями британского имперского правительства.

Даже колониальному правительству необходимы кредиты, чтобы финансировать неожиданные дополнительные затраты — например, оплачивать военные расходы. Также ему необходимо стимулировать частные инвестиции, чтобы колония была более жизнеспособной с экономической точки зрения. Из колоний, которые стали Соединенными Штатами, часто сами исполняли роль банков, чтобы обойти ограничения на лицензированные банки, налагаемые имперским правительством. Эти ранние банковские инициативы имели две формы: выпуск бумажных векселей и учреждение кредитных офисов или земельных банков, которые выпускали векселя, обеспеченные закладными на землю. Вексель, по сути, был напечатанной колониальным правительством долговой распиской, которую оно использовало, чтобы платить своим кредиторам, а затем принимало обратно в качестве уплаты налогов. Долговая расписка имела ценность, поскольку она была обеспечена налоговыми доходами правительства. Первые такие векселя были выпущены штатом Массачусетс в 1690 году, чтобы заплатить своим солдатам, участвующим в войне короля Вильгельма<sup>15</sup>. Эта практика вскоре была скопирована другими колониями и оказалась удобной для финансирования войн с французами и их индейскими союзниками.

Колониальные правительства также выступали за создание земельных банков. Позволяя инвесторам получать кредиты, ипотечные финансы снижали объемы

---

14. «Нет налогам без представительства» (“no taxation without representation”) — лозунг, использовавшийся в качестве главной претензии британских колонистов в Северной Америке к королевской власти и широко использовавшийся в ходе Американской революции. — *Прим. науч. ред.*

15. Война короля Вильгельма (1689–1697), по имени правившего тогда в Англии короля Вильгельма II, — боевые действия в Северной Америке во время войны Аугсбургской лиги, первый из франко-английских конфликтов в Северной Америке. — *Прим. науч. ред.*

ликвидных благ, необходимых для покупки земли. Более того, земельные банки предоставляли колониальным правительствам источник финансирования: банки печатали векселя, обеспеченные закладными, которые они выпускали, превращая, таким образом, неликвидные малоценные активы (приграничную недвижимость) в ликвидные ценные бумаги, функционирующие как бумажные деньги, которые можно было использовать для уплаты колониальных налогов. Одним из главных сторонников земельных банков был молодой Бенджамин Франклин, который в 1729 году, в возрасте 23 лет, написал работу «Скромное исследование природы и необходимости бумажных денег», в которой он утверждал, что предоставление кредита для освоения земель привлечет иммигрантов в Пенсильванию и создаст усиливающийся цикл роста кредитования, экономики и стоимости земли.

Британская империя не одобряла банковских экспериментов, проводимых ее колониями в Северной Америке. Монарх хотел сохранить контроль, который он предоставил Банку Англии и другим британским банкам над управлением кредитными и международными вексельными рынками. Кроме того, британские купцы утверждали, что задолженность перед ними была пересмотрена и обесценена в результате использования колониальных векселей. В некоторых колониях выпуск этих векселей привел к сильной инфляции. Например, в некоторых частях Новой Англии в 1740-х и 1750-х годах цены выросли в два раза в результате использования векселей, которые не были в достаточной степени обеспечены ни налогами, ни землей<sup>16</sup>. С точки зрения британских купцов, долги, которые должны были выплачиваться им в фунтах стерлингов, выплачивались в обесцененных колониальных векселях.

Британское правительство заняло сторону британских купцов и стало ограничивать права колониальных правительств на выпуск векселей как законных средств платежа (векселей, принимаемых в качестве оплаты по всем долгам, как частным, так и государственным). Эти ограничения изначально применялись только к Но-

---

16. Wicker (1985); B. Smith (1985a, b).

## ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

вой Англии (где возникла инфляция из-за выпуска векселей), но в 1764 году они были распространены на все колонии. Протесты в колониях привели к ослаблениям закона в 1770 и 1773 годах, в результате которых был разрешен выпуск векселей для уплаты налогов, но колониальным правительствам было запрещено использовать эти векселя как платежное средство для погашения долгов перед частными лицами.

## Национальные начинания

Американская революция ослабила ограничения, которые препятствовали выдачам банковских лицензий. Зарождающееся и не имеющее финансовых средств правительство отчаянно нуждалось в лицензируемом банке, чтобы финансировать свое собственное выживание. Даже сама революция была невероятно затратной — общая стоимость ее финансирования примерно в четыре или в пять раз превышала доход всех 13 колоний в 1774 году. Эти затраты преимущественно финансировались за счет заимствований; только около 13% военных затрат финансировалось за счет налогов. Оставшиеся 87% были представлены долгами правительства штатов и национального правительства. Большая часть этого долга была в форме бумажной валюты, которая сильно обесценивалась, поскольку выпускалась в большом объеме, а также в результате решения не погашать эти выпуски металлическими монетами, как обещалось<sup>17</sup>.

---

17. Перкинс (Perkins ([1994], 97–103)) оценивает стоимость войны в 165 млн фунтов стерлингов. Оценки общего дохода в 1774 году варьируются от 138 млн до 173 млн долларов. По курсу обмена 4,44 доллара за фунт стерлингов предполагается, что стоимость войны примерно в четыре-пять раз превышала годовой национальный доход (Lindert and Williamson [планируется к публикации], 19, 26). Это была высокая цена для населения, особенно учитывая снижение доходов, которое имело место во время войны. Как пишет Куликофф ([планируется к выпуску], 1): «Война разорвала страну на части; беженцы и солдаты блуждали по полям; армии крали скот и урожай; люди голодали. Торговля атрофировалась; деньги утратили свою стоимость; работы не стало, поскольку работодатели, не зная, смогут ли они продать то, что производят, сократили производство». Дополнительную информацию об объемах и определении стоимости денежных эмиссий см. у Bullock (1895); Ferguson (1961); Calomiris (1988a); Grubb (2008).



Первый банк нового американского правительства, получивший лицензию, Банк Северной Америки (Bank of North America (BNA)) появился из-за необходимости финансировать военные нужды. В 1781 году континентальный конгресс выдал специальную лицензию коммерческому Банку Северной Америки, согласно которой банк выступал и как бюджетный агент правительства. Однако с самого начала идея частного национального банка, который имел особые отношения с центральным правительством, обернулась неприятностями. Фундаментальной проблемой стало то, что Банк Северной Америки конкурировал с локальными банками, которые работали без лицензий. Клином, который эти банки вбили между Банком Северной Америки и его лицензией, стало то, что Статьи Конфедерации не определяли однозначно, имело ли право центральное правительство выдавать банковские лицензии. Поэтому Банк Северной Америки должен был получить другую лицензию — от штата Пенсильвания. Однако как только такая лицензия была получена, по настоянию местных, не имевших лицензий банков, Банк Северной Америки подвергся атаке со стороны законодательных органов штата Пенсильвания, которые отозвали его лицензию в 1785 году. Законодатели восстановили лицензию двумя годами позже после того, как Банк Северной Америки согласился принять серию ограничений на свои операции. Фактически это означало, что он уже не мог быть банком центрального правительства<sup>18</sup>.

Статьи Конфедерации вскоре были заменены на Конституцию 1787 года, однако базовая проблема государственных финансов сохранилась, как и возражения против выдачи банковских лицензий национальным правительством. Новое центральное правительство быстро выдало лицензию другому банку, заменившему Банк Северной Америки, — Первому банку Соединенных Штатов (Bank of the United States (BUS)), основанному в 1791 году. Против этого безуспешно пытался протестовать Томас Джефферсон, утверждавший, что национальное правительство по Конституции не имело полномочий на выдачу банковских лицензий. Однако Александр

---

18. Bodenhorn (2003), 128.

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

Гамильтон успешно возразил, что выдача банковских лицензий была одним из подразумеваемых полномочий федерального правительства. Когда вопрос о лицензии обсуждался в палате представителей, разделение голосов в пропорции 39 к 19 выявило популистские настроения американских сельскохозяйственных регионов: победившие сторонники банка представляли коммерческий класс, а противники в основном были аграриями<sup>19</sup>.

Первый банк Соединенных Штатов был коммерческим банком, принадлежащим богатым федералистским финансистам. Он имел все права на принятие депозитов и выдачу кредитов частным лицам. Федеральное правительство подписалось на 20% капитала Первого банка Соединенных Штатов, однако оно не платило за эти акции: вместо этого оно получило кредит от банка, а потом погасило этот кредит за счет дивидендов, которые получало в качестве акционера банка. В обмен на это Первый банк Соединенных Штатов получил набор ценных привилегий, которых не имел больше ни один другой банк: право на ограниченную ответственность для своих акционеров; право принимать депозиты федерального правительства; право брать с федерального правительства проценты по кредитам банка (банкнотам, выпущенным банком для покрытия федеральных расходов) и право открывать филиалы по стране. Короче говоря, Первый банк Соединенных Штатов был продуктом договоренности: избранная группа банкиров финансировала государство, а государство давало этим банкирам выгодные привилегии<sup>20</sup>.

---

19. Grossman (2010), 223.

20. Поскольку победа Гамильтона произошла в демократической политической системе, ему пришлось сделать как минимум несколько уступок своим республиканским оппонентам. В лицензии Первого банка Соединенных Штатов оговаривалось большое количество директоров, дробление права собственности и еще большее дробление голосующих прав. Некоторые директора были республиканцами, ни одному акционеру не могло принадлежать более 4% акций, число голосов акционера определялось с учетом весовых коэффициентов, которые понижались при увеличении числа акций. Тем не менее избранная группа, в которой доминировали федералисты, контролировала банк, а значит, и получила невероятно заманчивую привилегию.

## Федерализм и выдача лицензий банкам в США

Если бы американские политические институты представили федеральному правительству монопольное право на выдачу банковских лицензий, Первый банк Соединенных Штатов мог бы полностью доминировать в финансовой системе. Однако благодаря федеральной структуре американского правительства этого удалось избежать. Согласно Конституции штаты потеряли право облагать налогами импорт и экспорт и право выпускать бумажные деньги, имеющие законное обращение. В обмен на это федеральное правительство взяло на себя существенные долги, которые штаты накопили за период действия статей Конфедерации.

Возможно, штатам и удалось избавиться от старых долгов, но им по-прежнему нужно было финансирование. По иронии судьбы такую возможность давала Десятая поправка к Конституции США, согласно которой любое полномочие, которое не было явным образом передано в ведение федеральному правительству или в котором не было явно отказано штатам, сохранялось за штатами. Конституция гласила, что штаты не имеют права на выпуск бумажных денег, имеющих законное обращение, но в ней ничего не говорилось о праве штатов выдавать лицензии банкам, чьи банкноты могли использоваться для платежей (хотя и не как официальное платежное средство). Банки, получавшие от штата лицензию, которая обычно была похожа на лицензию Первого банка Соединенных Штатов, вскоре стали существенным источником финансирования для правительств штатов<sup>21</sup>. Правительства получали акции в своих лицензированных банках, облагали свои банки налогом и также принимали законы, обязывающие их банки держать долговые бумаги правительств штатов в качестве обеспечения выпусков своих банкнот.

Таким образом, у штатов были мощные бюджетные стимулы выдачи банковских лицензий — и сильные стимулы сделать все возможное, чтобы максимизировать

---

21. Bodenhorn (2011).

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

связанную с этим прибыль. Штаты часто были крупными владельцами акций банков, особенно до 1830-х годов, и они обычно платили за эти акции кредитом от банка, который они затем погашали за счет дивидендного потока. Поскольку штаты получали более высокие дивиденды, когда банки зарабатывали монопольную прибыль, они ограничивали число банков в пределах своих границ. Штаты могли добиваться дополнительных доходов от банков, угрожая им новыми участниками банковского рынка: например, они принимали «бонусы» от давнишних участников банковского рынка в обмен на отказ потенциальным конкурентам в их заявках на лицензию<sup>22</sup>. Чтобы еще надежнее гарантировать, что интересы банкиров совпадают с интересами правительств, выдающих им лицензию, банкам обычно не выдавались бессрочные лицензии. Когда срок действия их лицензий заканчивался, они должны были заплатить комиссию или «бонус» за его продление<sup>23</sup>. Неудивительно, что в 1810–1830-х годах на дивиденды и налоги с банков приходилась треть общих доходов штатов<sup>24</sup>.

Поскольку штаты не получали комиссий за лицензии или других экономических выгод от банков, находящихся в других штатах, они были заинтересованы в запрещении открытия филиалов в других штатах. Верховный суд отклонил протесты в отношении этих запретов в громком судебном процессе *Bank of Augusta* против *Earle* (1839), когда суд подтвердил, что штаты могут ограничивать банковскую деятельность банков, относящихся к другим штатам, если эти запрещенные направления деятельности прямо перечислены в законодательстве.

Банковская деятельность в первые годы становления США, таким образом, характеризовалась сегментированными монополиями. Четыре крупнейших города Соединенных Штатов в 1800 году — Бостон, Филадельфия, Нью-Йорк и Балтимор — имели всего по два банка.

Более мелкие рынки обычно имели только один банк или вообще не имели банков. Как видно на рис. 6.1, в 1800 году во всей стране было лишь 28 банков (об-

---

22. Bodenhorn (2003), 17, 244.

23. Schwartz (1947), 427–40; Bodenhorn (2011), 163.

24. Sylla, Legler, and Wallis (1987); Wallis, Sylla, and Legler (1994).

Количество банков и уставный капитал банков



РИС. 6.1. Банки, получившие лицензию от штата, США, 1790–1835.

Источник: Sylla (2008), 79.

щий капитал которых составлял всего 17,4 млн долларов). Кому разрешалось стать банкиром и кто, как следует особо подчеркнуть, имел доступ к кредитам таких банков, определялось, исходя как из экономических, так и из неэкономических критериев, таких как принадлежность к определенной политической партии<sup>25</sup>.

### Коллапс американской инсайдерской банковской системы

Система единого национального банка (Первый банк Соединенных Штатов) и сегментированных монополий штатов в долгосрочном плане оказалась неустойчивой при американских политических институтах. В основе конфликта в банковской сфере была борьба за полномочия по выдаче лицензий между центральным правительством и правительствами штатов. Банкиры, получившие лицензию от штата, возражали против Первого банка Соединенных Штатов со времен получения им первоначальной лицензии в 1791 году. Причина их возражений была совершенно очевидна: филиалы

25. Wallis, Sylla, and Legler (1994), 135–139; Bodenhorn (2003), 142; Majewski (2004).

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

Первого банка Соединенных Штатов — расположенные в Нью-Йорке, Бостоне, Чарльстоне (Южная Каролина), Норфолке, Саванне, Новом Орлеане, Вашингтоне и Филадельфии — расшатывали локальные банковские монополии. У банкиров штата, таким образом, были стимулы сформировать коалицию с последователями Джефферсона (которые были идеологическими противниками акционерных компаний и «аристократических» банкиров) с целью устранить Первый банк Соединенных Штатов. Сначала они попытались обложить налогами банкноты Первого банка Соединенных Штатов, чтобы дать конкурентное преимущество своим собственным банкам, получившим лицензии штата. Когда эти попытки не увенчались успехом, им удалось убедить представителей штата не продлевать лицензию Первого банка Соединенных Штатов. Законодательные собрания штатов Массачусетс, Пенсильвания и Мэриленд дали своим сенаторам прямые указания голосовать против закона. Когда было проведено голосование, закон о новой лицензии Первому банку Соединенных Штатов был отклонен как палатой представителей, так и сенатом<sup>26</sup>.

Параллельно с политической борьбой в отношении национальной выдачи лицензий между штатами возникла конкуренция в результате федерализма, расширяющихся географических границ и широкого права голоса — все эти факторы способствовали росту спроса на банки и антипатии к первоначальной практике выдачи всего нескольких лицензий привилегированным банкам. Имея мощные стимулы конкурировать друг с другом за привлечение как можно большей доли бизнеса и населения, штаты побуждали свои законодательные собрания предпринимать шаги, которые более тесно связали бы их с развивающимся Западом<sup>27</sup>. В частности,

---

26. Lane (1997), 601–612; Wettereau (1942), 78 n. 97; Sylla (2000), 518–519; Rockoff (2000), 647; Grossman (2010), 225.

27. Rothbard (2012), 81–147. Бенмелех и Московитц (Benmelech and Moskowitz (2010)) демонстрируют, что конкуренция между штатами повлияла на смягчение законов штатов о ростовщичестве в течение XIX века. Они утверждали, что законы против ростовщичества были приняты по настоянию ветеранов банковской индустрии, которые пытались ограничить доступ к кредитам для новых участников отрасли. Они приходят к выводу, что смягчение законов о ростовщичестве в соседнем штате оказывало огромное влияние на возникновение у шта-

у законодателей были стимулы строить каналы и развивать торговлю на территориях, по которым они проходили, а также строить дороги, которые бы направили торговцев из внутренних областей страны через их штаты. Проблема заключалась в том, чем платить за эти улучшения. Некоторые штаты пытались получить финансирование путем выпуска облигаций для фондирования проектов общественных работ, однако этот подход был дискредитирован огромным объемом убыточных проектов каналов и дефолтами восьми штатов по своим долгам в период с 1841 по 1843 год<sup>28</sup>. Другие штаты выбрали альтернативный путь: они заключали сделки, в рамках которых банкиры давали штату бонус на фондирование проектов общественных работ в обмен на банковскую лицензию. Такие бонусы, несомненно, создавали стимулы для законодателей штатов откаться от монопольных сделок, которые они уже заключили с давно существующими на рынке банками<sup>29</sup>.

То же самое конкурентное и бюджетное давление также влияло на распределение политической власти внутри штатов через изменения в избирательном праве, и эти изменения, в свою очередь, влияли на политику выдачи банковских лицензий. Законодатели новых штатов, чтобы привлечь новых жителей, снимали или снижали ограничения по голосованию. Некоторые из первоначальных 13 штатов также, похоже, приняли более либеральные законы о выборах, чтобы воспрепятствовать миграции населения. К середине 1820-х имущественный ценз для избирателей был отменен или существенно снижен практически во всех первоначальных штатах<sup>30</sup>. Расширение избирательного права распределило политическую власть на большее количество людей, таким образом, позволив гражданам, которые хотели получить более широкий доступ к кредитам, ока-

---

та побуждения смягчить и свой закон о ростовщичестве. Другими словами, полномочия старожилов отрасли применять антиконкурентные практики были свернуты, когда в результате конкуренции с другими штатами страдали интересы общества в целом.

28. English (1996).

29. Grinath, Wallis, and Sylla (1997); Bodenhorn (2003), 86, 148, 152, 228–234; Wallis, Sylla, and Grinath (2004).

30. Engerman and Sokoloff (2012), 98–110; Keyssar (2000), chapter 2.

зывать давление на законодателей для устранения ограничений на выдачу банкам лицензий.

Так, политическая конкуренция внутри штатов и штатов друг с другом сократила стимулы законодателей штатов ограничивать количество выдаваемых лицензий. Массачусетс начал увеличивать количество выдаваемых лицензий уже в 1812 году, отказавшись от стратегии держать акции банка как источник финансирования штата и введя вместо этого налог на банковский капитал. Пенсильвания, в свою очередь, приняла Сводный закон о банках (Omnibus Banking Act) в 1814 году. Этот закон, принятый несмотря на возражения губернатора штата, положил конец уютной олигополии в Филадельфии, которая до того момента доминировала в банковской индустрии штата<sup>31</sup>. Род-Айленд последовал тому же примеру: в 1826 году он продал свои акции банка, увеличил количество выдаваемых лицензий и начал облагать налогом банковский капитал, замещая им доход, который до этого он получал за счет дивидендов. Вскоре он стал штатом с самым большим количеством банков в Америке в расчете на душу населения.

Хотя в первой трети XIX века наблюдалось значительное расширение доступа к кредитованию, реформы этого времени не позволяли всем желающим получить лицензию на банковскую деятельность или открывать филиалы по своему желанию. Сводный закон о банках, принятый Пенсильванией в 1814 году, например, разделил штат на 27 банковских округов, а затем выдал лицензии 41 банку, при этом каждый округ получил как минимум одну банковскую лицензию. Десятилетиями этот закон резко ограничивал учреждение новых банков, которые могли бы конкурировать с ветеранами отрасли в местностях с высоким спросом. Еще одним важным аспектом закона было то, что банки могли выдать в форме кредита заемщикам, не относящимся к их округу, не более 20% своего капитала, что ограничивало конкуренцию в рамках любого конкретного банковского округа<sup>32</sup>. Более того, запрет на открытие филиалов в пределах штата (обычная практика в северных шта-

---

31. Schwartz (1947); Bodenhorn (2003), 141–215.

32. Bodenhorn (2003), 142–143.



тах) не давал бесфилиальным банкам развивать отношения с потенциальными заемщиками и собирать о них информацию через другие источники в штате, в результате чего у банкиров не было желания выдавать им кредиты. И действительно, исследования говорят о том, что до компьютерной революции получение информации о качестве потенциальных заемщиков, которые проживали не рядом с банком, было непозволительно дорого. В результате до 1990-х годов большая часть кредитов малому бизнесу выдавалась банками, расположенными в радиусе менее 51 мили от заемщиков, которых они обслуживали<sup>33</sup>.

Ограничения на конкуренцию, предполагаемые Сводным законом о банках, принятым в Пенсильвании, были частью большого компромисса между потенциальными заемщиками, которые искали более широкий доступ к кредитованию, действовавшими в штате банками, которые старались получить прибыль путем ограничения конкуренции, и правительством штата, которому был необходим источник дохода и механизм финансирования государственного долга. Основной чертой сделки было то, что банковские монополии сохранялись: конкуренция на локальных рынках оставалась ограниченной, хоть и не настолько сильно, как раньше. Дополнительные ограничения, наложенные на банки Пенсильвании, показали, что закон о выдаче лицензий был разработан таким образом, чтобы не исключать какую-либо категорию локальных экономических старожилов: 20% банковского капитала должно было выдаваться в форме кредита фермерам, механикам и промышленникам; процентные ставки и задолженность банка ограничивались законом; и не более 20% капитала могло инвестироваться в корпоративные или правительственные ценные бумаги. Часть прибыли, заработанной локальными банковскими монополиями, учрежденными законом от 1814 года, шла правительству штата. Банки должны были платить налог в размере 6% на дивиденды, и банки по закону были обязаны платить дивиденды, или их лицензия могла быть отозвана. Кроме того, банки должны были выдавать кредиты правительству штата

---

33. Peterson and Rajan (2002).

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

по усмотрению правительства и под процентную ставку, которая не должна была превышать 5%<sup>34</sup>.

Пенсильвания была не единственным штатом, сохранившим ограничения на банковские лицензии. В период с 1830 по 1837 год штат Нью-Йорк получил 535 запросов на выдачу лицензий, но удовлетворил только 53. Как мы объясняем ниже, эти лицензии чаще всего выдавались инсайдерам, имеющим связи с политическим механизмом, которым управляло правительство штата<sup>35</sup>.

Этот процесс ограниченных реформ, проведенных штатами, все же позволял американской банковской системе расти быстрыми темпами. Как показывает рис. 6.1, в 1820 году функционировало 327 банков с капиталом 160 млн долларов — приблизительно в три раза больше банков и в четыре раза больше капитала, чем в 1810 году. К 1835 году было 584 банка с 308 млн долларов капитала, что соответствует росту почти в два раза всего за 15 лет. На данном этапе в крупных городах часто было около дюжины или больше банков, в то время как в небольших городах было два или три банка.

По мере того как количество банков увеличивалось, они были вынуждены искать новых заемщиков. В результате банкиры, особенно в среднеатлантических штатах, предоставляли кредиты все большему количеству торговцев, ремесленников и фермеров<sup>36</sup>. Даже в Новой Англии, где банки кредитовали преимущественно своих собственных директоров, само число банков и простота открытия новых банков делали доступ к кредиту менее серьезным ограничением для роста нефинансовых фирм<sup>37</sup>.

Последний удар эре инсайдерской выдачи банковских лицензий в США был нанесен в 1832 году, когда Эндрю Джексон смог наложить вето на выдачу повторной лицензии Второму банку Соединенных Штатов. Банк получил лицензию в 1816 году — по иронии судьбы от тех самых республиканцев, которые возражали против выдачи повторной лицензии Первому банку Соединенных

---

34. Bodenhorn (2003), 142–143.

35. *Idem.*, 239–243.

36. Wang (2006), 107.

37. Lamoreaux (1994), 9, 13.

Штатов в 1811 году. Война 1812 года продемонстрировала, как важно для правительства иметь банк, который может выступать как его бюджетный агент. Второй банк Соединенных Штатов был основан на тех же принципах, что и первый, и он столкнулся с оппозицией со стороны той же самой коалиции местных банкиров и аграрных популистов. Популистское президентство Эндрю Джексона и рискованные политические интриги президента Второго банка Соединенных Штатов Николаса Биддла во время борьбы за повторную выдачу лицензии банку привели к его закату: Джексон наложил вето на возобновление банковской лицензии в 1832 году, заставив его закрыться в 1836 году<sup>38</sup>. С этого момента и приблизительно до 1980 года коалиция мелких банкиров и аграрных популистов доминировала в политике выдачи лицензий банкам и в банковском регулировании в Соединенных Штатах.

Хотя между штатами наблюдались существенные различия, выдача лицензий банкам посредством специальных законодательных актов с конца 1830-х годов все больше заменялась так называемыми законами о нерегулируемой банковской деятельности. Сильная паника 1837 года и последовавшие за ней финансовые бедствия и экономическая депрессия помогли ускорить этот процесс. Множество банков по всей стране обанкротилось. Коллапс монопольных банков штатов, которые были тесно связаны с финансированием проектов общественных работ, главным образом, на юге, был особенно стремительным, но на севере тоже отмечался высокий уровень банкротств<sup>39</sup>. Паника создала финансовый вакуум, который необходимо было заполнить, а также выявила слабые стороны использования лицензируемых банков для финансирования проектов, которые поддерживало правительство. Результатом этих событий стало наступление «эры нерегулируемых банков». Это означало, что банковские лицензии больше не должны были одобряться законодателями штата. Скорее, частные лица могли открывать банки при условии, что они регистри-

---

38. Более подробную информацию см. у Hammond (1947); Temin (1968); Engerman (1970); Rockoff (2000); Schweikart (1988); Rothbard (2012).

39. См. Schweikart (1987), 48–90; McGrane (1924), 91–144.

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

ровались у контролера штата и размещали у него федеральные облигации или облигации штата в качестве гарантии по выпускам своих бумаг.

Читателей может заинтересовать, каким образом свободный вход на рынок отвечал потребностям бюджетов правительств штатов. Дело в том, что при нерегулируемой банковской деятельности все банкноты должны были быть на 100% обеспечены высококлассными ценными бумагами — в эту категорию, в частности, входили облигации, выпущенные правительством штата, — которые хранились у контролера денежного обращения штата. По сути, свободные банки были вынуждены выдавать кредит правительству штата в обмен на право вести деятельность.

Нью-Йорк был первым штатом, который перешел на нерегулируемую банковскую деятельность в 1838 году, и причина такого перехода была вполне очевидной: граждане, которым был закрыт доступ на кредитный рынок, голосовали за политическую партию, обещавшую прервать олигополию, которая контролировала выдачу банковских лицензий. В период с 1810-х по 1830-е годы выдача лицензий банкам в Нью-Йорке контролировалась Регентством Олбани — политической машиной, возглавляемой Мартином Ван Бюреном. Эта группа также была известна под названием Священный союз и выступала с лицемерной и корыстной риторикой против коррупции. Тем не менее ее политическая философия лучше всего была выражена одним из ее лидеров, губернатором Нью-Йорка Уильямом Марси, который сказал, что «трофеи принадлежат победителю». Банковские лицензии выдавались только друзьям Регентства, в обмен на них законодатели получали взятки в различных формах, таких как возможность подписываться на первичные публичные размещения акций банка по номинальной стоимости, несмотря на то что эти акции продавались со значительной премией<sup>40</sup>.

Контроль Регентства над выдачей лицензий банкам закончился, когда избирательные законы штата были изменены в 1826 году, и все мужское население получило

---

40. Bodenhorn (2003), 134, 186–188; Bodenhorn (2006); Gatell (1966), 26; Moss and Brennan (2004).

право голоса. В течение десяти лет Регентство утратило контроль над законодательством штата, а в 1838 году на волне паники доминирующая Партия вигов приняла первый в Америке закон о нерегулируемой банковской деятельности. К 1841 году в Нью-Йорке было учреждено 43 свободных банка с общим капиталом 10,7 млн долларов. К 1849 году количество свободных банков выросло до 111, а их оплаченный капитал увеличился до 16,8 млн долларов. К 1859 году существовало 274 нерегулируемых банка с оплаченным капиталом в 100,6 млн долларов<sup>41</sup>. Другие штаты вскоре последовали примеру Нью-Йорка. К началу 1860-х годов 21 штат принял закон, подобный нью-йоркскому в том или ином варианте, тем самым стимулировав приход новых банков на рынок и усиление конкуренции<sup>42</sup>.

Экономические интересы, как и идеология, способствовали возникновению движения за нерегулируемые банки. Поддержка нью-йоркского закона о нерегулируемой банковской деятельности в 1838 году была особенно сильной в местностях, где большая доля работников была занята в торговле и производстве, и там, где не хватало банков<sup>43</sup>. Поддержка нерегулируемой банковской деятельности также была реакцией на недовольство населения предоставлением особых привилегий, которые ассоциировались с фаворитизмом, элитарностью и коррупцией.

Однако нерегулируемая банковская деятельность не представляла собой полного переосмысления существовавшей ранее системы сегментированных монополий и не привела к системе полностью открытого доступа к банковской деятельности в пределах штатов и государства. Важно отметить, что нерегулируемым банкам не разрешалось открывать филиалы. Учитывая высокие накладные расходы на учреждение банка, это ограничение, по сути, лимитировало появление банков в малонаселенных областях. Из-за регуляторных затрат и огра-

---

41. Bodenhorn (2003), 186–192; Wallis, Sylla, and Legler (1994); Moss and Brennan (2004).

42. Bodenhorn (1990), 682–686; Bodenhorn (1993), 531–535; Economopoulos and O’Neill (1995); Ng (1988); Rockoff (1974, 1985).

43. Bodenhorn (2007), 23.

#### ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

ничений на вхождение в новые рынки эра нерегулируемой банковской деятельности не создала значительной конкуренции между банками. Некоторые ученые даже предполагают, что принятие законов о нерегулируемой банковской деятельности само по себе не являлось существенным фактором для роста банков<sup>44</sup>.

В работах других ученых дано объяснение этому феномену: несмотря на демократизацию выдачи лицензий при нерегулируемой банковской деятельности, бесфилиальная структура нью-йоркской системы нерегулируемых банков существенно ограничивала увеличение банковского кредита в этом штате<sup>45</sup>. Поскольку ограничения на открытие филиалов сохранялись, нерегулируемая банковская деятельность просто увеличила количество и сократила размер локальных банковских монополий. Она также больше не позволяла правительству выдавать банковские лицензии своим политическим союзникам. Результаты были двоякими: некоторая часть ренты, которую раньше зарабатывали банкиры, исчезла, и заемщики, которым раньше был закрыт доступ на кредитные рынки, теперь получили доступ к финансам, хотя он обеспечивался банками, которые по-прежнему имели достаточные полномочия на локальном рынке.

### Разница между Севером и Югом: открытие филиалов, клиринговые дома и страхование ответственности

После 1837 года развитие банков в южных штатах пошло по другому пути, чем в штатах Севера и Среднего Запада. В отличие от Севера, где нерегулируемым банкам и лицензируемым банкам было запрещено открывать филиалы, большинство банков южных штатов могло открывать филиалы в пределах штата.

Частично это объясняется различиями между Севером и Югом в благосостоянии и географической мобильности факторов производства. На Севере географически сегментированная организация банковской

---

44. Ng (1988).

45. Bodenhorn (2008).

системы была результатом победившей политической коалиции: банкиры, которые хотели создать локальные монополии, объединялись с популистами, не принимавшими корпорации любого типа, но особенно те, которые ассоциировались с «аристократами» из большого города. Поддержка популистами бесфилиальных банков частично объяснялась преимуществами, которые некоторые классы локальных заемщиков получали от ограниченного входа банков на рынок из-за системы бесфилиальных банков. Поскольку бесфилиальная банковская система привязывала местные банки к местной экономике, банкиры более охотно предоставляли кредит своим действующим заемщикам в сложные времена, в отличие от филиального банка, который перемещал средства в другую местность в поисках более «хлебных мест». Например, в центральном Иллинойсе снижение цен на зерно приводило к снижению доходов и стоимости имущества всех участников локальной экономики. Местные банкиры могли сократить предложение кредитов своим клиентам в качестве реакции на такое снижение, но если они это делали, единственной реальной альтернативой были инвестиции в денежные средства или ценные бумаги, такие как правительственные облигации. Ограниченные возможности альтернативных инвестиций говорили в пользу того, чтобы как можно дольше продолжать предоставлять кредиты даже в сложные времена. Эта «кредитная страховка» может объяснить, почему штаты со сравнительно высоким уровнем развития сельского хозяйства и равномерным распространением земли между фермерами обычно приветствовали бесфилиальную систему банков: большое количество сравнительно преуспевающих фермеров, которые уже входили в список клиентов местного бесфилиального банка, было заинтересовано в сохранении ограничений на открытие филиалов<sup>46</sup>.

В отличие от Севера богатство южных штатов до Гражданской войны заключалось скорее в людях, нежели в земле. Основной формой богатства были рабы, и рабов можно было легко перемещать в пределах Юга<sup>47</sup>. Бо-

---

46. Calomiris (2000), 64–67; Calomiris and Ramirez (2008).

47. Wright (1986), II, 17–50.

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

гатые южане-рабовладельцы не так много выигрывали от кредитной страховки, которую предлагали локальные бесфилиальные банки.

Эти фундаментальные различия в распределении производственных фондов между Севером и Югом отражались и в распределении политической власти. На Юге политическая власть была сконцентрирована в руках крупных плантаторов-землевладельцев, которые обычно монополизировали должностные позиции на локальном уровне и уровне штата. Эта сравнительная политическая слабость мелких белых фермеров (не говоря уже о полном лишении рабов избирательных прав) снижала популистские запросы на бесфилиальные банки на Юге. Таким образом, разные структуры банковских систем на Севере и Юге перед Гражданской войной могут пониматься как политические последствия, которые отражали разные базовые экономические интересы.

Еще одной причиной сравнительно слабой поддержки бесфилиальных банков на Юге является тот факт, что филиалы упрощали развитие межбанковского акцепта векселей, что сокращало издержки финансирования хлопкового бизнеса. Меньшее число банков, оперирующих на больших расстояниях друг от друга, упрощало банкам задачу акцептования векселей друг друга в разных регионах — это большое преимущество в экспортной экономике. Банки в южных штатах до Гражданской войны — в Теннесси и Кентукки — имели большие объемы торговых акцептов, чем провинциальные банки в северных штатах, где запрещалось открытие филиалов<sup>48</sup>.

Сравнительная эффективность системы с небольшим количеством банков и большим количеством филиалов частично объяснялась более низкими информационными затратами. Предположим, что торговец хотел экспортировать хлопок из сельской местности. Чтобы это сделать, он должен был купить хлопок у фермеров в этой местности, перевезти его в порт на востоке, а затем отправить для продажи за границу. Этот процесс занимал время и требовал значительных расходов. Существование системы банков, особенно банков с филиалами, существенно упрощало этот процесс. Прежде всего, торго-

---

48. Bodenhorn (1990), 37.



вещ мог финансировать сделку за счет займа, выданного его банком на Востоке; и вместо наличных денег банк мог выдать ему внутренний вексель, также известный как банковский акцепт. Вексель, по сути, был долговым обязательством. Торговец потом предъявлял этот вексель банкиру в местности выращивания хлопка и в обмен получал денежные средства, которые он мог использовать для покупки хлопка. Готовность второго банка акцептовать такой вексель зависела от уверенности сельского банкира в кредитоспособности банка, на который был выписан этот вексель на Востоке. Чтобы такая схема работала, было необходимо, чтобы банки внутри банковской системы имели сведения друг о друге. Банки, которые акцептовали вексель в обмен на наличные денежные средства, должны были иметь возможность удостовериться в законности векселей и в платежеспособности банков, выписывавших векселя. В филиальной системе, где было всего несколько банков, взаимный мониторинг осуществлять было значительно легче. Собственно говоря, информационные издержки по сделкам между филиалами одного и того же банка равнялись практически нулю<sup>49</sup>.

Поэтому то, что американский Юг — где торговля хлопком была основным видом экономической деятельности, самым важным активом были рабы, а политическая власть была сконцентрирована у рабовладельцев — решил организовать филиальную систему лицензируемых банков, было не случайностью: экспортное финансирование было основной функцией южных банков до Гражданской войны.

---

49. Поскольку банки с системой филиалов были скорее исключением, нежели правилом в американской банковской истории, банковские акцепты и векселя редко использовались в Соединенных Штатах для финансирования торговли зерном в отличие, например, от Канады. Как Джон Джеймс объяснил нам в личной переписке, национальным банкам также было запрещено законом выступать в качестве гарантов, что означало, что они не могли быть участниками рынка векселей. Конечно, этот запрет не распространялся на банки, имевшие лицензию штата. Кроме того, запрет для национальных банков был снят Законом о Федеральной резервной системе, однако это изменение не способствовало развитию рынка векселей. Таким образом, именно бесфилиальная банковская система, а не запрет на участие национальных банков в операциях на рынке векселей до 1913 года была основной причиной отсутствия развития рынка векселей в США.

Эти фундаментальные различия делали банки на Севере гораздо менее устойчивыми, чем на Юге<sup>50</sup>. Банковская система северных штатов состояла из большого количества географически изолированных бесфилиальных банков, которые имели значительные риски убытков по своим кредитам в результате сильных локальных потрясений в экономике (типа падения цен на зерно). Эти более мелкие банки, работающие в более фрагментированной системе, также обнаружили, что им сложнее координировать свои меры в ответ на кризисы в банковской системе. Поэтому им грозил более высокий риск банкротства. В южных штатах было небольшое число крупных территориально пересекающихся филиальных банков, которые были более диверсифицированными и могли более эффективно координировать свои меры в периоды паники, создавая рынки своих собственных обязательств и договариваясь избегать губительных снятий средств из отделений друг друга. Большое количество банков в банковских системах северных штатов также означало более серьезные проблемы для межбанковского клиринга банкнот и депозитов.

Чтобы компенсировать их сравнительно невысокую диверсификацию, высокие затраты на координацию деятельности и более сложные клиринговые сети, бесфилиальные банки северных штатов разработали формальные институциональные механизмы разделения риска, определили правила клиринга банкнот, привлечения депозитов и способы реагирования на панику вкладчиков. В результате возникли банковские клиринговые дома и схемы страхования банковской ответственности — такого на Юге до Гражданской войны не было.

Клиринговые дома, которые работали только локально в городах, исполняли двойную роль: они управляли межбанковскими переводами банкнот и депозитов в обычное время и определяли правила для коллективных действий в периоды паники. Члены клиринговых домов создавали рынки собственных обязательств друг перед другом, чтобы ограничить риски снятия средств в периоды паники. Во время нескольких эпизодов сильной паники члены клирингового дома города Нью-Йор-

---

50. Calomiris and Schweikart (1991).

ка также выпускали ноты клиринговых домов, которые представляли собой коллективные обязательства, по которым они несли взаимную ответственность. Это увеличивало предложение наличных денежных средств в системе. Создавая такую систему коллективной защиты, нужно было избежать проблемы «эффекта безбилетника», поэтому члены клиринговых домов также устанавливали нормативные требования и обеспечивали их исполнение. Также важно отметить, что члены клирингового дома Нью-Йорка были обязаны поддерживать высокий уровень денежных активов (25% своих депозитов) — эта практика снижала кредитный риск и риск ликвидности в банковской системе.

Шесть северных штатов разработали системы страхования ответственности еще до Гражданской войны. Эти системы были представлены двумя разными моделями, и выбор модели имел важные последствия для успеха. Одна подразумевала сравнительно большое число участников с ограниченной ответственностью по убыткам друг друга. При этом регулирование для участников осуществлялось правительством штата. Другая ограничивала членство небольшим количеством банков (обычно примерно тридцатью банками в пределах штата), требовала взаимной ответственности членов по убыткам друг друга, при этом регулирование осуществлялось самими банками. Эти две системы стимулировали возникновение различных моделей деятельности банков. Первая система склоняла банки-участники принимать большие риски (так называемая проблема морального риска), не ограничивала системного риска во время кризисов и не могла удержать участников, как только убытки от разорившихся членов начинали накапливаться. Вторая система давала банкам стимулы для мониторинга друг друга и предотвращения проблемы «зайцев». Небольшое количество членов в этих застрахованных системах обеспечивало сохранение преимуществ мониторинга друг друга.

Системы страхования трех штатов, которые выбрали первую модель (Нью-Йорк, Мичиган и Вермонт) рухнули, а их обращения за страховой выплатой остались неудовлетворенными. По мере накопления убытков от банкротств банков банки, оставшиеся на плаву, поки-

## ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

нули эту систему и поменяли свои уставы, предпочтя самостоятельную банковскую деятельность. А вот три штата, которые выбрали вторую модель (Индиана, Огайо и Айова), наоборот, пользовались преимуществами низких рисков и эффективной взаимной защиты. Во время банковских паник застрахованные банки этих штатов не только избежали банкротства, но смогли избежать и массового изъятия депозитов или приостановки конвертируемости банкнот, поскольку они пользовались доверием вкладчиков<sup>51</sup>.

### Гражданская война и создание двойной системы выдачи лицензий: на национальном уровне и уровне штата

Проблемы с финансированием Гражданской войны в США привели к существенным и долгосрочным изменениям американской банковской системы. Гражданская война способствовала созданию первых в США выпущенных правительством бумажных денег, которые имели статус официального средства платежа и могли использоваться для уплаты долгов: государственных и частных. Также национальному правительству вновь пришлось вернуться к выдаче банковских лицензий — оно не делало этого с тех пор, как Джексон наложил вето на выдачу лицензии Второму национальному банку США в 1832 году.

Ничто из этого не прошло безболезненно. Федеральному правительству приходилось принимать во внимание коалицию аграрных популистов и бесфилиальных банкиров, которая доминировала в банковской деятельности. Признания права на выпуск законного средства платежа соответствующим конституции удалось добиться только за счет назначения в Верховный суд «своих людей». Попытка создать систему банков с национальными лицензиями была встречена с еще меньшим энтузиазмом. Когда страсти улеглась, банков с лицензиями штатов оказалось больше, чем с национальными лицензиями, а национальные банки были национальными

---

51. Golembe and Warburton (1958); Golembe (1960); Calomiris (1989, 1990).

только номинально; они были бесфилиальными банками, так же как и их конкуренты с лицензиями штатов.

Когда в апреле 1861 года началась Гражданская война, никто в федеральном правительстве не ожидал, что она продлится четыре года и будет стоить так много денег и жизней. Однако первые сражения вскоре показали, что правительству понадобятся большие средства, чтобы заставить Юг подчиняться. В его распоряжении были различные методы: повышение налогов, продажа облигаций населению, размещение облигаций среди банков, принуждение банков выдавать кредиты в обмен на право выпускать банкноты, обложение налогами банкнот частных банков и печатание официальной валюты. В конечном итоге правительство использовало все эти способы, но в первую очередь оно сделало то, что политически было легче всего: попыталось продать облигации населению. Однако население приняло эти размещения без большого энтузиазма. Министр финансов Сэлмон Чейз поэтому использовал следующий наиболее простой с политической точки зрения метод: он призвал банки Нью-Йорка и других восточных городов организовать синдикат для покупки правительственных облигаций по низким процентным ставкам. Они отреагировали, как Чейз и надеялся, очевидно, полагая, что, если крупнейшие банки страны стали бы кредиторами правительства, оно было бы вынуждено разумно вести себя в том, что касалось бюджетных дел<sup>52</sup>. В конце концов, зачем правительству понадобилось бы банкротить свою собственную банковскую систему?

И всего лишь несколько месяцев спустя, в декабре 1861 года, министр финансов Чейз именно это и сделал. В своем ежегодном докладе конгрессу Чейз обрисовал безрадостную бюджетную картину продолжительной гражданской войны и предложил использовать для будущих расходов дополнительные выпуски долговых обязательств, а не налоги. Он, по сути, заявил рынкам, что федеральное правительство собралось погасить существующие кредиты новыми кредитами, а эти новые кредиты будут погашаться за счет повышения налогов в неопределенном будущем. Это означало, что правительство мо-

---

52. Calomiris (1991).

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

жет продолжить применять практику постоянного рефинансирования существующих долгов через новые долги. Рынки отреагировали соответственно: стоимость правительственных облигаций существенно упала. Банки, у которых на балансе были горы правительственных обязательств из-за синдицированного предложения, теперь попали в затруднительное положение: стоимость одного из их важнейших активов (правительственных облигаций) упала, означая, что стоимость их важнейших обязательств (банкнот, которые они выпустили, и депозитов, которые они разместили у себя) тоже должна была снизиться. В результате банки были вынуждены приостановить конвертируемость: население не могло конвертировать свои депозиты или векселя, выписанные на эти банки, в золотые или серебряные монеты.

Один из уроков, которые можно извлечь из этого эпизода, заключается в том, что некомпетентные министры финансов — это не феномен последнего времени; но еще один, в равной степени полезный урок, — это то, что правительство может одновременно спасти банки и финансировать себя за счет выпуска официальной валюты. До 1861 года доллар представлял собой лишь эквивалент заданного объема золота или серебра, а средством обмена, созданным национальным правительством, служили золотые или серебряные монеты, которые чеканились американским монетным двором. Бумажные деньги выпускались частными банками (поэтому назывались банкнотами) и не имели статуса законного платежного средства. В феврале 1862 года федеральное правительство начало выпускать банкноты (также называемые казначейскими билетами или бумажными долларами) — бумажную валюту, которая имела статус законного платежного средства. Важно отметить, что бумажные доллары не могли обмениваться на золото или серебро по фиксированному курсу.

Основной целью создания этой девальвированной валюты и официального платежного средства для государственных и частных долгов было спасение национальных банков<sup>53</sup>. Уже существовавшие банковские депозиты или банкноты, номинированные в долларах, которые

---

53. Hammond (1970).

ранее можно было конвертировать в золото или серебро, теперь могли быть погашены бумажными долларами, которые не были конвертируемы. Чистая стоимость активов банков была восстановлена, а вот вкладчиков и держателей банкнот, в сущности, обокрали. Бумажный доллар, несомненно, давал еще одно преимущество федеральному правительству: вместо выпуска облигаций, по которым нужно выплачивать проценты, оно могло покрывать свои расходы, печатая банкноты, по которым проценты не начислялись<sup>54</sup>.

Создание бумажного доллара было смелым шагом. Во время конституционного конвента делегаты разделились на два лагеря по вопросу о том, может ли федеральное правительство выпускать бумажную валюту и каким образом<sup>55</sup>. В качестве компромисса штатам запретили выпускать валюту или принимать законы в отношении официального платежного средства, а федеральному правительству предоставили право устанавливать стоимость доллара и чеканить монеты. Однако в Конституции ничего не говорилось о том, может ли федеральное правительство выпускать бумажную валюту или объявлять ее официальным платежным средством. В период с 1791 по 1861 год такой пробел толковался как предположение, что федеральное правительство может устанавливать долларовую стоимость золота и серебра, принесенного на монетный двор (и иностранных монет, используемых как средство оплаты в США, таких как мексиканский песо, который имел широкое хождение). Также он толковался как право правительства выпускать во время войны бумажную валюту, которая станет законным средством платежа по долгам населения (то есть что население может платить налоги этой валютой). Правительство, на самом деле, сделало это во время войны 1812 года и вновь в 1861 году, выпустив «предъявительские векселя», которые можно было использовать для уплаты импортных тарифов наряду с золотыми и серебряными монетами.

Однако проблему, стоявшую перед министром финансов Чейзом — потенциальный коллапс группы крупных банков Восточного побережья, — нельзя было ре-

---

54. Mitchell (1903), 47.

55. Hurst (1973), 3–27.

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

шить, не предприняв новых смелых шагов. Ему пришлось создать механизм для спасения банков, которые он сам и «потопил», и поэтому, соответствовало это конституции или нет, бумажный доллар был объявлен законным платежным средством для оплаты частных и государственных долгов. Банки могли выплачивать свои частные долги держателям банкнот и вкладчикам бумажной валютой. Из-за странного поворота событий Чейз сам, как мы знаем, сомневался в соответствии этого шага конституции. Полномочия федерального правительства по выпуску законного средства платежа оспаривались в судах, и в конечном итоге это дело было направлено в Верховный суд в 1869 году, а Чейз в этот момент был председателем Верховного суда. В деле Хепберн против Грисволд Чейз, по сути, вместе с большинством признал не соответствующим конституции превращение бумажных долларов в законное средство платежа для существовавших частных контрактов, номинированных в долларах! Президент Улисс Грант, по всей видимости, был не в восторге от такого решения. Он назначил еще двух судей в Верховный суд, которые, он знал, проголосуют «за», чтобы утвердить полномочия федерального правительства по выпуску законного средства платежа. В результате решение 1869 года было отменено в 1871 году делами Паркер против Девиса и Нокса против Ли<sup>56</sup>.

Правительства, нуждающиеся в средствах для финансирования войны, обычно используют любые средства, поэтому Чейз не остановился на выпуске бумажных долларов. Конечно же, бумажные доллары были временной мерой для Чейза. Его более амбициозной целью было создание механизма финансирования войны и, что отражало его идеологическую ориентацию, устранение беспорядочной валютной системы, объединявшей банкноты различных банков, которые продавались с тем большим дисконтом, чем дальше от офиса банка (где банкноты могли быть погашены) осуществлялась продажа. Эти дисконты отражали как стоимость погашения, навязанную физической дистанцией, так и предполагаемые риски находящегося далеко эмитента<sup>57</sup>.

---

56. Dunne (1960); Calomiris (1992a).

57. Gorton (1989); Calomiris and Kahn (1996).



Необходимость правительства размещать огромные объемы новой задолженности дала Чейзу хорошие основания реализовать то, что он и другие рассматривали как желательное долгосрочное изменение: обеспечить однородность выпуска банкнот в пределах только что созданных национальных банков, получивших лицензию по Закону о национальных банках от 1863 года, и потребовать полного обеспечения банкнот правительственными облигациями. У федерального правительства не было полномочий отменить право штатов на выдачу банковских лицензий или не давать банкам с лицензиями штата выпускать банкноты. Однако оно могло обложить 10%-м налогом банкноты, выпускаемые банками с лицензиями штата, и всего 1%-м налогом банкноты национальных банков, что создало бы у банков штатов мощные стимулы получить новые федеральные лицензии. Чтобы выдача этих новых лицензий давала какие-то доходы правительству, банкноты национальных банков должны были быть обеспечены казначейскими облигациями США и другими казначейскими билетами США на 11%. Короче говоря, федеральное правительство обменивало право выпускать банкноты на предоставление кредита! Банки по-разному воспользовались этой возможностью, как и можно было предполагать: банки со сравнительно прибыльными кредитами выпускали меньше банкнот, обеспеченных правительственными облигациями, и больше ориентировались на фондируемое депозитами кредитование, а банки с относительно неприбыльными кредитами нередко полностью использовали возможность выпускать банкноты, обеспеченные правительственными облигациями<sup>58</sup>.

Банки с национальными лицензиями начали появляться в 1863 году, и их банкноты скоро вытеснили банкноты банков с лицензиями штата. Однако это были национальные банки только в том смысле, что их лицензии были выданы федеральным правительством, а не в том, что они могли открывать филиалы по всей стране. Они продолжали подчиняться законам штатов, которые либо считали открытие филиалов полностью незаконным, либо ограничивали количество филиалов, которые

---

58. Calomiris (1988b, 1993a); Calomiris and Mason (2004).

## ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

можно было открыть. Таким образом, Закон о национальных банках, по сути, предполагал нерегулируемую банковскую деятельность в национальных масштабах.

Создание банкнот, имеющих статус законного платежного средства, и выдача лицензий национальным банкам иллюстрируют общеизвестную истину: правительство, являясь партнером во всех политических коалициях, которые определяют правила игры в выдаче банковских лицензий, подразумеваемо сохраняет за собой право изымать ресурсы у других партнеров в периоды бюджетной необходимости. Однако то, что национальное правительство, которое не пыталось выдать лицензии банкам в течение трех десятилетий и никогда не объявляло свои бумажные деньги законным средством платежа, решило сделать это во время Гражданской войны, было не случайностью. Так же как не было случайностью и то, что правительство затем использовало эти только что получившие лицензию банки в качестве своего «карманного» рынка для размещения растущего объема своих долговых обязательств.

То, как бумажные доллары и национальные банки «штамповались» федеральным правительством, также иллюстрирует еще одну общеизвестную истину: правительства в представительных демократиях, особенно в тех, которые имеют сильные институты федерализма, не могут просто делать то, что они хотят. Чейз, например, не мог финансировать гражданскую войну, разрушая банки (как сделали его мексиканские коллеги, когда они вели свою гражданскую войну в 1914–1917 годах, во время Мексиканской революции; см. главу 10). Несомненно, создание бумажных долларов было результатом желания правительства ограничить последствия для банков партнерства с правительством. Подобным же образом, в то время как федеральное правительство, по сути, лишило банки штатов прибыли от выпуска банкнот, оно все же сделало это так, чтобы они смогли стать партнерами с правительством, получив лицензию на операции на национальном уровне в обмен на покупку правительственных долговых обязательств. Более того, банковская система, которую они создали, не противоречила основной политике коалиции популистов и бесфилиальных банкиров: система сегментированных



РИС. 6.2. Количество американских банков по типу лицензий, 1860–1914

Источники: Lamoreaux (1991), 540; Davis and Gallman (2001), 268; Calomiris and White (1994), 151; U.S. Federal Reserve Board (1943), 24.

монополий была сохранена, поскольку даже национальные банки должны были соблюдать законы штатов в отношении открытия филиалов.

На самом деле, ограничения на полномочия и свободу действий групп, контролируемых федеральным правительством, означали, что они не смогли вытеснить банки с лицензиями штатов. В краткосрочной перспективе реакция частных банков была такой, как и ожидало федеральное правительство. Как показывает рис. 6.2, количество банков с лицензиями штата снизилось с 1579 в 1860 году до 349 в 1865 году. Количество национальных банков за тот же период существенно выросло — с нуля до 1294.

Однако в долгосрочной перспективе замена банковских депозитов на банкноты и конкуренция между национальными властями и властями штатов за выдачу банковских лицензий расстроила планы властей по созданию единой системы национальных банков и вместо этого привела к двойным системам банков — с лицензиями штатов и национальными лицензиями. Федеральное правительство, по сути, национализовало право выпускать банкноты, создав в 1865 году 10%-й налог

## ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

на банкноты банков с лицензиями штата. Однако закон ничего не говорил о чеках, выписанных на счета в банках с лицензиями штатов. Государственные банки поэтому активно развивали депозитные операции, и чеки, выписанные на эти счета, становились все более популярными средствами обмена в деловых сделках<sup>59</sup>. Им, по всей видимости, помогали законы штатов, которые снижали минимальные требования капитала для банков с лицензиями штатов<sup>60</sup>. В результате количество банков с лицензиями штатов перегнало количество банков с федеральными лицензиями в период с 1865 по 1914 год. Как показывает рис. 6.2, в 1865 году на банки штатов приходился всего 21% от общего числа банков и 13% от совокупных банковских активов. К 1890 году банков штатов было больше, чем национальных банков, и банки штатов контролировали большую часть активов. Примерно в 1914 году 73% банков были банками штатов, и банки штатов контролировали 58% активов.

В результате имела место банковская система с особенной конкурентной и географической структурой. В 1914 году в Соединенных Штатах было 27 349 банков, 95% из которых не имело филиалов! Банки, которые все же имели филиалы, обычно были небольшими, и количество филиалов в среднем не превышало пяти единиц<sup>61</sup>. Причиной преобладания бесфилиальных банков было то, что большинство штатов сохраняло законы, запрещающие открытие филиалов даже банкам с национальными лицензиями<sup>62</sup>. Штаты, которые явным образом не запрещали открытия филиалов, обычно не имели в своих законах положений, касающихся филиалов, и этот пробел, по сути, ограничивал создание филиальных банков.

Бесфилиальные банкиры формировали многочисленные организации на локальном уровне и уровне штата, чтобы выступать против смягчения ограничений по открытию филиалов. Им даже удалось убедить Ассоциацию банкиров США (American Bankers Association) при-

---

59. Moss and Brennan (2004); Sylla (1975), 62–73; Davis and Gallman (2001), 272.

60. Grossman (2010), 231, 236.

61. Calomiris and White (1994), 145–188; Davis and Gallman (2001), 272.

62. Grossman (2010), 238.

нять в 1916 и 1924 годах резолюции против открытия филиалов в любых формах<sup>63</sup>. Городские банки, конечно же, пытались обойти эти резолюции путем хитрого маневра — учреждения холдинговой компании и открытия отдельного бесфилиального банка на сельском рынке. Однако законы штатов фактически ограничивали функциональность этого маневра, поскольку эти законы оговаривали, что отдельный бесфилиальный банк, которым владела холдинговая компания, должен был оставаться именно таким: отдельным. Он не мог иметь общих вспомогательных подразделений с городским банком и поэтому не мог пользоваться преимуществами экономии от масштабов. Высокие накладные расходы, предполагаемые этой бизнес-моделью, означали, что создание квазифилиальной сети имело ограниченные преимущества. Законы штата были эффективными и постоянными барьерами для входа на рынок.

Почему избиратели терпели такой порядок вещей? Почему они не сформировали коалицию с городскими банкирами, которые хотели открыть филиалы на их несвоенных рынках? Как мы уже отметили, бесфилиальные банки были довольно популярны среди заемщиков во многих штатах, возможно, за счет преимущества кредитной страховки, которую они предлагали. Например, в 1924 году штат Иллинойс провел референдум по вопросу о сохранении системы бесфилиальных банков, и избиратели поддержали сохранение такой системы<sup>64</sup>. Вполне понятные экономические интересы оправдывают поддержку бесфилиальных банков в штатах, где такие банки были популярны<sup>65</sup>. Очевидно, что фермеры-землевладельцы в процветающих сельскохозяйственных округах, которые использовали бесфилиальные банки для фондирования своей деятельности и приобретений, решили, что они кое-что выигрывают от таких банков. Локальный банкир, который не являлся членом филиальной сети, должен был предоставлять кредиты им или боль-

---

63. Abrams and Settle (1993), 689. Еще одна банковская ассоциация выступала против филиальных банков; это была Ассоциация американских банкиров, выступающая против филиальных банков (United States Bankers Association Opposed to Branch Banking). См. Abrams and Settle (1993), 702 n. 6.

64. E. White (1984a).

65. Abrams and Settle (1993); Calomiris (2000); Calomiris and Ramirez (2008).

## ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

ше никому. Более высокая процентная ставка, которую они платили бесфилиальному банкиру за кредит, была премией за страховку, которую они получали, — бесфилиальные банкиры более охотно продолжали предоставлять кредиты в неблагоприятные периоды.

### Беспрецедентно нестабильная система

Несмотря на все изменения в организации американской банковской системы, которые произошли из-за Гражданской войны, ее базовая структура — фрагментированная система, состоящая из тысяч географически изолированных бесфилиальных банков, — не изменилась. В результате американские банки оставались беспрецедентно нестабильными. В период с 1800 до 1861 год случилось пять крупных банковских кризисов: в 1814–1816, 1825, 1837–1839, 1857 и 1861. В период с 1873 по 1907 год их было шесть. Три из этих кризисов (в 1873, 1893 и 1907 годах) привели к широкой приостановке конвертируемости банковских депозитов, что означало, что вкладчики могли выписывать чеки на свои депозиты, но не могли конвертировать их в наличные деньги. Во время трех других кризисов (в 1884, 1890 и 1896 годах) приостановки удалось избежать благодаря коллективным действиям клиринговых домов, которые создавали рынки банковских депозитов и выпускали дополнительную валюту, чтобы добавить ликвидность в систему. Поэтому кризисы, случившиеся после Гражданской войны, не характеризовались масштабными банкротствами банков, в отличие от предыдущих кризисов. Однако они были губительными для американской финансовой системы и реальной экономики<sup>66</sup>.

Эти периодические банковские кризисы спровоцировали панику, поскольку вкладчики массово снимали свои депозиты. Следовательно, их усугубляли еще и обычные колебания делового цикла. На самом деле американские банковские кризисы были удивитель-

---

66. Поскольку они требовали координированных действий клиринговых домов, то подходили под определение банковского кризиса, данного в главе 1.

но предсказуемыми событиями, которые происходили на пиках деловой активности. До Первой мировой войны каждый квартал, в котором обязательства обанкротившихся компаний вырастали более чем на 50% (с сезонной поправкой), а фондовый рынок падал более чем на 8%, означал, что в следующем квартале случится паника. Другой схемы национальной паники в этот период просто не существовало<sup>67</sup>.

США были единственной страной в мире, которая все еще страдала от подобного рода паник в конце XIX века<sup>68</sup>. Необычная уязвимость американской системы отражала три основных слабых места бесфилиальных банков — отсутствие диверсификации рисков в пределах банка (которая была бы возможной при наличии филиалов), накопление банковских резервов в Нью-Йорке (из-за чего вся система была уязвимой к шокам на рынках ценных бумаг, которые затрагивали нью-йоркские банки) и сложность координирования ответных мер для борьбы с кризисами ликвидности.

## Основание Федеральной резервной системы

На волне паники 1907 года банкиры и правительственные чиновники начали проводить серию встреч и обсуждений для решения постоянной проблемы банковских паник в Соединенных Штатах. Эта группа, созданная в форме Национальной комиссии по денежному обращению (National Monetary Commission), четко понимала, что в корне проблемы лежала система бесфилиальных банков. Комиссия издала множество материалов о банковском деле по всему миру, которые до сих пор являются кладом для финансовых историков, включая и несколько томов, в которых обсуждался резкий контраст между стабильностью филиальных банковских систем (как в соседней Канаде) и склонной к кризисам системой бесфилиальных банков США.

Однако реформирование базовой структуры американской банковской системы было политически неосу-

---

67. Calomiris and Gorton (1991).

68. Bordo (1985).

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

ществимой задачей. Вместо этого комиссия предложила следующую альтернативу: создание центрального банка, который снизил бы риск ликвидности в банковской системе за счет предоставления кредитов банкам, испытывавшим трудности. Он, в частности, ориентировался на снижение сезонных рисков ликвидности, связанных с циклами посадки и сбора урожая, что требовало значительного притока средств из финансовых центров Восточного побережья в другие части страны<sup>69</sup>.

Решение не менять фрагментированную структуру банковской системы было дорогостоящим. Во-первых, поскольку барьеры для конкуренции позволяли менее прибыльным банкам выживать в нормальные периоды, они делали случаи банкротств банков более частыми в неблагоприятные периоды. Во-вторых, барьеры для входа, предполагаемые бесфилиальной банковской системой, не давали развиваться здоровой конкуренции среди банков. Бесфилиальные банки могли столкнуться с конкуренцией только со стороны других бесфилиальных банков — и все они имели высокие накладные расходы, которые ограничивали вход на рынок, особенно в сельских местностях. В-третьих, бесфилиальные банки тормозили финансовую интеграцию между регионами. Система национальных филиальных банков позволяет легко перемещать средства между регионами, чтобы адаптироваться к различным уровням спроса, а значит, и выровнять процентные ставки. Из-за отсутствия филиальных банков между регионами еще в XX веке существовали большие различия в процентных ставках. И наконец, бесфилиальные банки способствовали растущему разрыву между размером банков и нуждами их потенциальных заемщиков: небольшие банки не могли выдавать суммы, которые были необходимы крупным промышленным фирмам. Масштабы промышленности в течение XIX века существенно выросли, по мере того как самыми быстрорастущими секторами стали стальная и химическая отрасли, вместо текстильной и обув-

---

69. Есть множество свидетельств того, что Федеральной резервной системе удавалось снижать сезонные риски и другие риски ликвидности в банковской системе. Miron (1986); Richardson and Troost (2006); Bernstein, Hughson, and Weidenmier (2010).



ной промышленности — однако рост банков не успевал за промышленностью. Таким образом, хотя банки были важными источниками средств для промышленных предприятий в начале XIX века, они играли гораздо менее важную роль в промышленном финансировании к концу этого столетия<sup>70</sup>.

Несмотря на масштабные и очевидные экономические преимущества отказа от бесфилиальных банков, Национальная комиссия по денежному обращению сфокусировалась на том, что было политически осуществимым, а именно на создании Федеральной резервной системы (далее — ФРС). Как предполагали ее основатели, федеральные резервные банки должны были стать хранилищем избыточных резервов в периоды низкого спроса на кредиты у банков — участников системы и источником дополнительных резервов (либо через выдачу кредитов своим членам, либо через покупку у них активов) в периоды высокого спроса. Чтобы избежать стимулирования нежелательных спекуляций на фондовых рынках и рынках недвижимости, федеральные резервные банки должны были ограничивать свою деятельность покупками или кредитованием под залог «реальных векселей» — коммерческих кредитов, используемых в финансировании торговли. Во время создания ФРС предполагалось, что реальные векселя должны были стать основным активом, который передавался бы между банками-участниками и их резервными банками. Целью этой системы было снижение риска ликвидности за счет создания децентрализованной системы, которая была бы независимой от правительства.

Создание ФРС требовало определенных компромиссов, которые отражали скорее силу отдельных кругов,

---

70. Calomiris (1995); Giedeman (2005). Важно подчеркнуть, что якобы функционирующий «денежный траст», управляемый J. P. Morgan в начале XX века, не играл практически никакой роли в предоставлении банковских кредитов, андеррайтинге акций или организации финансирования для новых промышленных предприятий. Он, как и другие инвестиционные банки этого периода, занимался преимущественно андеррайтингом облигаций, промышленными реорганизациями или корпоративным управлением крупными фирмами. См. Carosso (1970); DeLong (1991); Ramirez (1995); Calomiris (2000), chapters 4 and 5; и Pak (2012).

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

нежели экономические намерения основателей ФРС. Во-первых, несмотря на признание превосходства системы филиальных банков, появление ФРС никак не помогло реформировать особую структуру рынка американских бесфилиальных банков. Нельзя сказать, что это было непреднамеренное последствие: создание ФРС требовало поддержки бесфилиальных банкиров и их политических союзников<sup>71</sup>. Во-вторых, в переговорах о выдаче лицензии ФРС аграриям удалось «протолкнуть» реформу, которая позволяла национальным банкам выдавать кредиты под залог недвижимости, — ранее они не могли этого делать, поскольку такие кредиты сторонниками доктрины реальных векселей (в число которых входили и основатели ФРС) считались чересчур рискованными. Также для удовлетворения запросов аграриев на кредиты, обеспеченные сельскохозяйственными землями, через три года после основания ФРС, в 1916 году, была создана параллельная система из двенадцати земельных банков. Эти земельные банки капитализировались правительством, выдавали кредиты сроком до 40 лет и работали через сеть только что созданных национальных ассоциаций по кредитованию фермерских кооперативов. К 1930 году на федеральные земельные банки приходилось около 12% задолженности по фермерским задаткам в США<sup>72</sup>.

В-третьих, несмотря на задумку основателей, что ФРС должна оставаться независимой от правительства, ее создание в конечном итоге предоставило правительству механизм, который оно могло использовать для увеличения денежной массы для своих собственных бюджетных нужд — то есть пользоваться низкой стоимостью фондирования. Событие, которое стало катализатором этого изменения, не должно стать неожиданностью для читателей этой книги: необходимость фондировать дорогостоящую войну привела к существенным изменениям правил, что сократило дистанцию между ФРС и министерством финансов. Под давлением финансовых потребностей войны в 1917 году ФРС снизила резервные требования для банков — участников системы,

71. White E. (1983, 90–99; 1984b; 1985); Calomiris (2010b).

72. Fishback and Wallis (2012), 30.

что способствовало росту кредитования<sup>73</sup>. Залоговые правила для выпусков облигаций Федеральной резервной системой были смягчены в 1917 году: общий объем залога был уменьшен и, что еще более важно, ФРС изменила правила, чтобы позволить банкам-участникам использовать правительственные облигации в качестве залога по кредитам, которые они получали от ФРС<sup>74</sup>. В конце Первой мировой войны из-за растущего спроса на обращающиеся обязательства казначейства ФРС также снизила ставку дисконтирования по кредитам, обеспеченным казначейскими ценными бумагами. Это стало прецедентом, который противоречил намерениям основателей ФРС: предполагалось, что кредитование по льготной ставке должно было включать премию, которая дестимулировала бы злоупотребление дисконтным окном банками-участниками, однако из-за желания удовлетворить краткосрочные нужды правительственных финансов от этого принципа отказались<sup>75</sup>.

Созданный Первой мировой войной прецедент, когда ФРС служила интересам размещения казначейских долговых обязательств, не только спровоцировал краткосрочный инфляционный «марафон» в период с 1917 по 1920 год<sup>76</sup>; он также заложил основания для последующих изменений, которые в конечном итоге превратили Федеральную резервную систему в бюджетный инструмент Министерства финансов США. Эти изменения включили в себя и реформу 1932 года — временную меру, которая позднее превратилась в постоянную, — она позволила использовать казначейские ценные бумаги в качестве залога по выпускам банкнот ФРС<sup>77</sup>. Короче говоря, ФРС отразила политические компромиссы, необходимые для ее создания и функционирования. Они требовали сохранения бесфилиальной банковской системы, смягчения лимитов по кредитованию операций с недвижимостью и использования ФРС как финансового инструмента Министерства финансов США.

---

73. Meltzer (2003), 79 n. 31.

74. Ibid., 89.

75. Ibid., 73, 86.

76. Ibid., 90–107.

77. Ibid., 358, 417–418.

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

Правительства штатов отреагировали на проблему нестабильности банков своими собственными мерами. Собственно, у законодателей штатов было две альтернативы: стабилизировать существующие бесфилиальные банки путем создания обязательной системы страхования депозитов или позволить банкам консолидироваться, разрешив им открывать филиалы. Эти две стратегии были взаимоисключающими. В смешанной системе бесфилиальных и филиальных банков бесфилиальным банкам было бы трудно выжить, если бы не было системы страхования депозитов, поскольку вкладчики переложили бы свои средства в более стабильные по своей природе банки с филиальной сетью, которые могли распределять риски по регионам и перемещать средства из одного филиала в другой, чтобы избежать массового изъятия вкладов<sup>78</sup>. Система страхования вкладов ослабляет эти преимущества филиальных банков, поскольку она субсидирует бесфилиальные банки, предоставляя им доступ к депозитам по низкой стоимости, несмотря на их более высокие внутренние риски. В результате в смешанной системе, которая включает и филиальные и бесфилиальные банки, бесфилиальные банки обычно выступают за систему страхования вкладов штатом, поскольку она позволяет им конкурировать с филиальными банками, а банки с сетью филиалов обычно выступают против этой системы, поскольку она снижает их конкурентные преимущества перед филиальными банками.

В период с 1908 по 1917 год восемь штатов ввели обязательные системы страхования депозитов, и это демонстрирует, почему вариант страхования депозитов правительством должен был уступить место варианту филиальных банков. Первая мировая война оказалась благоприятной для сельского хозяйства США, поскольку дефицит продуктов питания по всему миру взвинтил цены на продукты. Однако это продолжалось недолго. По мере того как мировое производство росло, цены на продукцию сельского хозяйства падали, и бесфилиальные банки в сельских районах Соединенных Штатов начали банкротиться. Волна банкротств банков была особенно разрушительной в сельскохозяйственных шта-

---

78. Economides, Hubbard, and Palia (1996).

тах с системой страхования депозитов штатом. На самом деле факты свидетельствуют о том, что система страхования депозитов в этих штатах дестабилизировала банковскую систему, ограждая банкиров от дисциплины рынка депозитов: поскольку вкладчики были застрахованы, их меньше волновала степень риска банка, в котором они размещали свои средства. Эта беспечность создавала терпимость к некомпетентности и принятию рисков, что привело к неосмотрительным кредитным практикам во время бума, наблюдавшегося в период Первой мировой войны, и беспрецедентным убыткам банков, когда цены на продукцию сельского хозяйства после войны упали<sup>79</sup>.

Волна банковских банкротств в 1920-х была самой масштабной с 1830-х. В 1873–1913 годах убытки вкладчиков от банковских кризисов в любой год не превышали 0,1% ВВП. Однако в 1921–1929 годах обанкротилось 5712 банков, в результате чего убытки вкладчиков составили 0,6% среднегодового ВВП<sup>80</sup>. Все восемь систем страхования вкладов штатами оказались бессильны. Более того, убытки были самыми большими в трех сельскохозяйственных штатах с самыми давними системами страхования депозитов<sup>81</sup>.

В результате этих банкротств поддержка населением бесфилиальных банков и страхования депозитов начала ослабевать. К 1930 году восемь штатов, преимущественно на Западе и Юге, разрешили беспрепятственное открытие филиалов в пределах штатов. Еще 13 штатов разрешили открытие филиалов, но сильно ограничили географический размах филиальных сетей, чтобы защитить бесфилиальные банки в сельских местностях от конкуренции. В период с 1921 по 1930 год количество банков, имеющих филиалы, выросло с 530 (с 1281 филиа-

---

79. Calomiris (1990, 1992).

80. Ibid. (2010b), 541.

81. Отношение «дефицита активов» обанкротившихся банков (разница между депозитными обязательствами банка и стоимостью его активов) к акционерному капиталу выживших банков варьировалось от 0 до 0,57 во всех трех сельскохозяйственных штатах. В трех штатах с давно существовавшей обязательной системой страхования депозитов такие коэффициенты, однако, составляли, 0,94 (Небраска), 2,26 (Северная Дакота) и 3,07 (Южная Дакота). Calomiris (1990), 292.

## ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

Количество банков, филиалов или офисов банков

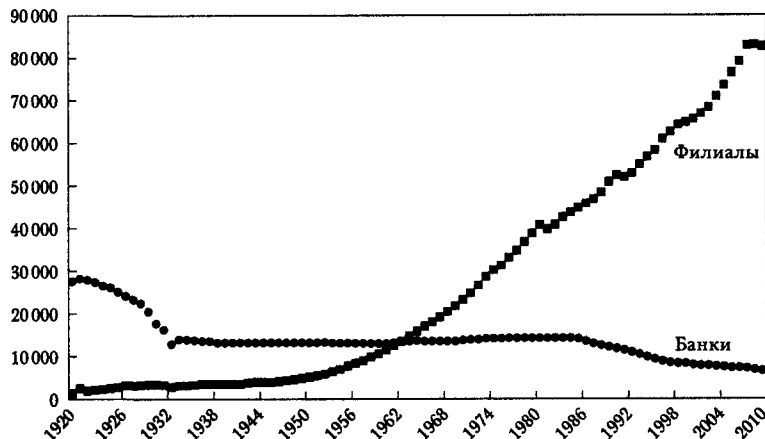


РИС. 6.3. Количество банков и филиалов в США, 1920–2010 гг.

Источник: Рассчитано по данным Federal Reserve (1943), 16, 297; Federal Deposit Insurance Corporation (n.d.).

лом) до 751 (с 3522 филиалами). Также проходила консолидация банков: количество банков, приобретенных в рамках сделок слияния, варьировалось в каждом году от 250 до 700<sup>82</sup>. В результате, как показывает рис. 6.3, общее количество банков упало, но количество филиалов выросло.

### Великая депрессия, закон Гласса—Стиголла и страхование депозитов

Волна банкротств банков в 1920-х годах превратилась в цунами во время Великой депрессии и угрожала полностью подорвать политическую поддержку бесфилиальных банков. В период между 1930 и 1933 годом свыше 900 банков (38% от всех банков) приостановили свою деятельность (см. рис. 6.3). Вкладчики стали считать бесфилиальные банки более подверженными банкротству (и в этом они были правы). Более того, банкротства такого большого количества бесфилиальных банков оставили тысячи сельскохозяйственных общин и даже некоторые

82. Calomiris (2000), 46–58.

пригороды крупных городов вообще без банков<sup>83</sup>. Повсеместное сокращение кредитования, связанное с бедственным положением большого количества банков, усугубило серьезность депрессии<sup>84</sup>. К 1933 году многим наблюдателям казалось, что дни бесфилиальных банков сочтены. В ответ на серьезный банковский кризис начала 1930-х банки еще больше ослабили законы об открытии филиалов. К концу 1935 года 13 из 27 штатов, которые полностью запретили открытие филиалов в 1930-м, сняли этот запрет, а семь штатов приняли законы, разрешающие открытие филиалов в пределах штата<sup>85</sup>.

Реформы регулирования финансовой сферы в 1930-х годах — особенно создание федеральной системы страхования депозитов в рамках закона Гласса — Стиголла от 1933 года — развернули этот тренд. Создание Федеральной корпорации по страхованию вкладов (FDIC) должно было поддержать бесфилиальные банки и сохранить их монопольные ренты, изолировав их от конкуренции. Хотя во всех учебниках, используемых практически каждой высшей школой в США, система страхования депозитов представляется как необходимый шаг для спасения банковской системы, все факты говорят об обратном: она была продуктом лобби бесфилиальных банкиров, которые хотели сдержать рост филиальных банков. Во-первых, банковский кризис 1932–1933 годов закончился за несколько месяцев до учреждения Федеральной корпорации по страхованию вкладов. Во-вторых, президент Франклин Рузвельт, так же как и его министр финансов и контролер денежного обращения, возражали против введения системы страхования вкладов: им были известны губительные последствия экспериментов штатов со страхованием депозитов в начале 1920-х. В-третьих, сенатор Картер Гласс и Банковский комитет сената, которые разрабатывали первоначальное законодательство, также возражали против страхования депозитов. Они позволили включить его в закон Гласса — Стиголла только в последний момент, чтобы получить поддержку популистского председателя комитета

---

83. Abrams and Settle (1993), 691.

84. Calomiris (1993b, 2003b).

85. Abrams and Settle (1993), 687–688.

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

палаты представителей по делам банков, Генри Стигголла. На самом деле эта сделка в последний момент ограничила страхование мелкими депозитами; более крупные депозиты были включены в систему страхования вкладов только несколько лет спустя, значительно позднее окончания банковского кризиса. В-четвертых, даже с первоначальными ограничениями диапазона страхового покрытия Ассоциация банкиров США убеждала Рузвельта наложить вето на законопроект, когда он был проведен через конгресс<sup>86</sup>.

Конкуренцию еще больше ограничили другие положения закона от 1933 года (раздел 5144), которые были призваны помешать «сетям» или «группам» бесфилиальных банков объединиться в рамках холдинговой компании. Сети и группы не были полностью интегрированными корпоративными структурами, а поэтому они не представляли собой идеальной замены системе филиальных банков по всей стране. Они появились как альтернативный вариант консолидации банков. Закон от 1933 года сдержал их развитие, потребовав получать одобрение совета управляющих ФРС для голосования акциями банка холдинговой компанией банка и установив дорогостоящие ограничения для такого одобрения.

Закон 1933 года еще больше отбил у банков желание консолидироваться, ограничив участие банков в андеррайтинге ценных бумаг. Это было новым направлением бизнеса для крупных американских банков в 1920-х. Когда оно закрылось в 1933 году, крупные банки в финансовых центрах лишились источника дохода. Запрет на выплату процентов по вкладам до востребования — также известный как правило Q — причинил еще больший ущерб банкам в финансовых центрах, осложнив им задачу привлечения средств от провинциальных банков, что было нормой во время низкого спроса на сельскохозяйственные кредиты. Эти межбанковские депозиты иногда служили основой кредитования дилеров ценных бумаг в финансовых центрах. Правило Q и ограничения на участие банков в андеррайтинге цен-

---

86. Calomiris and White (1994); Economides, Hubbard, and Palia (1996); Calomiris (2010b).



ных бумаг были призваны разрушить связи между системой коммерческих банков и рынками ценных бумаг, которые, по мнению Картера Гласса, способствовали Великой депрессии. Однако факты не подтверждают эту точку зрения. Как показали многочисленные ученые, не было никаких свидетельств связи между андеррайтингом ценных бумаг или кредитованием крупными банками дилеров ценных бумаг во время Великой депрессии. На самом деле факты свидетельствуют о том, что и банки, и их клиенты выигрывали от кредитования банками операций на рынке ценных бумаг<sup>87</sup>.

Включение страхования депозитов в закон от 1933 года прервало длинную историю неудачных попыток бесфилиальных банкиров и их союзников «продавить» закон о страховании депозитов через конгресс. Сторонники бесфилиальных банков в период между 1880-ми и 1930-ми сделали 150 попыток создать федеральную систему страхования вкладов. В этот раз они преуспели не потому, что факты были на их стороне, а потому, что у них был компетентный представитель в лице Стиголла, популиста из Алабамы, который, будучи председателем комитета палаты представителей по делам банков, имел достаточно полномочий, чтобы добиться внесения его законодательных приоритетов в программу реформ.

Как только федеральное правительство гарантировало депозиты, создав Федеральную корпорацию по страхованию вкладов, давление избирателей на законодателей штатов в плане разрешения открытия филиалов

---

87. Рассмотрение этих фактов см. у E. White (1986), Benston (1989), Kroszner and Rajan (1994), Ramirez (1995, 1999, 2002) и Neal and White (2012). Уайт (E. White (1986)) и Рамирес (Ramirez (2002)) демонстрируют, что участие в андеррайтинге ценных бумаг было сразу источником и прибыли, и стабильности для банков до его запрета. Кроснер и Раджан (Kroszner and Rajan (1994)) демонстрируют, что андеррайтинг долговых обязательств аффилированными лицами коммерческих банков был не менее успешным, чем другими андеррайтерами. Бенстон (Benston (1989)) утверждает, что запрет андеррайтинга случился без всякой доказательной базы. Запрет на участие операций на рынке ценных бумаг от 1933 года относился к национальным банкам и банкам штатов, которые были членами ФРС. В 1935 году этот запрет распространился на все структуры, принимающие депозиты. Рамирес (Ramirez (1995, 1999)) говорит о том, что клиенты банков выигрывали от разрешения банкам работать на рынке ценных бумаг.

снизилось. Только четыре штата ослабили свои законы относительно открытия филиалов в период между 1939 и 1979 годами<sup>88</sup>. На самом деле в начале 1970-х годов лишь 12 штатов разрешили неограниченное открытие филиалов в пределах штата, и ни один из штатов не допускал открытия филиалов в других штатах<sup>89</sup>. Единственным стимулом для вкладчиков перевести свои средства из бесфилиального банка в филиальный банк могла быть разница в процентных ставках по депозитам в этих банках. Однако этот стимул был подорван другим разделом закона Гласса — Стиголла: процентные ставки по депозитам теперь регулировались. Собственно говоря, процентные выплаты по бессрочным депозитам (чековым счетам) были запрещены законом<sup>90</sup>.

Также интересно отметить, чего закон от 1933 года не сделал. Большинство банков, которые обанкротились в 1920-х и 1930-х, были расположены в сельскохозяйственных областях, и факты свидетельствуют, что основной вклад в несчастья банков в 1920-х и 1930-х внесло снижение сельскохозяйственного дохода и стоимости земли как в сельских местностях, так и в городах<sup>91</sup>. Самым знаменитым банкротством банка Нью-Йорка в 1930-х было банкротство Bank of United States (не путать с Первым банком Соединенных Штатов, который на английском называется Bank of the United States). Этот банк спекулировал на рынке недвижимости Нью-Йорка и обанкротился в результате снижения цен на недвижимость. Тем не менее «сенатор Гласс выступал за кредитование операций с недвижимостью национальными банками, поскольку это стимулировало банки штатов присоединяться к системе!»<sup>92</sup> Именно Картер Гласс — разработчик закона о Федеральной резервной системе в 1913 году — допустил компромисс, разрешавший кредитование сделок

---

88. Calomiris (2000), 67.

89. Часть штатов все же позволяла некоторым холдинговым компаниям из других штатов покупать банки в границах штата, но такие банки не могли иметь общие бэк-офисные подразделения с банком другого штата. Так, в 1975 году только 10% банковских активов в типичном штате принадлежало банковской холдинговой компании, ведущей деятельность в нескольких штатах. Morgan, Rime, and Strahan (2004), 1555.

90. Economides, Hubbard, and Palia (1996); Calomiris (2010b).

91. См. обзор у Calomiris and Mason (2003a).

92. Neal and White (2012), 109.

с недвижимостью банками — участниками ФРС, что должно было привлечь поддержку учреждения ФРС. Еще раз отметим, что в интересах сохранения членства банков в ФРС банковские реформы 1930-х «не замечали» важнейших источников банковской нестабильности. Это неудивительно, если исходить из того, что аграрии сильно бы возражали против любых попыток ограничить кредитование под залог недвижимости.

Реформам 1930-х не только не удалось ограничить кредитование банками сделок с недвижимостью — были разработаны новые правительственные инициативы, призванные учитывать интересы аграриев. В рамках этих инициатив предоставлялись правительственные субсидии на кредитование такого рода сделок как для жилой недвижимости, так и для ферм. Ситуация с недвижимостью в фермерском секторе уже была бедственной в 1920-х и в 1930-х годах только существенно ухудшилась. Бедственное положение ферм частично было связано с ростом доходов ферм во время Первой мировой войны, что стимулировало стремительное увеличение площадей сельскохозяйственных земель вплоть до 1920-х годов. В 1920-х и 1930-х было зафиксировано беспрецедентное снижение сельскохозяйственных доходов и стоимости земли, выросло количество обращений взысканий на фермы. Правительство Рузвельта создало новую Администрацию по делам фермерского кредита (Farm Credit Administration) в 1933 году, чтобы выдавать экстренные займы фермерам; она основывалась на федеральных земельных банках (которые она и абсорбировала), созданных в 1916 году. Объемы ипотечных кредитов фермерам выросли в четыре раза, и к середине 1930-х на кредиты национального правительства приходилось свыше половины всех ипотечных кредитов фермерам. Кроме того, в 1933 году Рузвельт также создал Управление регулирования сельского хозяйства (Agricultural Adjustment Administration (AAA)) и Товарно-кредитную корпорацию (Commodity Credit Corporation (CCC)). Управление регулирования сельского хозяйства представило новые программы, которые были призваны ограничить фермерское производство и вознаградить фермеров, которые согласились прекратить производство. Товарно-кредитная корпорация выдавала кредиты

## ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

(на субсидированной основе) фермерам, принимая платежи в форме зерна, а не в долларах, если цены на зерно были недостаточно высокими и не позволяли фермерам-заемщикам погасить долг долларами<sup>93</sup>.

Рынок жилья тоже находился в бедственном положении. Цены на жилье по всей стране упали в среднем на 33% в период с 1930 по 1934 год. Ипотека в то время представляла собой кредит на три или пять лет, по которому регулярно выплачивались только проценты, а основная сумма погашалась лишь в конце срока. Залоговый коэффициент обычно составлял около 50%. Таким образом, из-за снижения доходов домовладельцев и падения цен на недвижимость перед многими людьми встала угроза потери своих домов. В период между 1932 и 1933 годами 28 штатов наложили мораторий на обращение взысканий на недвижимость, чтобы дать заемщикам время расплатиться. В 1932 году администрация Гувера и республиканский конгресс учредили Федеральный совет банков жилищного кредита (Federal Home Loan Board), состоящий из 12 региональных банков, чтобы выдавать субсидированные кредиты кредиторам для поддержки ипотеки. Президент Рузвельт расширил эти кредитные мощности за счет создания Кредитно-ссудной корпорации домовладельцев (Home Owners' Loan Corporation (HOLC)) в 1933 году, чтобы помочь находящимся в беде ипотечным заемщикам. Эта корпорация купила свыше миллиона ипотечных кредитов у кредиторов и реструктурировала их с использованием процентных ставок ниже рыночных и долгосрочного (15-летнего) графика погашения. Кроме того в 1934 году была создана Федеральная администрация по жилищному строительству (Federal Housing Administration (FHA)), чтобы предоставлять гарантии по ипотеке. Также в 1934 году была учреждена Федеральная корпорация страхования сбережений и ссуд (Federal Savings and Loan Insurance Corporation), чтобы гарантировать де-

---

93. Обзор этих программ и историю сельскохозяйственных финансов, а также соответствующих банковских кризисов в 1920-х и 1930-х можно найти в работах Nourse, Davis, and Black (1937); Halcrow (1953); Alston (1983, 1984); Alston, Grove, and Wheelock (1994); Calomiris (1992b); Libecap (1998); and Fishback and Wallis (2012).

позиты ссудо-сберегательных ассоциаций, которые стали основными кредиторами на ипотечном рынке. Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Fannie Mae) была учреждена в 1938 году для покупки ипотечных закладных, а следовательно, создания вторичного рынка ипотечных кредитов<sup>94</sup>.

Все эти шаги — страхование депозитов, правило Q, субсидированные кредиты фермерам и домовладельцам — действительно позволили создать стабильную банковскую систему, и эта стабильность продержалась несколько десятилетий. Однако эта стратегия стабилизации могла работать, только если правительство контролировало инфляцию, ограничивая дефицит бюджета. Как только дефицит правительственного бюджета начал расти в геометрической прогрессии в 1960-х из-за необходимости одновременно финансировать войну во Вьетнаме и программы «Великого общества» (Great Society) президента Линдона Джонсона, инфляция подняла свою уродливую голову. В результате правило Q вынудило вкладчиков вывести свои средства из банковской системы, где эффективная доходность была отрицательной. Банки пытались держаться за свою депозитную базу, но их попытки были жалкими по сравнению с масштабами стоявшей перед ними проблемы. Взаимные фонды денежного рынка предлагали привлекательные ставки доходности. Поскольку такие ставки банки предложить не могли из-за правила Q, они предлагали неденежные «подарки» клиентам, открывающим новые счета: столовые ножи за небольшие первоначальные вклады, тостеры и радиочасы — за внушительные счета.

Тот факт, что банки в самой богатой и самой влиятельной стране мира использовали в конкурентной борьбе странные и почти смехотворные способы, указывает на невероятный успех коалиции популистов и бесфилиальных банкиров. Этой коалиции удалось закрыть Первый банк Соединенных Штатов не единожды, а дважды: в 1811, а потом в 1832 году. Она устояла перед вызовами Гражданской войны. Ей даже удалось сделать так, чтобы федеральное правительство не «раскачало лод-

---

94. Обзор этих и других программ «Нового курса» см. в работах Fishback and Wallis (2012) и Fishback, Rose and Snowden (2013).

## ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

ку», когда оно приняло Закон о национальных банках, чтобы финансировать Гражданскую войну. Национальные банки, как и их конкуренты с лицензиями штата, были бесфилиальными банками.

Коалиция популистов и бесфилиальных банкиров даже обратила в свою пользу эпизоды финансовой паники второй половины XIX века, сельскохозяйственные кризисы 1920-х и Великую депрессию. Эти шоки не привели к исчезновению бесфилиальной банковской системы и появлению более эффективной и стабильной системы крупных, регионально диверсифицированных банков с сетью филиалов. Они привели к появлению Федеральной резервной системы, системы страхования депозитов и законов, которые ограничивали банковские процентные ставки. Эта коалиция популистов и бесфилиальных банкиров была такой успешной, что ей даже удалось убедить население, что эти институты были созданы, чтобы защитить их от алчных банкиров из большого города типа г-на Поттера из фильма Фрэнка Капры «Эта прекрасная жизнь».

### Конец эры: закат коалиции бесфилиальных банкиров и аграрных популистов

Ограничения на открытие филиалов в пределах штата и в других штатах наконец начали исчезать в 1970-х, но только в 1990-х банковский рынок стал полностью открытым для конкуренции. Свержение господства коалиции бесфилиальных банкиров и аграрных популистов было обусловлено пятью факторами. Первым фактором была демография: в течение XX века США превратились из преимущественно аграрной в преимущественно урбанистическую страну, что означало, что избирательное право сместилось из сельских областей в сторону американских городов. В 1900 году 45,8 млн американцев жило в сельских местностях, 30,2 млн — в крупных городах и в городах с населением более 2500 жителей. К 1920 году сельское население и городское население приблизительно сравнялись по численности, а к 1940 году количество жителей городов выросло до 74,4 млн человек против 57,2 млн сельских жителей.

После Второй мировой войны доля городских жителей перегнала долю сельских жителей: к 1970 году 133,4 млн американцев жило в местностях с населением свыше 2500 жителей, и 69,8 млн жило в сельских местностях<sup>95</sup>.

Вторым фактором был технологический прогресс, который уменьшил возможности банков получать прибыль от заемщиков и вкладчиков. Начавшаяся в 1970-х годах компьютерная революция снизила стоимость хранения и поиска информации, позволив потенциальным кредиторам в любой точке страны получить довольно достоверные сведения о кредитоспособности заемщика без необходимости особенно полагаться на «мягкую» информацию (характер заемщика, деловые отношения и личное дело), которую можно было получить только локально. Технология также способствовала усилению конкуренции в депозитных операциях банка, особенно с введением банкоматов, связанных через компьютерные сети. После того как в 1974 году были запатентованы сетевые банкоматы, бесфилиальным банкам понадобилось всего два года, чтобы начать подавать в федеральные суды и суды штатов иски против их чрезмерного распространения<sup>96</sup>. Один из таких исков — Independent Bankers Association of New York State против Marine Midland Bank — дошел до Верховного суда в 1985 году. Суд постановил, что банкомат не является подразделением банка, а значит, на него не распространяются законы штатов, которые устанавливают лимиты на банки с филиальными сетями.

Третьим фактором была ускоряющаяся в 1960-х и 1970-х годах инфляция, которая спровоцировала уход денежных ресурсов из регулируемой банковской системы и создала первые «теневые банковские системы» после 1960-х годов из сравнительно нерегулируемых

---

95. Цифры взяты из данных бюро переписи США (United States Bureau of the Census (1975), part. 1, 11, series A, 57–72).

96. В первом таком деле, Independent Bankers Association of America против Smith, 534 F.2d 921 (D. C. Cir. 1976), заявлялось, что «банковский терминал связи с клиентом» нарушал Закон МакФаддена от 1927 года. Когда попытки заблокировать эту технологию провалились, бесфилиальные банки подали иски, заявляя, что банкоматы, физически не находящиеся в здании банка (например, банкомат в супермаркете), нарушают Закон МакФаддена.

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

финансовых компаний и взаимных фондов денежного рынка. Правило Q давно лимитировало процентные ставки, которые можно было выплачивать по депозитам. Поскольку инфляция и номинальные рыночные ставки росли, реальные процентные ставки, выплачиваемые по регулируемым депозитам, все больше становились отрицательными, и банкам было сложно привлекать депозиты. Вместо этого институциональные вкладчики начали вкладывать свои деньги в коммерческие бумаги (краткосрочные долговые обязательства, выпускаемые корпорациями и все больше и больше финансовыми компаниями), ставки по которым устанавливались рынками, а не законодателями. Население вскоре последовало их примеру, поскольку взаимные фонды денежного рынка начали разрешать своим клиентам выписывать чеки на свои портфели казначейских облигаций и коммерческих бумаг. Как показывает рис. 6.4, доля банков в финансовой системе существенно уменьшилась, в то время как доля других посредников — особенно новых финансовых компаний и взаимных фондов денежного рынка — выросла. Кредиты финансовых компаний и выпуски коммерческих бумаг вытеснили банковские кредиты с места источников фондирования промышленности, а коммерческие бумаги и счета на денежном рынке вытеснили банковские депозиты.

Поскольку технологические изменения и инфляция спровоцировали рост альтернатив регулируемым банкам и привели к снижению доли внутренних базовых депозитов и кредитов регулируемых банков (см. рис. 6.4), проявился четвертый тревожный фактор<sup>97</sup>. Американские банки — которые были сравнительно небольшими и ограниченными в географическом охвате и линейке продуктов по сравнению с банками в других развитых странах — теряли долю на мировом рынке. Крупные иностранные банки даже проникали на американские рынки, выстраивая взаимоотношения с круп-

---

97. На рис. 6.4 под базовыми депозитами понимаются все чековые депозиты и другие мелкие и сберегательные депозиты, но не крупные депозиты, которые обычно не считаются частью «базовой» работы с клиентами по принятию депозитов и кредитованию.





РИС. 6.4. Снижающаяся важность «базовых» депозитов и банковских кредитов, 1945–2010 гг.

Источник: Federal Reserve Board (n.d.).

ными американскими компаниями. ФРС и многие американские политики стали сторонниками дерегулирования лимитов по процентным ставкам, снятия ограничений на открытие филиалов и устранения лимитов по банковским полномочиям (особенно лимитов по участию банков в андеррайтинге корпоративных ценных бумаг), что позволило бы американским банкам конкурировать с иностранными банками. Например, председатель ФРС Алан Гринспен призывал к расширению банковских полномочий: «Способность банков продолжать удерживать свои позиции, предлагая ограниченный спектр клиентских услуг, имеет свои пределы. Существующие лимиты, наряду с новыми технологиями, которые продолжают вытеснять банки из некоторых сфер деятельности, скорее всего, ограничат будущую прибыльность банков... Если ранее упомянутые тренды сохранятся, банковская деятельность сократится в относительном или абсолютном плане». Позднее он также сказал: «В обстановке мировой конкуренции, стремительных финансовых инноваций и технологических изменений банкиры по вполне понятным причинам чувствуют, что старый портфель и правила в отноше-

нии аффилированных компаний, а также ограничения на разрешенную деятельность аффилированных компаний больше не играют роли и, скорее всего, приведут к сокращению банковской системы»<sup>98</sup>.

Пятым фактором, содействовавшим реформе банковского регулирования, стала волна банковских кризисов в 1980-х годах, которая спровоцировала политическое движение в пользу банковской консолидации — оно имело много общего с движением за консолидацию в 1920-х годах. В 1980-х годах наблюдалось необычное стечение экономических потрясений, оказавших отрицательное влияние на банки. Скачок процентных ставок в начале 1980-х годов привел к тому, что банки и сберегательные ассоциации (банки, которые специализировались на депозитах мелких вкладчиков и ипотечном кредитовании, также известные как ссудо-сберегательные ассоциации), имевшие большую долю кредитов в сфере недвижимости (по которым выплачивались фиксированные процентные ставки), понесли большие убытки<sup>99</sup>. Цены на продукцию сельского хозяйства рухнули в начале 1980-х годов и привели к банкротству многих мелких сельских банков<sup>100</sup>. Резкое снижение цен на нефть и газ в начале 1980-х годов привело к исчезновению многих банков в Техасе и Оклахоме<sup>101</sup>. Отмена налоговых законов, обуславливающих ускоренную амортизацию сделок с коммерческой недвижимостью, привела к существенному сокращению рынка коммерческой недвижимости на северо-востоке, негативно сказавшись на банках, кредитовавших эту местность. Свидетельства того, что банки увеличили свои убытки, ведя агрессивную политику принятия рисков и злоупотребляя защитой, которую давала система страхования вкладов, и доступ к дисконтному окну ФРС<sup>102</sup>, иногда уже после того, как они были глубоко неплатежеспособными, еще больше усилили оппозицию в отношении сохранения

98. Greenspan (1988, 3–4; 1990, 5).

99. См., например, Barth, Bartholomew, and Labich (1989) and Wheelock (2006).

100. См. Calomiris, Hubbard, and Stock (1986).

101. См. Acworth (1991).

102. Дисконтное окно — финансовый инструмент, предлагаемый ФРС и позволяющий банкам — членам ФРС занимать средства под обеспечение в виде правительственных или иных приемлемых бумаг. — *Прим. науч. ред.*

статуса-кво<sup>103</sup>. В 1984 году правительство спасло банк, который считался «слишком большим, чтобы обанкротиться», — чикагский *Continental Illinois*. Поскольку убытки банков и стоимость спасения банков росли, настроения населения начали меняться.

Банковский кризис в 1980-х годах стимулировал даже многих бесфилиальных банкиров, а также многих банковских заемщиков и правительственных чиновников выступать за смягчение ограничений на открытие филиалов. Бесфилиальный банкир, перед которым стояла угроза банкротства его банка, рассматривал приобретение его филиальным банком как путь спасения через получение некоторого количества акций и, возможно, работы в новом банке — это было лучше, чем все потерять. Для заемщиков проблемного бесфилиального банка филиальные банки, которые были готовы покупать слабые банки, были важным источником фондирования. Для правительственных чиновников и чиновников Федеральной корпорации по страхованию вкладов приобретение небольших проблемных банков более крупными банками снижало стоимость выплат вкладчикам обанкротившихся банков. Для правительств штатов новые участники банковского рынка были желанным способом восстановления локального экономического роста.

Этот период тяжелого положения банков широко известен как ссудо-сберегательный кризис, но важно помнить, что банковские кризисы в 1980-х годах не ограничились сберегательными ассоциациями: они также затронули и большое количество коммерческих банков, которые были сильно подвержены различным шокам, включая волатильность процентных ставок, снижение стоимости жилой и коммерческой недвижимости, колебания цен на энергоносители, которые привели к убыткам кредиторов, фондировавших добычу нефти и газа, и снижение сельскохозяйственных цен на фоне серьез-

---

103. См. Barth, Bartholomew, and Labich (1989); Brewer and Mondschean (1991, 1992); Brewer (1995); A. Gilbert (1991, 1994, 1995); Barth and Brumbaugh (1992); and Schwartz (1992). Как показывает Гилберт, кредитное поведение банков отличалось в различных округах Федеральной резервной системы, и нет точных доказательств того, что кредитование последней неплатежеспособных банков внесло большой вклад в увеличение убытков.

## ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

ных кризисов у фермеров. Тем не менее кризис ссудо-сберегательных ассоциаций был самым серьезным и глубоким источником банковских кризисов в 1980-х годах.

Бизнес-модель ссудо-сберегательных ассоциаций — краткосрочные заимствования у вкладчиков и последующая выдача долгосрочных ипотечных кредитов по фиксированным ставкам — изначально основывалась на двух условиях: стабильная макроэкономическая обстановка и дисциплина, поддерживаемая вкладчиками за счет угрозы снятия депозитов в случае неразумного принятия рисков банкирами. Естественным врагом ссудо-сберегательной ассоциации или банка с краткосрочными депозитами и ипотечными кредитами с фиксированной процентной ставкой является растущая инфляция, которая заставляет процентные ставки в экономике расти, а значит, стоимость ипотечных кредитов с фиксированной процентной ставкой — падать. Убытки, ассоциирующиеся с умеренным ростом процентных ставок, однако, обычно контролируются, если ссудо-сберегательная корпорация ведет осмотрительную политику, особенно при наличии дисциплины, обеспечиваемой вкладчиками. Эта дисциплина стимулирует ссудо-сберегательные ассоциации, которые терпят убытки из-за растущей инфляции, снижать риски своих активов и увеличивать акционерный капитал, либо они столкнутся с изъятием вкладов. Таким образом, традиционная бизнес-модель ссудо-сберегательных ассоциаций основывалась на низкой волатильности инфляции и низких уровнях защиты вкладчиков: менеджеры должны были быть способны выравнять сроки обращения активов и обязательств, а у вкладчиков должны были быть стимулы перемещать свои средства, если менеджеры играли в азартные игры<sup>104</sup>.

К 1980-м годам оба этих фактора заметно поменялись. Быстрый рост правительственных расходов, стимулирующая монетарная политика и закат Бреттон-Вудской валютной системы в 1970-х годах привели к существен-

---

104. Обсуждение эффективности дисциплины депозитного рынка в ограничении нестабильности банковской системы в историческом аспекте и в настоящий момент см. в работах Calomiris and Wilson (2004) и Calomiris and Powell (2001).

ным изменениям в экономической конъюнктуре: инфляция, обменные курсы, цены на недвижимость и сельскохозяйственную продукцию, цены на нефть и рост ВВП стали гораздо более волатильными. Несомненно, инфляция словно «сорвалась с цепи». В 1980 году страховка по депозиту — на каждом счете в банке — была повышена до 100 000 долларов, чтобы помочь банкам удерживать свои остатки на счетах клиентов в периоды высокой инфляции и отрицательных процентных ставок. Значительное расширение правительственной защиты банков и ссудо-сберегательных ассоциаций изолировало эти финансовые институты от последствий своих собственных рисков практик и, таким образом, больше стимулировало слабые институты увеличивать свои риски. Ситуация достигла критической стадии в 1979–1982 годах, после того как ФРС начала проводить сдерживающую монетарную политику, направленную на ограничение инфляции. Процентные ставки взлетели до небес. Это привело к проблемам у ссудо-сберегательных ассоциаций, поскольку им приходилось платить значительно более высокие ставки по депозитам, в то время как их ипотечные кредиты по-прежнему зарабатывали очень низкие фиксированные ставки доходности. Эта рассогласованность баланса, наряду с ростом дефолтов по кредитам из-за ужесточения монетарной политики, привела многие ссудо-сберегательные ассоциации на грань неплатежеспособности<sup>105</sup>.

Если бы убытки, связанные с изменением процентных ставок, были учтены и с ними начали бороться через сокращение ссудо-сберегательных ассоциаций, их закрытие или консолидацию в начале 1980-х годов, кризис ссудо-сберегательных ассоциаций был бы значительным, но не катастрофическим. Вместо этого убытки начали накапливаться, многие ослабевшие или неплатежеспособные ссудо-сберегательные ассоциации и коммерческие банки с кредитными портфелями типа ссудо-сберегательных компаний решили рассчитывать

---

105. Заметьте сходство между проблемой неплатежеспособности, из-за высоких процентных ставок в Соединенных Штатах после 1979 года и вторичным банковским кризисом в Великобритании в 1970-х, о котором мы говорили в главе 5.

## ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

на чудо, инвестируя в «мусорные» облигации и спекулятивные проекты, связанные с коммерческой недвижимостью, — при попустительстве правительственных надзорных органов, которые, как предполагалось, должны были их контролировать. Но надежда на чудо редко срабатывает — неудивительно, что и в этом случае она не сработала.

Поскольку убытки накапливались, правительственные надзорные органы должны были закрыть неплатежеспособные банки или заставить их привлечь новый капитал для замещения того, который они потеряли. Но они не только смотрели на это сквозь пальцы — в 1982 году они смягчили лимиты по типам активов, которые ссудо-сберегательные компании могли держать на своем балансе<sup>106</sup>. Это изменение позволило ссудо-сберегательным компаниям отсрочить день расплаты, но результат был еще хуже: в период между 1986 и 1995 годами 1043 из 3234 ссудо-сберегательных ассоциаций страны были вынуждены быть «спасены» федеральным правительством, то есть их убытки должны были быть покрыты налогоплательщиками. Вопрос о том, как учитывать реальные экономические издержки, которые легли на плечи налогоплательщиков, несколько противоречив: согласно одному исследованию Федеральной корпорации по страхованию вкладов самая точная оценка составляет 124 млрд долларов, однако Главное бюджетно-контрольное управление США (U.S. General Accounting Office) приводит более высокую цифру из-за более значительных прямых издержек и включения различных косвенных издержек. Однако в любом случае кризис ссудо-сберегательных ассоциаций был сильным шоком для финансовой системы, экономики и налогоплательщиков<sup>107</sup>.

---

106. См. Barth, Bartholomew, and Labich (1989); Barth (1991); Brewer and Mondschean (1991); Brewer (1995); Gilbert (1991, 1994, 1995); Schwartz (1992); L. J. White (1991).

107. Оценка в 124 млрд долларов взята из работы Curry and Shibut (2000). Также см. U.S. General Accounting Office (1996). Экономисты обычно считают, что неправильно измерять затраты, которые понесли налогоплательщики, используя фактические показатели денежных убытков, поскольку они не учитывают рисков, которые несли налогоплательщики во время спасения банков, предполагая, что реальные предполагаемые затраты могут быть значительно выше. Кроме того, как мы говорим в главе 1,

## Консолидация банков

Как и паника 1907 года и Великая депрессия, финансовый кризис 1980-х годов обнажил внутреннюю нестабильность финансовых институтов, которые не могли диверсифицировать риски по различным регионам или реагировать на трудности, перемещая ресурсы между филиалами взаимосвязанной сети<sup>108</sup>. Регуляторы и политики видели преимущество в позволении крупным банкам приобретать проблемные банки в обмен на ограничение затрат Федеральной корпорации по страхованию депозитов на эти проблемные банки. В период с 1979 по 1990 год 15 штатов ослабили свои ограничения на открытия филиалов<sup>109</sup>. Многие штаты также разрешили своим банкам быть приобретенными крупными банками других штатов, многие из которых были из Северной Каролины, Огайо и Калифорнии, где уже давно разрешили открывать филиалы в пределах штата.

Сильным ударом по законам штатов, которые запрещали открытие филиалов в других штатах, стали внесенные конгрессом в 1982 году в ответ на ссудо-сберегательный кризис поправки к Закону о банковской холдинговой компании (Bank Holding Company Act) от 1956 года, которые позволяли приобретение обанкротившихся банков любой холдинговой банковской компанией вне зависимости от того, что было предусмотрено законом штата. Это изменение побудило многие штаты подписать региональные или национальные двусторонние соглашения, в рамках которых их банки могли объединяться с банками из другого штата (а не просто покупаться холдинговой компанией). В период с 1984 по 1988 год 38 штатов присоединились к какому-либо из этих двусторонних соглашений<sup>110</sup>. Банки, имеющие

---

кризисы также ведут к экономическому ущербу, превышающему размеры финансовой помощи. Исследование Бюджетного управления конгресса (Congressional Budget Office ([1992], 35)) пришло к выводу, что общие потери ВВП в результате кризиса ссудо-сберегательных ассоциаций могли превысить 500 млрд долларов 1990 года.

108. Calomiris (2000), глава 1. Также см. Kroszner and Strahan (1999).

109. Calomiris (2000), 67.

110. Kroszner and Strahan (1999).

ПОКАЛЕЧЕННЫЕ ПОПУЛИЗМОМ

национальную филиальную сеть, в начале 1980-х годов составляли всего 10% в американской банковской системе. К середине 1990-х годов на них приходилось уже свыше 70%<sup>111</sup>. Финальный удар бесфилиальным банкам был нанесен в 1994 году, когда конгресс кодифицировал процесс, имеющий место на уровне штатов, приняв закон Ригла — Нила об эффективной банковской деятельности и открытии филиалов в нескольких штатах (Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act). Банки теперь могли открывать филиалы как в пределах штата, так и в других штатах. Это изменение было предвестником конца коалиции бесфилиальных банкиров и аграрных популистов, которая определяла формирование американских банковских институтов с 1830-х годов.

Очевидный выигрыш экономики от возможностей для банков открывать филиалы в пределах и за пределами штата был существенным. Во все большем и большем количестве исследований говорится о том, что смягчение законов об открытии филиалов открыло новый доступ к кредитам для предпринимателей, способствовало росту инвестиций и доходов и усилило конкуренцию в банковской сфере. Тем самым оно повысило конкуренцию и в нефинансовых секторах экономики, что снизило уровень безработицы и неравенство в доходах<sup>112</sup>. И наконец, можно было бы предположить, что Соединенные Штаты проводят очевидные структурные изменения, необходимые для улучшения доступа к кредиту и обеспечения эффективности и стабильности банковской системы. Однако, как мы показываем в главах 7 и 8, такие выводы оказываются преждевременными и неполными.

---

111. Calomiris (2010b).

112. Jayaratne and Strahan (1996); Kroszner and Strahan (1999); Black and Strahan (2001, 2002); Correa (2008); Beck, Levine, and Levkov (2010).



## Г Л А В А 7

# Новая американская банковская договоренность: мегабанки, городские активисты и эрозия ипотечных стандартов

Ваш гений, американцы, заключается в том, что вы никогда не делаете простых глупостей, вы делаете только сложные глупости, заставляя нас гадать, не упускаем ли мы чего-то из виду.

*Гамаль Абдель Насер (1957)*

**З**АКОН РИГЛА — НИЛА об эффективной банковской деятельности и открытии филиалов в нескольких штатах (1994), убрав последние барьеры для открытия филиалов в других штатах, стал началом заката непривлекательной коалиции между бесфилиальными банками и аграрными популистами. Соединенные Штаты теперь наконец имели возможность создать банковскую систему, которая не была непрочной по своей конструкции. Вместо десятков тысяч бесфилиальных банков, не имевших возможности распределять риски по регионам, страна могла перейти к более стабильной системе, состоящей преимущественно из более крупных банков, каждый из которых имел сотни или тысячи филиалов. В течение нескольких лет после принятия закона Ригла — Нила, эти возможности были реализованы через серию стремительных слияний и поглощений. Банк JPMorgan Chase, например, был создан путем слияния не менее 37 банков, в результате чего появился мегабанк, имеющий на 2011 год свыше 220 000 сотрудников и активы в размере 2 трлн долларов. Bank of America, который изначально был калифорнийским банком, совершил сделки слияния и поглощения не менее чем с 50 другими банками. В 1998 году, когда он объединился с Nations Bank, его по праву можно было назвать Bank

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

of America (т. е. Банком Америки)<sup>1</sup>. Более мелкие региональные банки продолжали существовать, как и некоторые локальные банки, которые были ориентированы на нишевые рынки. Однако в банковском ландшафте Америки произошла фундаментальная трансформация.

Так как же так получилось, что эта более структурно устойчивая система развалилась во время кризиса субстандартного кредитования 2007–2009 годов, всего лишь через 13 лет после того, как был принят закон Ригла — Нила? Если консолидация американской банковской системы создала для нее более устойчивую основу, почему некоторые из крупнейших финансовых институтов в Соединенных Штатах, включая Citibank, AIG, Merrill Lynch, Bear Stearns, Lehman Brothers, Wachovia, Washington Mutual и Countrywide Financial, обанкротились или вынуждены были воспользоваться финансовой помощью правительства? Почему Fannie Mae и Freddie Mac, два крупнейших держателя американского ипотечного долга, сломались под натиском невозвратных кредитов и в 2008 году, по сути, стали правительственными банками? Почему министерству финансов в 2008 году пришлось потратить 431 млрд долларов на докапитализацию банковской системы через Программу выкупа проблемных активов (TARP) и почему конгресс был вынужден принять закон об экстренных расходах в размере 787 млрд долларов в следующем году, чтобы стимулировать экономику и создание рабочих мест?

Кризис субстандартного кредитования стал примечательным событием не только из-за размаха экономического коллапса, к которому он привел, но также и из-за беспрецедентных мер, которые предприняли ФРС и американское правительство для предотвращения стремительного спада экономики<sup>2</sup>. ФРС снизил свою целевую ставку по федеральным фондам<sup>3</sup> и не-

---

1. Barth, Caprio, and Levine (2012), 63–64.

2. Два мнения очевидцев можно найти в работах Swagel (2009) и Bair (2012). Рассказ стороннего наблюдателя, на основе разговоров с очевидцами, см. в работе Sorkin (2009).

3. Ставка по федеральным фондам (Federal funds rate, *англ.*) — процентная ставка, по которой банки США предоставляют в кредит свои избыточные средства на короткие сроки (как правило, overnight) другим банкам. — *Прим. науч. ред.*

сколько лет удерживал ее в диапазоне от 0 до 0,25%. Он также учредил серию программ по предоставлению ликвидности, направленных на обеспечение краткосрочными средствами первичных дилеров (фирм, которые покупают правительственные ценные бумаги непосредственно у министерства финансов с целью перепродать их другим), а также на поддержку рынка коммерческих бумаг, обеспеченных активами, и взаимных фондов денежного рынка. ФРС так агрессивно осуществлял все эти меры, что его баланс увеличился в три раза<sup>4</sup>. ФРС и правительство также расширили применение гарантии для различных категорий долгов, включая ранее незастрахованные банковские депозиты, акции взаимных фондов денежного рынка и ипотечные ценные бумаги. Когда этих шагов оказалось недостаточно, чтобы возобновить экономический рост, и ФРС больше не мог снижать процентные ставки (из-за того что номинальные процентные ставки не могли быть отрицательными), он стал проводить политику количественного смягчения — то есть, по сути, печатал деньги, чтобы покупать правительственный долг. Кроме того, в надежде изменить ожидания инвесторов ФРС начал применять новый подход к монетарной политике, известный как политика «опережающей индикации» (policy guidance), объявив, что он будет удерживать низкие процентные ставки и продолжать политику количественного смягчения еще в течение длительного времени. Он также обязался проводить программу выкупа ипотечных ценных бумаг на сумму в сотни миллиардов долларов, чтобы поддержать рынок жилья. Несомненно, закупки ФРС ипотечных ценных бумаг, переход Fannie Mae и Freddie Mac в правительственную собственность и существенный рост доли рынка Федеральной администрации по жилищному строительству, по сути, говорит о том, что на момент написания данной работы на ФРС и министерство финансов приходится большая часть американского ипотечного фондирования.

Мы далеко не первые, кто задает вопрос, каким образом система, которая должна была стать гораздо бо-

---

4. Обзор различных мер экономической политики в ответ на кризис можно найти в работе Calomiris, Eisenbeis, and Litan (2012).

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

лее стабильной благодаря консолидации, стала гораздо менее стабильной. Объяснений этому факту предложено множество — больше, чем мы имеем возможность рассмотреть в рамках данной книги. Однако в чем сходятся все авторы, так это в том, что системный коллапс 2007–2009 годов произошел из-за кризиса жилищного финансирования, особенно на рынке «субстандартных» кредитов<sup>5</sup>. Схлопывание пузыря жилищного финансирования вызвало коллапс рынков, которые обычно рассматривались как почти безрисковые. Объемы межбанковских депозитов, обеспеченных активами коммерческих бумаг и «репо» (суточных обеспеченных кредитов, предоставляемых банками и другими финансовыми посредниками друг другу), резко упали<sup>6</sup>. В результате коллапса этих рынков краткосрочного долга многие банки потеряли доступ на рынки, где они получали фондирование, и испытывали дефицит денежных средств для финансирования своих позиций. Некоторые участники рынка больше не могли продавать неденежные активы в огромных масштабах, из-за чего стоимость этих активов снижалась пугающими темпами.

Банки также прекратили открывать заемщикам новые кредитные линии или снижали объемы кредитных линий, которые они были готовы продлить. По мере того как банковское кредитование сокращалось, ком-

---

5. У слова «субстандартный» нет общепринятого определения. Оно в различной степени относится к ипотечным кредитам, у которых рейтинг кредитоспособности потенциального заемщика (Fair, Isaac and Co. (FICO) составляет менее 660 пунктов; ипотечным кредитам, которые считаются кредиторами или заемщиками «субстандартными»; ипотечным кредитам типа Alt-A (еще одна неясная категория ипотечных кредитов, которые обычно имеют все признаки ипотечного контракта, а не просто соответствующий тип заемщика, такие как высокий залоговый коэффициент) или ипотечным кредитам с намного более высоким риском дефолта (обычно в несколько раз), чем традиционный «стандартный» ипотечный кредит. Мы используем этот термин в последнем смысле, если не указано иное.

6. Эти обычно почти безрисковые рынки краткосрочных финансов также столкнулись с дефолтами, которые вызвали цепную реакцию на рынке. Дефолт *Lehman Brothers* по своим коммерческим бумагам привел к «разбитию доллара» взаимным фондом денежного рынка под названием *Reserve Primary Fund*. (Под разбитием доллара понимается падение стоимости акций фонда ниже 1 доллара.) Это, в свою очередь, привело к массовому изъятию средств из взаимных фондов денежного рынка и временно введенной правительственной гарантии стоимости их акций.

пани и население снижали расходы, что стало причиной самоусиливающегося процесса спада экономики<sup>7</sup>. По оценкам наших коллег — Люка Лавена и Фабиана Валенсия из Международного валютного фонда, — общий ущерб от этого снижения в период с 2007 по 2011 год из-за упущенного роста составил сразу 31% ВВП<sup>8</sup>.

## Суть вопроса

Хотя с этими базовыми фактами в целом все согласны, консенсуса относительно фундаментальных причин кризиса субстандартного кредитования нет. Некоторые говорят об изменениях во внутренней культуре банков, развитии рынков ипотечных ценных бумаг и других производных финансовых инструментов, слишком низких ставках Федеральной резервной системы, избыточном принятии рисков лидерами рынка Fannie Mae и Freddie Mac, перераспределительной политике времен Клинтона и идеологии свободного рынка времен Буша, отмене закона Гласса — Стиголла, невнятных шагах по направлению к дерегулированию, злоупотреблению должностными полномочиями и некомпетентности некоторых лиц и о других факторах. Некоторые аналитики описывают различные комбинации этих факторов, приведшие к катастрофе, которой никто не мог предвидеть.

Многие эти описания во многом верны, но, на наш взгляд, они являются неполными. В частности, им часто не удается дать убедительного объяснения, почему участники рынка настолько подвергли себя рискам субстандартного кредитования<sup>9</sup>. Банковские кризи-

---

7. Подробную информацию о развитии кризиса и роли коллапса рыночной ликвидности в увеличении срока и серьезности финансовых кризисов в целом см. в работах Calomiris (2009), Gorton (2010), Gorton and Metrick (2011) и Calomiris, Eisenbeis, and Litan (2012), а также в различных ссылках в данной работе.

8. Laeven and Valencia (2012), 26.

9. В работе McCarty, Poole, and Rosenthal (2013) кризис субстандартного кредитования объясняется политическим влиянием и некоторыми другими названными нами факторами, включая и влияние крупных банков, требования к государственным ипотечным агентствам и левоцентристский политический активизм для стимулирования доступного жилья (с. 17,

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

сы не случаются просто так. Как мы показываем в главе 1, банковские системы склонны к коллапсу, только когда выполняются сразу два условия: банки принимают на себя достаточно существенные риски по своим кредитам и инвестициям, и у них нет на балансе достаточно капитала, чтобы абсорбировать убытки, связанные с этими рискованными кредитами и инвестициями. Если банк дает только надежные кредиты надежным заемщикам, вряд ли его кредитный портфель вдруг станет проблемным. Если банк выдает более рискованные кредиты менее надежным заемщикам, но резервирует дополнительный акционерный капитал на случай, если эти кредиты не будут погашены, его акционеры могут понести убытки, но банк не станет неплатежеспособным. Любой связанный рассказ о кризисе субстандартного кредитования должен исходить именно из этой фундаментальной логики банковских кризисов и объяснить, как получилось, что так много кредиторов выдали так много рискованных кредитов, резервируя при этом так мало капитала, необходимого для защиты от возможной неплатежеспособности.

Наша цель в данной главе, как и в следующей, — представить такой анализ кризиса субстандартного кредитования, который объясняет эти две ключевые характеристики провала управления рисками, приведшего к кризису. Анализируя факторы, которые привели к росту рискованного кредитования и недостаточности капитала, мы создаем каркас, на который можем нанизать другие факты и мнения, взятые из литературы, посвя-

---

19, 44, 126–133). В этой работе указывается на случайное стечение идеологий, интересов и ограничений в рамках американского политического процесса, в результате которого интересы большинства не были соблюдены (с. 90–116). Хотя частично мы согласны с их анализом, мы считаем, что интересы, приведшие к кризису субстандартного кредитования, сошлись не благодаря случайности, а скорее в результате партнерства, целью которого было обойти идеологические и узкопартийные разногласия, чтобы обеспечить своим партнерам огромные прибыли. Волна слияний и уже существующий Закон о местных реинвестициях (Community Reinvestment Act) стали важнейшими катализаторами для формирования этого партнерства, которое помогло уравновесить интересы партнеров, стимулировать законодательные реформы в рамках этого закона и создание государственных ипотечных агентств, разрешить конфликты, которые в противном случае возникли бы из-за разницы в идеологиях и интересах.

щенной этому кризису. Мы попытаемся создать связный рассказ о том, что случилось и почему.

В данной главе мы фокусируемся преимущественно на первой предпосылке банковского кризиса, анализируя процесс, из-за которого рискованность банковских кредитных портфелей росла. Как получилось, что в 1990 году претенденту на ипотечный кредит было необходимо заплатить в качестве первоначального взноса 20%, иметь хороший кредитный рейтинг, стабильную подтвержденную работу и сведения о доходах, чтобы получить низкорисковый ипотечный кредит с фиксированной процентной ставкой на 30 лет, а к 2003 году такой претендент мог получить высокорисковый ипотечный кредит с отрицательной амортизацией и плавающей процентной ставкой, заплатив в качестве первоначального взноса всего 3% и просто указав сведения о своих доходах и занятости, которые не требовали независимой проверки?

В главе 8 мы рассматриваем вторую предпосылку банковского кризиса: процесс, когда рост риска банковских активов не сопровождался увеличением акционерного капитала. Учитывая растущую слабость стандартов оценки платежеспособности заемщика, почему регуляторы не настояли на дополнительных резервах для банков и государственных ипотечных агентств? В этой главе мы показываем, как эти два ключевых фактора — возросший ипотечный риск и недостаточный капитал — вместе привели к катастрофе.

## Политика всюду

Принятие более высокого ипотечного риска и низкие уровни достаточности капитала у банков и государственных ипотечных агентств являлись основными результатами политической договоренности. В основе этой договоренности лежала коалиция двух очень разных партнеров: быстрорастущих мегабанков и групп активистов, которые стимулировали распространение рискованного ипотечного кредитования на бедных заемщиков и жителей гетто, таких как Ассоциация организаций за немедленное проведение реформ (Association of Communi-

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

ty Organizations for Reform Now (ACORN)). Как только ограничения на открытие филиалов были сняты, у банков возникли амбициозные планы по слияниям. Однако на эти планы накладывала ограничение политика: чтобы Совет управляющих ФРС одобрил слияния, им нужно было иметь репутацию социально ответственных компаний в отношении округов, которые они обслуживали. Нести социальную ответственность значило соблюдать положения Закона о местных реинвестициях от 1977 года, который был изначально задуман для того, чтобы обеспечивать обслуживание банками своих местных сообществ. Теоретически Закон о местных реинвестициях, возможно, и имел смысл в контексте 1970-х годов, когда сегментированные банковские рынки почти не давали кредиторам стимулов искать высококачественных заемщиков в округах с низкими доходами населения. На практике этот закон создал очень мало кредитных обязательств у банков в 1970-х и 1980-х годах. Однако этот почти отживший закон стал очень важной составляющей в американской Игре банковских договоренностей в 1990-х годах, как только начались слияния (которые привели к исчезновению сегментированных рынков). Для групп активистов, стремящихся направлять кредиты своим членам и избирателям, критерий социальной ответственности стал мощным рычагом в переговорах с объединяющимися банками.

Банкиры и активисты сформировали коалицию, консолидировавшую американскую банковскую индустрию в совокупность мегабанков, которые были слишком большими, чтобы обанкротиться. В рамках этого процесса слияний они обязались направить кредиты на сумму свыше 850 млрд долларов от банков через группы активистов в период с 1992 по 2007 год. Кроме этих явных соглашений, банки также обязались предоставить дополнительные 3,6 трлн долларов кредитов в рамках Закона о местных реинвестициях в округа с недостаточным уровнем обеспеченности банковскими услугами или сообществам с низкими доходами населения в тот же самый период, чтобы получить квалификацию социально ответственного бизнеса.

Для того чтобы эта коалиция была стабильной, к ней пришлось привлечь и других партнеров. Банки



не были готовы брать на себя безлимитные обязательства по отношению к своим партнерам-активистам: кредиты в рамках Закона о местных реинвестициях предполагали более высокие уровни риска для банков, чем более традиционные ипотечные займы. Таким образом, под давлением групп активистов конгресс начал налагать регуляторные требования на государственные ипотечные агентства, которые покупали и секьюритизировали ипотечные кредиты, включая Федеральную национальную ипотечную ассоциацию (Federal National Mortgage Association, известную как Fannie Mae), Федеральную корпорацию жилищного ипотечного кредита (Federal Home Loan Mortgage Corporation, известную как Freddie Mac) и федеральные банки по кредитованию жилищного строительства. Fannie Mae и Freddie Mac, в частности, обязали выкупать ипотечные кредиты, выданные целевым группам (лицам с низким уровнем доходов или жившим в городах с недостаточным уровнем обеспеченности банковскими услугами).

Правительственные требования к Fannie и Freddie не были неясными заявлениями о намерениях: они устанавливали конкретные целевые показатели, которые постоянно повышались в 1990-х и начале 2000-х годов. Чтобы соответствовать этим целевым показателям, Fannie и Freddie пришлось ослабить свои стандарты оценки платежеспособности заемщиков<sup>10</sup>. К середине 1990-х годов Fannie и Freddie были согласны покупать ипотечные кредиты с первоначальным взносом в 3% (вместо 20%, которые были отраслевым стандартом). Вскоре после этого они стали покупать ипотечные кредиты с низкими кредитными рейтингами. К 2004 году они были согласны покупать огромные объемы рискованных ипотечных кредитов, включая и так называемые кредиты

---

10. Целевые показатели для государственных ипотечных агентств были указаны как пропорции в портфелях. Таким образом, было бы логично предположить, что Fannie и Freddie могли соответствовать целевым показателям не за счет увеличения объемов кредитования для целевых групп, а за счет сокращения кредитования других категорий. Однако такой выбор означал бы резкое снижение их прибыльности, а также снижение их политической поддержки в правительстве, которая была необходима для сохранения правительственных субсидий (в форме защиты их долговых обязательств).

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

типа Alt-A практически без сведений о доходах (англ. liar или low-doc loans). От этого изменения выиграли и группы активистов, и мегабанки: можно было направлять больше кредитов целевым группам с меньшими затратами для банков, поскольку банки теперь могли перепродать свои ипотечные кредиты, выданные в рамках Закона о местных реинвестициях, государственным ипотечным агентствам на выгодных условиях.

Fannie и Freddie не были «баранами, которые только давали золотое руно»; они получили несколько ценных льгот от конгресса за то, что согласились на эти изменения. Среди самых важных было разрешение обеспечивать свои портфели очень небольшим объемом капитала — намного ниже, чем требовали от коммерческих банков. Государственные ипотечные агентства, хотя сначала и колебались, потом стали активными партнерами коалиции мегабанков и активистов и служили важным компонентом институционального «клея», который удерживал коалицию от распада<sup>11</sup>.

Поскольку Закон о местных реинвестициях был важнейшим рычагом в переговорах между объединяющимися банками и группами активистов, много чернил было потрачено научными работниками и активистами в попытках понять, привел ли этот закон к кризису субстандартного кредитования. На наш взгляд, многие участники этой дискуссии упускают из виду два фундаментальных факта. Первый заключается в том, что Закон о местных реинвестициях не сыграл бы большой роли, если бы не случилось волны слияний. На самом деле, в период с 1977 по 1992 год на все обязательства по Закону о местных реинвестициях приходилась мизерная доля от общего объема ипотечного кредитования в США. С точки зрения объединяющихся банков растущие затраты на соблюдение этого закона были лишь частью стоимости ведения бизнеса: за счет расширения бизнеса зарабатывались огромные рентные дохо-

---

11. В нескольких книгах приводятся свидетельства того, что деятельность *Fannie Mae* и *Freddie Mac* на ипотечном рынке привела к кризису субстандартного кредитования. Наше описание является вынужденно кратким. Более подробную информацию можно найти в работах Rajan (2010), Morgenson and Rosner (2011), Acharya et al. (2011), Pinto (2011), and Wal-lison (2011).

ды, и некоторой частью этой ренты надо было делиться с группами, которые в противном случае могли заблокировать или затормозить расширение объединяющихся банков<sup>12</sup>.

Во-вторых, неверно приписывать возросший риск банковских кредитных портфелей исключительно кредитам, выданным в соответствии с Законом о местных реинвестициях. Факты говорят о том, что банки действительно считали такие кредиты более рискованными, чем остальные свои кредиты, но история на этом не заканчивается. Любые ипотечные кредиты — не только заемщикам в рамках Закона о местных реинвестициях — стали намного более рискованными. Поскольку, чтобы покупать кредиты, выданные в рамках Закона о местных реинвестициях, Fannie и Freddie должны были соответствовать поставленным правительством целевым показателям по кредитам в округах с низким уровнем доходов и недостаточным уровнем обеспеченности банковскими услугами, этим государственным ипотечным агентствам пришлось ослабить свои стандарты оценки платежеспособности заемщиков — и эти «облегченные» стандарты применялись ко всем претендентам на кре-

---

12. Брюер и Ягтиани (Brewer and Jagtiani (2013)) анализируют, как на фондовые рынки в 1991–2004 гг. влияли объявления о слияниях. Они приходят к выводу, что слияния, в результате которых образовывалось предприятие, превышающее определенный размер, приводили к необычно масштабному росту стоимости объединяющихся банков. Их результаты означают, что рынок понял особые преимущества расширения. Заключались ли эти преимущества в основном в росте эффективности, рыночной власти или большей защите от правительства, результаты ясно показывают, что слияния, которые сделали банки очень крупными, принесли и особую прибыль акционерам. Другие исследования, обзор которых сделали Джонсон и Квак (Johnson and Kwak (2010)), используют сравнения динамики показателей банков, чтобы отдельно рассмотреть фундаментальные экономические преимущества, имевшие место в результате увеличения размеров банков, и политические преимущества (защита типа «слишком большой, чтобы обанкротиться»), и обнаруживают, что фундаментальные экономические выгоды были не такими уж большими. Это значит, что мегабанки в основном получили политические преимущества. Другие, более современные исследования приходят к противоположным выводам (Anderson and Joeveer [2012]; Wheelock and Wilson [2012]; Hughes and Mester [2013]). Эта область исследований осложняется тем фактом, что сравнения динамики показателей мегабанков и небольших банков не учитывают различия в обслуживании клиентов, предлагаемых банками продуктах и используемых при этом производственных процессах.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

дит. Fannie и Freddie, за счет своего размера и способности выкупать и секьюритизировать кредиты, выданные банками, устанавливали стандарты для всей отрасли. Таким образом, большие группы американского среднего класса — понимали они это или нет — вскоре были втянуты в эту коалицию мегабанков, городских активистов и государственных ипотечных агентств, получив возможность пользоваться дешевыми кредитами.

Мы бы хотели особо подчеркнуть тот факт, что, когда Fannie и Freddie согласились покупать кредиты, первый взнос по которым составлял всего 3%, сведений о доходах и месте работы не требовалось, а заемщики демонстрировали далеко не идеальный кредитный рейтинг, они изменили расчет рисков для миллионов американских семей, а не только для бедных городских жителей. С новыми стандартами оценки платежеспособности заемщика семьи, принадлежащие к среднему классу, могли взять кредит и купить большой дом в хорошем районе. Учитывая небольшой размер первой ставки, почему бы не сыграть несколько партий, особенно когда потенциальный джек-пот — дом мечты в пригороде — маячил прямо перед глазами? Результатом стал быстрый рост ипотечного кредитования с высокой вероятностью дефолта для всех классов американцев. Вот почему ущерб от кризиса субстандартного кредитования понесли не только города с низкими уровнями доходов населения, такие как Детройт, но и городские поселения с устойчивым средним классом, такие как Хемет в Калифорнии<sup>13</sup>.

---

13. Логично предположить, что Fannie и Freddie могли выборочно ослабить стандарты оценки платежеспособности заемщиков для целевых групп. Однако на практике это было очень сложно сделать. Во-первых, выборочное ослабление кредитных стандартов — которое, по сути, было бы дискриминацией всех остальных американцев, не получавших особых преимуществ, — вызвало бы бурю политической критики. Во-вторых, ограничение таких ослабленных стандартов небольшой целевой группой было бы равносильно признанию, что более высокая долговая нагрузка и отсутствие подтверждающей документации представляли собой большой риск. Это признание само по себе могло привести к более высоким требованиям к достаточности капитала для государственных ипотечных агентств и подогреть сомнения критиков этих агентств в достаточности их капитала. Fannie и Freddie, похоже, посчитали более удобным ослабить стандарты для всех и притвориться, что это мало влияло на уровень рисков, которые они брали на себя.

Злая ирония Игры банковских договоренностей в Америке после 1990 года заключалась, в том числе, и в том, что это был не самый эффективный способ повысить стандарты жизни бедного городского населения — по крайней мере, в среднесрочной перспективе. Прежде всего необходимо учитывать следующее: перераспределение дохода за счет перекоса стимулов банкиров, управляющих государственных ипотечных агентств, правительственных агентств и больших групп населения через скрытые жилищные субсидии способствовало возникновению банковского кризиса поистине феноменальных масштабов. Этот кризис, скорее всего, свел на нет какие-либо краткосрочные преимущества перераспределения, которых удалось достигнуть программе субсидий. Систему заложенных в бюджете правительственных программ налогообложения и трансфертов для непосредственной борьбы с неравенством, возможно, было сложнее реализовать, в связи с чем ее масштабы, может быть, были бы более скромными, но она бы дала более долгосрочные результаты в борьбе с неравенством в доходах.

Конечно, в Игре банковских договоренностей в Америке после 1990 года были и потенциальные проигравшие: налогоплательщики, которым совсем не на руку было ослабление стандартов оценки платежеспособности заемщика и которым пришлось бы раскошелиться в случае масштабных дефолтов по ипотечным кредитам. Они, по сути, субсидировали всех остальных, но большинство из них не понимало ведущейся игры и даже не понимало, что «казино» уже включило их в игру. Субсидии, которые они предоставляли, не учитывались непосредственно в правительственном бюджете: это были наборы косвенных гарантий — скрытые налоги, — которые стали бы видимыми, как только другие игроки встали бы из-за игорного стола и казино предъявило бы налогоплательщикам счет, который они, сами того не желая, согласились оплатить.

Это были чиновники — конгрессмены, сенаторы, органы банковского надзора и регуляторы, — которые понимали игру, но у которых были веские основания не пытаться прерывать эту игру и не менять ее правила. Поэтому если в этой главе есть урок о политике в де-

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

мократических системах типа Соединенных Штатов, то вот он: власть политической коалиции — это именно та власть, которая заставляет чиновника мириться с чем-то, что, как ему известно, противоречит долгосрочным интересам народа, поскольку это удовлетворяет его краткосрочным интересам. С точки зрения людей, которые могли понять Игру банковских договоренностей в Америке после 1990 года, предполагаемые затраты общества относились к будущему, а преимущества, получаемые благодаря согласию на игру, имели место непосредственно в настоящий момент. Более подробно мы рассмотрим эту тему в следующей главе, но все же стоит еще раз отметить: официальные лица — в частности, занимающиеся регулированием, но также и некоторые выборные чиновники — знали, как, скорее всего, закончится игра, но они решили, скрестив руки на груди, остаться в стороне и наблюдать за ситуацией<sup>14</sup>.

Чтобы нас не поняли неправильно, заметим, что наша цель в этой и следующей главе — не обвинить крупные банки, государственные ипотечные агентства, бедных городских жителей, группы активистов, политиков или регуляторов в кризисе субстандартного кредитования. Все люди обычно преследуют свои собственные интересы, и один из способов сделать это — использование своих политических прав. Когда у них есть возможность сформировать политическую коалицию в поисках взаимной выгоды, они это сделают. Политики, неважно, к какой политической партии они принадлежат, тоже преследуют свой собственный интерес быть переизбранным, поэтому они ищут коалиции, которые бы их поддержали. Нельзя «винить» кого-то одного или группу за то, что случается в результате формирования такой коалиции. На самом деле обвинять кого-то — это по природе своей непродуктивное занятие, поскольку оно упрощает проблему: оно заставляет нас думать, будто причинами наших затруднений являются моральные недостатки других людей, вместо того чтобы сосредоточиться на том, как наши политические институты поощряют создание коалиций, из-за которых общество несет издержки.

---

14. Детальный анализ см. в работе Barth, Caprio, and Levine (2012).

## Зачем перераспределять доходы через банковскую систему?

Усиливающаяся власть коалиций крупных банков и групп активистов должна пониматься как результат более глубоких социальных изменений и достаточно необычных американских политических институтов. В десятилетия после Второй мировой войны Америка становилась все более урбанизированной, а начиная с середины 1970-х годов в ней все больше стало проявляться неравенство в распределении доходов и благосостояния. Значительная часть населения с низким уровнем доходов была сконцентрирована в городах, где им легче было организоваться в группы и где протесты могли быстро перерасти в масштабные беспорядки. Американские элиты наблюдали это вблизи во время волнений 1960-х годов, и поскольку неравенство усилилось в последующие десятилетия, политики искали способы бороться с этим неравенством, направляя кредиты избирателям в городах.

Подобные изменения происходили и в Западной Европе, и в других странах мира, но Соединенные Штаты представляют собой необычную ситуацию, поскольку они решили бороться с неравенством и городской бедностью, комбинируя банковское регулирование и регулирование государственных ипотечных агентств. В некоторых странах Западной Европы ответом на урбанизацию и неравенство было расширение и так уже масштабных программ социальной помощи. Однако европейское решение было нелегко применить в Соединенных Штатах. Во-первых, институты, встроенные в Конституцию США, препятствовали этому. Непрямые выборы президента означали, что преимущественно аграрные штаты, которые менее склонны были бы поддерживать перераспределение доходов в пользу городских жителей, нельзя было игнорировать в президентской гонке; кроме того, двухпалатный законодательный орган, наряду с правилом о прекращении прений в сенате, означает, что перераспределительное бюджетное законодательство требует квалифицированного большинства голосов; и наконец, мажоритарная система относительного большинства

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

при выборах конгрессменов и сенаторов отдает предпочтение центристским кандидатам и партиям, в отличие от многих европейских парламентских систем, которые поощряют партии и кандидатов, находящихся на «идеологических окраинах»<sup>15</sup>. Кроме того, тот факт, что Соединенные Штаты, в силу исторических обстоятельств, получили обязанность поддерживать международный порядок, означал, что им приходилось выделять более значительную часть своих налоговых доходов на военные расходы, чем правительствам любой другой развитой западной страны<sup>16</sup>.

Поэтому требования по перераспределению доходов в Соединенных Штатах нельзя было удовлетворить исключительно через бюджетную систему, как в других странах. Пока политики искали внебюджетные методы распределения, они все больше обращались к банковскому регулированию. Политических соглашений в Вашингтоне, которые использовали регулирование банковской системы в качестве инструмента перераспределения ресурсов, было легче достичь, поскольку такие соглашения были менее видимы избирателям, оплачивающим расходы, связанные с этими решениями. Требования Закона о местных реинвестициях и обязательства государства ипотечных агентств по предоставлению кредитов не были частью правительственного бюджета, не афишировались масштабно и не понимались как схемы налогообложения и трансфертов. Таким об-

---

15. В мажоритарной системе относительного большинства, такой какой являлись выборы представителей в американский конгресс, все места занимались отдельными победителями выборов в соответствующих округах. Однако большинство парламентских систем имеют более или менее пропорциональное представительство, в котором места в законодательном органе распределяются между различными политическими партиями на основе процента голосов, полученных каждой партией. В такой системе избиратели не «тратят» свой голос на голосование за мелкую политическую партию, как в Соединенных Штатах. Конечно, если мелкая политическая партия окажется ключевой в формировании коалиции в законодательном органе, она может получить влияние в политике, превосходящее ее численность. Некоторые парламентские системы объединяют в себе правила относительного большинства и пропорционального представительства.

16. В работе McCarty, Poole, and Rosenthal (2006, 2013) детально анализируется политическая поляризация, которая стимулировала внебюджетные меры. См., в частности, McCarty, Poole, and Rosenthal (2013), 105–106.



разом, политики, представлявшие интересы преимущественно аграрных штатов, могли свободно соглашаться на такие политические сделки в обмен на другие преимущества (практика, известная как «ты мне — я тебе»), не боясь отрицательной реакции своих избирателей.

Политические уступки, которые делали городской бедноте в Соединенных Штатах, таким образом, если говорить языком Рагхурама Раджана, можно описать фразой «пусть подавятся кредитами»<sup>17</sup>. Президент Билл Клинтон (1993–2001) явно пропагандировал этот уникальный американский подход к перераспределению через банковское регулирование, который он отстаивал как свой «третий путь» создания возможностей для ущемленных американцев. Этот подход стал применяться многими политиками обеих политических партий как самый политически целесообразный способ борьбы с неравенством и городской бедностью<sup>18</sup>.

## Расцвет мегабанков

Катализатором формирования коалиции активистов и крупных банков стала волна банковских слияний, которая началась в 1980-х годах с изменением законов штатов и ускорилась в 1994 году с принятием закона Ригла — Нила. В 1990-х и начале 2000-х годов проходила стремительная консолидация банковской отрасли и формирование так называемых мегабанков.

Стимулов стать мегабанком было много. Одним очевидным преимуществом был рост организационной эффективности. Банк с филиалами по всей стране мог диверсифицировать риск по регионам. Он также мог воспользоваться экономией на масштабах, распределяя свои накладные расходы по дорогим информационным технологиям и высокооплачиваемому персоналу по более широкой базе активов. Укрупнение также давало банку возможность сократить затраты благодаря рас-

---

17. Rajan (2010).

18. Конечно, не все политики поддерживали «третий путь» Клинтона. Республиканцы, представлявшие избирателей из сельской местности, часто выступали против него. См. Schlesinger and Schroeder (1999).

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

ширению ассортимента, увеличив поток доходов за счет предложения более широкого ряда продуктов и услуг. Дополнительное преимущество мегабанка заключалось в потенциальном получении рыночной власти. Увеличение размера банка не гарантировало получения монопольной ренты, но создавало для этого возможности.

И наконец, потенциальным преимуществом роста была скрытая субсидия за счет защиты «слишком большой, чтобы обанкротиться». Перспектива получения такой защиты возросла в 1980-х годах. В 1984 году имело место очень важное и совершенно очевидное спасение федеральным правительством неплатежеспособного американского банка. Этот банк, Continental Illinois, сегодня считался бы средним по размеру банком. Он был связан с различными другими банками через свое активное кредитование и межбанковские связи, но имел всего несколько филиалов; все они находились в Чикаго. Председатель правления Федеральной резервной системы Пол Волкер поддерживал спасение Continental Illinois, опасаясь, что его банкротство может привести к распространению финансовой инфекции. Такие опасения усилились после 1980-х годов, поскольку банки росли и выходили на все большее число рынков, а также предлагали все более широкий спектр услуг. Таким образом, к 1990-м годам у банкиров было все больше оснований считать, что крупные банки, скорее всего, будут спасены от банкротства правительством.

Защита «слишком большой, чтобы обанкротиться», таким образом, становилась все более масштабной субсидией от налогоплательщиков крупным банкам. Эта субсидия не была лишь гипотетической. К 1990-м годам рейтинги, которые крупные американские банки получили от рейтингового агентства Moody's и других рейтинговых организаций, явным образом отражали защиту, ожидаемую от правительства: банки получили «отдельный» рейтинг, измеряющий их финансовую мощь без субсидий, и общий рейтинг, отражающий дополнительные преимущества от ожидаемой правительственной защиты<sup>19</sup>.

---

19. Краткое описание того, как составлялись эти рейтинги, можно найти в *Moody's Investors Service* (2008).

## Благими намерениями вымощена дорога в ад

Банковская консолидация стала возможной благодаря важнейшим изменениям в законодательстве: несмотря на то что крупные банки теперь могли приобретать небольшие банки или объединяться с ними, эти приобретения должны были быть одобрены регуляторами. Совет управляющих ФРС имел ключевые полномочия по принятию этого решения, будучи регулятором банковских холдинговых компаний, но другие банковские регуляторы и Министерство юстиции тоже могли высказаться по этому вопросу и возражать против слияния. Различные регуляторы, особенно ФРС, были подвержены политическому давлению, поскольку их действия и бюджеты контролировал конгресс. Более того, конгресс мог вносить законопроекты по изменению Закона о Федеральной резервной системе, и члены конгресса часто угрожали это сделать. Короче говоря, если хорошо организованная группа захотела бы противостоять слиянию, у нее были политические рычаги, которыми она могла воспользоваться.

Чтобы заблокировать слияние банков, можно было использовать несколько критериев. Во-первых, приобретающий банк должен был иметь устойчивое финансовое положение. Во-вторых, объединенный банк не мог обладать чрезмерной рыночной властью. Это было не таким уж сильным ограничением, поскольку ФРС обычно оценивала этот критерий по доле объединенного банка на рынке депозитов, а не по его способности диктовать цены на кредитных рынках. Слияние Fleet Financial и BankBoston в 1999 году является наглядным примером: за счет объединения единственных двух крупных банков Новой Англии был создан мегабанк, который мог диктовать цены для компаний-заемщиков. Особенно от этого пострадали средние по размеру компании, которые были слишком большими, чтобы заимствовать у оставшихся мелких локальных банков, но слишком мелкими, чтобы брать кредиты на мировых рынках. Они были не единственными, кто выступал против слияний на этих основаниях: мэр Бостона и генеральный прокурор Массачусетса разделяли их мнение. И все

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

Текущие долларовые показатели, млрд

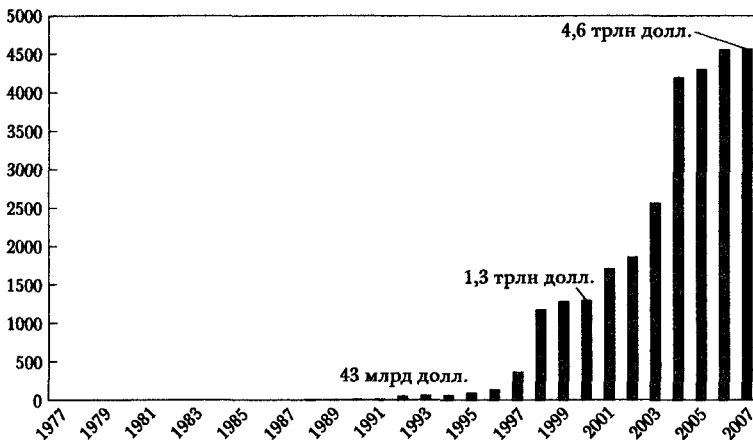


РИС. 7.1. Совокупные обязательства по Закону о местных реинвестициях, 1977–2007 гг. (в текущих долларовых показателях, млрд)

Источник: National Community Reinvestment Coalition (2007b), 8.

безрезультатно: ФРС одобрила слияние, и процентные спреды для компаний-заемщиков выросли на целый процентный пункт<sup>20</sup>.

Третьим критерием одобрения слияния был критерий социальной ответственности, и, в отличие от рыночной власти, это, несомненно, было существенным ограничением. В 1977 году, частично в ответ на жалобы, что банки проводят дискриминационную политику в отношении населения с низкими доходами и жителей гетто, был принят Закон о местных реинвестициях. В первые годы этот закон, похоже, особых результатов не дал: как показывает рис. 7.1, с 1977 по 1992 год банки объявили о кредитных обязательствах на сумму всего 43 млрд долларов в рамках Закона о местных реинвестициях, и большая часть этих кредитов была выдана после 1989 года. Однако к 1995 году, поскольку волна слияний нарастала, поправки к Закону означали, что банки столкнутся с неблагоприятными последствиями при несоблюдении требований этого закона<sup>21</sup>. Как похвастал-

20. Стенограмму см. в Federal Reserve Board (1999a).

21. См., например, Evanoff and Segal (1996, 1997).

ся президент Клинтон в своем выступлении в 1999 году: «[Закон о местных реинвестициях] практически не действовал до тех пор, пока мы не пришли к власти. Свыше 95% местных инвестиций... сделанных за 22 года действия этого закона, были реализованы за шесть с половиной лет моей власти»<sup>22</sup>.

Клинтон воспринимал идею обязательств в рамках Закона о местных реинвестициях как часть своей веры в «третий путь» стимулирования экономического благополучия необеспеченных американцев без ущемления других лиц или интересов бизнеса<sup>23</sup>. Это контрастировало как с подходом невмешательства, так и с налогово-трансфертным подходом к общественной политике. Идея «третьего пути» Клинтона предполагала, что политики действительно могут предлагать «бесплатный сыр». Хотя мудрые политические решения действительно могут служить во благо, обязательства по Закону о местных реинвестициях были совсем не бесплатным сыром. Несмотря на то что бремя, навязываемое банкам Законом о местных реинвестициях, не отражалось ни в правительственном бюджете, ни в особой категории расходов банков в отчетах о прибылях и убытках, этот закон имел вполне реальную стоимость: от банков требовалось выдавать кредиты, которые они бы при других обстоятельствах не выдали. Как сказал бывший член правления Федерального банка жилищного кредита (Federal Home Loan Bank) Лоуренс Уайт: «[Требования Закона о местных реинвестициях] либо избыточны, поскольку обслуживание местных сообществ в любом случае прибыльно; или [они] предполагают перекрестное субсидирование, когда за счет сверхприбылей от других услуг субсидируются убытки от неприбыльных услуг местным сообществам»<sup>24</sup>. Короче говоря, подход «третьего пути», как он был закреплен в обязательствах по Закону о местных реинвестициях, интерпретировал невидимые налоги и трансферты как несуществующие.

Почему банки волновали их рейтинги по Закону о местных реинвестициях? Банки могли получать не-

---

22. Clinton (1999a).

23. Schlesinger and Schroeder (1999).

24. White L. J. (1992), 282.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

сколько видов рейтингов по Закону о местных реинвестициях — «отлично», «удовлетворительно», «необходима доработка», «существенное нарушение» — в зависимости от оценочной степени удовлетворения ими потребностей сообществ, где они работали. Основным наказанием за низкий рейтинг был запрет на слияния. Поэтому банк, который не проводил агрессивной политики слияний и поглощений, мог не обращать особого внимания на рейтинг по Закону о местных реинвестициях<sup>25</sup>. А вот банк, у которого были большие амбиции относительно роста, нуждался в хорошем рейтинге.

Такое положение дел означало, что банк, стремящийся к расширению за счет стратегии слияний и поглощений, стоял перед стратегическим выбором: он мог либо создать свою собственную программу кредитования по Закону о местных реинвестициях, либо привлечь группы активистов в качестве партнеров по созданию совместной программы кредитования в соответствии с этим законом. Преимущество первого подхода заключалось в том, что банк сохранял контроль над распределением кредитов в рамках Закона о местных реинвестициях. При втором подходе выгода заключалась в том, что банк мог воспользоваться поддержкой группы активистов в своей деятельности по слияниям и поглощениям в обмен на то, что он, по сути, уступал контроль над портфелем кредитов в рамках Закона о местных реинвестициях. То есть партнерство уравнивало стимулы групп активистов с интересами банка, и группы активистов могли свидетельствовать в пользу объединяющего банка и его социальной ответственности.

С точки зрения группы активистов, формальное партнерство с банком было однозначно лучше, чем программа в рамках Закона о местных реинвестициях, которой занимался сам банк. Партнерство давало группе активистов контроль над распределением портфеля кредитов банка в рамках Закона о местных реинвестициях; она также обеспечивала комиссионный доход и благотворительное фондирование со стороны банка. Самостоятельно проводимая банком программа не давала ни одного из этих преимуществ и рассматривалась акти-

---

25. National Community Reinvestment Coalition (2007a), 26.

вистами как преждевременный старт, «чтобы избежать потенциальных возражений групп активистов против расширения в будущем»<sup>26</sup>. По крайней мере, если судить по слиянию Fleet Financial и BankBoston, самостоятельно проводимая банком программа в рамках Закона о местных реинвестициях была основанием для активных возражений против слияния. Как ясно из стенограммы слушаний ФРС по вопросу этого слияния, коалиция группы активистов из Массачусетса возражала против слияния, поскольку объединенный банк Fleet-BankBoston обещался предоставить 14,6 млрд долларов в рамках кредитов по Закону о местных реинвестициях, но отказался поддерживать партнерство Fleet в рамках этого закона с ACORN. Банк Fleet-BankBoston, предвидя это противостояние, оплатил расходы на проезд группе активистов из другого штата, чтобы стимулировать их свидетельствовать в пользу банка<sup>27</sup>.

Тем самым были созданы условия, при которых в интересах банка было вступить в явное партнерство с группой активистов еще до слушаний ФРС, вместо того чтобы проводить свою собственную программу в рамках Закона о местных реинвестициях<sup>28</sup>. Некоторые критики Закона о местных реинвестициях считали эти сделки своего рода узаконенным вымогательством<sup>29</sup>. Какими бы словами их ни описывали, в сложившейся ситуации сделки, заключаемые банками и группами активистов, были вполне предсказуемыми. У банков были

---

26. Fishbein (1992), 300.

27. Associated Press (1999). Стенограмму заседания см. в Federal Reserve Board (1999a). Решение ФРС, согласно которому Закон о местных реинвестициях не требовал от банков вступления в явные партнерства, см. в Federal Reserve Board (1999b).

28. Анализ данных по двум типам программ предполагает, что банки предпочитали уходить от партнерств с активистами и самостоятельно проводить программы кредитования в рамках Закона о местных реинвестициях после 2000 года, возможно, из-за того что сенатору Филу Грамму удалось добиться принятия закона, требующего, чтобы информация о таких партнерствах обнародовалась. National Community Reinvestment Coalition (2007a), 90–100.

29. Например, см. Nusock (2000), где приведена цитата из речи Фила Грэмма, в которой он называет Закон о местных реинвестициях «масштабной схемой вымогательства» (vast extortion scheme). В издании *Washington Times* (2009) приведены слова представителя Эда Ройса, который описывает действия ACORN в рамках Закона о местных реинвестициях как «узаконенное вымогательство».

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

все основания для слияний: они могли воспользоваться экономией на масштабах в администрировании, диверсифицировать риски, получить власть на рынке и, возможно, вырасти до таких размеров, чтобы можно было получить страховку «слишком большой, чтобы обанкротиться». Группы активистов имели все основания угрожать выступить на слушаниях в ФРС и пожаловаться на то, что банк, участвующий в слиянии, не удовлетворял критерию социальной ответственности. Таким образом можно было бы добиться уступок от объединяющихся банков: организации активистов получали бы выгоды от заключенных в рамках Закона о местных соглашениях, а их избиратели могли бы пользоваться более доступными кредитами. Учитывая существование Закона о местных реинвестициях, у обеих сторон были стимулы заключить сделку для обеспечения слияния банка, поскольку, если бы она была заблокирована, банк упустил бы возможность увеличить свои прибыли, а группа активистов упустила бы возможности обслуживать своих членов и увеличивать ресурсы в своем распоряжении. Политики, допустившие возможность подобных сделок, не видели оснований в это вмешиваться. Как президент Клинтон гордо провозгласил в своем выступлении в 1999 году, банковское законодательство этого года «устанавливает принципы, согласно которым при расширении полномочий банков расширяется охват Закона [о местных реинвестициях]»<sup>30</sup>.

Ничего непонятного в сделках между объединяющимися банками и группами активистов не было. На самом деле головная организация групп активистов — Национальная коалиция местных реинвестиций (National Community Reinvestment Coalition (NCRC)) — составила руководство размером в 101 страницу о том, как вести переговоры с банками, которые находятся в процессе слияния. Это руководство не гнушалось стимулировать активистские организации пользоваться своим рычагом в отношении потенциального объединения банков: «Когда кредитор желает объединиться с другим институтом или открыть филиал, он должен обратиться за разрешением к Совету управляющих Федеральной

---

30. Clinton (1999b).



резервной системы и/или к своему первичному регулятору. Если кредитор получил низкий рейтинг в рамках Закона о местных реинвестициях [согласно исходному тексту], федеральное агентство, рассматривающее запрос кредитора, может отказать в разрешении кредитору, отложить решение по этому вопросу или поставить свои условия»<sup>31</sup>. Далее в руководстве говорится:

Деятельность по слияниям и поглощениям предоставляет значительные возможности для групп активистов вмешиваться в процесс одобрения и поднимать вопросы и проблемы в отношении Закона о местных реинвестициях. Некоторые банки очень стремятся к рейтингу «отлично», поэтому они могут представить чистый отчет о реинвестициях регулятору, когда просят разрешения на слияние... Активисты должны учитывать, что изменение рейтинга с «отлично» на «удовлетворительно» (и обратно) — очень эффективный способ стимулирования реинвестиций, так же как и изменение рейтинга с «зачет» на «незачет» (и обратно). Это правило действительно вне зависимости от того, изменяется ли общий рейтинг банка или рейтинг для отдельных географических округов<sup>32</sup>.

Затем в руководстве объясняется, как повлиять на оценку банка: «Общинные организации могут предлагать письменные комментарии по программе банка в рамках Закона о местных реинвестициях и динамике справедливого кредитования, когда банк подал заявку на слияние или приобретение другого банка или сберегательного учреждения. Национальная коалиция местных реинвестиций может помогать общинным организациям в подготовке комментариев по заявкам на слияние»<sup>33</sup>. И наконец, руководство ясно дает понять, что просто активное участие в контроле над тем, насколько банк соблюдает Закон о местных реинвестициях, может дать группе ресурсы, даже если банк соблюдает закон: «Своевременные комментарии могут повлиять на рейтинг банка в рамках Закона о местных реинвестициях, указав инспекторам на сильные и слабые стороны кредитной практики банка, инвестиций или услуг в округах с низким и средним уровнем доходов населения... Даже изменение рейтин-

---

31. National Community Reinvestment Coalition (2007a), 26.

32. Ibid., 27.

33. Ibid., 8.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

га с «отлично» на «удовлетворительно» в одном штате или в одной части проверки могут мотивировать банк увеличить количество кредитов, инвестиций или объем услуг в округах с низким и невысоким уровнем доходов населения»<sup>34</sup>.

Ничего непонятного в соглашениях, которые заключали банки и активисты, тоже не было. Группы активистов заключали долгосрочные контракты с банками, от которых они получали отдельные обязательства по жилищному кредитованию и кредитованию малого бизнеса, которое часто проходило через сами группы активистов. В период с 1977 по 2007 год имело место не менее 376 таких соглашений, в которых участвовало множество групп. Эти соглашения включали и обязательство на 760 млн долларов от Bank of New York организации ACORN, соглашение на 8 млрд долларов между Wachovia Bank и New Jersey Citizen Action и соглашение на 70 млрд долларов между Bank of America и California Reinvestment Coalition<sup>35</sup>. В обмен на это группы активистов соглашались не возражать против предстоящих сделок слияний и поглощений этих банков. Иногда они даже подавали документацию и свидетельствовали в пользу слияния. Например, когда NationsBank в 1998 году объединился с Bank of America, что привело к созданию крупнейшего банка в Соединенных Штатах с активами в 525 млрд долларов, президент ACORN Housing Джордж Баттс выступал свидетелем в интересах объединяющихся банков на слушаниях в ФРС. Его аргументы в поддержку слияния лучше всего представить его собственными словами:

Только партнерство ACORN Housing Corporation и NationsBank стимулировало выдачу ипотечных кредитов на сумму 236 млн долларов. По сути, все эти кредиты были выданы населению с низким уровнем доходов, предполагали небольшие первоначальные взносы, нетрадиционные кредиты, кредиты наличностью и выдавались на приобретение жилья из устаревшего городского жилищного фонда. Эти кредиты хорошо обслуживались, просрочки случались редко. NationsBank был гибким. Это был первый кредитор, работающий сразу в нескольких штатах, который об-

---

34. National Community Reinvestment Coalition (2007a), 8.

35. Ibid. (2007b), 11–17.

суждал с нами свои стандарты оценки платежеспособности заемщика. И этот их шаг вперед в значительной степени способствовал тому, чтобы наши стандарты оценки платежеспособности заемщиков в сегменте населения с низким уровнем доходов стали доминировать на ипотечном рынке. В тот момент все это было достаточно радикальным, но сегодня никто не раздумывает о целевом применении низких первоначальных взносов, нетрадиционных кредитов, продовольственных талонов в качестве дохода, добровольном пособии на ребенка, наличности в кассе или стабильном доходе, вместо одной и той же работы в течение двух лет<sup>36</sup>.

ACORN была не единственной некоммерческой организацией, которая свидетельствовала в пользу слияния: исполнительный директор Neighborhood Assistance Corporation of America тоже свидетельствовал. В его письме в ФРС он отмечал, что: «кроме рефинансирования домовладельцев, программа реинвестиций NationsBank/Bank of America [общей стоимостью 350 млрд долларов] предоставит беспрецедентные возможности приобрести свое жилье населению с низким и невысоким уровнем доходов и сообществам по всей стране. Возможность купить дом без первоначального взноса, ипотечных издержек, регистрационного сбора и безупречной кредитной истории, под менее 7% — это просто невероятно... Этим людям нужно поаплодировать и поддержать их. Регуляторам нужно не раздумывая одобрить эту заявку»<sup>37</sup>.

## Урожай популистов

Финансовые обязательства перед активистами, которые взяли на себя банки, имели две формы. Во-первых, банки брали на себя обязательства предоставлять ипотечные кредиты и кредиты для малого бизнеса заемщикам, на которых им указывали общественные организации. Как показывает рис. 7.2, в период с 1977 по 2007 год размер этих управляемых кредитных обязательств в совокупности составил 867 млрд долларов, причем подав-

---

36. Butts (1998). Также см. Atlas (2010), 71.

37. Marks (1998).

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

Млрд долл.

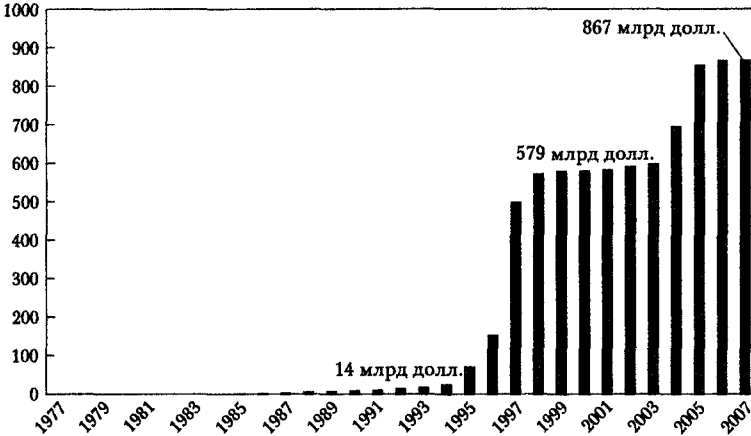


РИС. 7.2. Совокупная стоимость соглашений между банками и группами активистов в рамках Закона о местных реинвестициях, 1977–2007 гг. (млрд долл.)

Источник: National Community Reinvestment Coalition (2007b), 11–17.

ляющая доля была выдана после 1992 года. Банки также предоставляли поддержку группам активистов в форме комиссий за помощь в таких управляемых программах кредитования или в форме прямых взносов в эти группы. В период с 1993 по 2008 год, например, ACORN получила 13,5 млн долларов от Bank of America, 9,5 млн долларов от JPMorgan Chase, 8,1 млн долларов от Citibank, 7,4 млн долларов от HSBC и 1,4 млн долларов от Capital One<sup>38</sup>. В 2000 году, по оценке Банковского комитета сената США, общий объем этих комиссий и взносов во все активистские группы достиг 9,5 млрд долларов<sup>39</sup>. Учитывая, что новые соглашения в рамках Закона о местных реинвестициях заключались до 2007 года, оценка 9,5 млрд долларов почти наверняка является заниженной.

Как группы активистов использовали обязательства банков по кредитованию? Рассмотрим это на примере Neighborhood Assistance Corporation of America (NACA). В 2012 году она получила свыше 13 млрд долларов в рам-

38. United States House of Representatives (2010), 42–43.

39. Husock (2000).

ках банковских обязательств на свои собственные кредитные программы через партнерства с Bank of America, Fleet Financial, Citibank, First Union Bank, NationsBank и с другими банками. Согласно формулировке на веб-сайте НАСА условия ипотечных кредитов, которые она направила при помощи этих ресурсов, были «неправдоподобно выгодными». Заемщики получали стандартный ипотечный кредит с фиксированной ставкой, на 30 лет, без первоначального взноса, без ипотечных издержек, без комиссий, без проверки кредитной истории и без премии за ипотечное страхование. Кроме того, НАСА дала понять, что она может предоставить финансовую помощь заемщикам, у которых возникли проблемы с выплатами по кредиту<sup>40</sup>.

Но здесь была одна загвоздка: заемщики должны были стать членами НАСА и дать обещание «принять участие по крайней мере в пяти акциях и мероприятиях в год в поддержку миссии НАСА». Эти акции и мероприятия включали в себя «разъяснительно-пропагандистские кампании», которые могли подразумевать протесты, демонстрации, иски и/или участие в судебных разбирательствах против лиц или компаний, дискриминировавших или обманывающих других», волонтерскую деятельность в офисе НАСА, участие в «комитете по равноправному предоставлению займов» или помощь «другим участникам с покупкой домов»<sup>41</sup>. Условия НАСА привлекали заемщиков с очень низкими кредитными рейтингами: 65% домовладельцев из НАСА имели кредитный рейтинг ниже 620 (что делало их высокорисковыми заемщиками), и почти 50% имели кредитный рейтинг ниже 580 (очень высокий риск)<sup>42</sup>.

Исследователи потратили немало чернил на анализ последствий кредитных схем в рамках Закона о местных реинвестициях для объемов и рисков банковского кредитования. Факты говорят о том, что, если бы не Закон о местных реинвестициях, банки выдавали бы меньше кредитов, и они были бы менее рискованными. Исследование, проведенное в 2012 году Сумитом Агарвалом, Эф-

---

40. НАСА (дата не указана).

41. НАСА (дата не указана).

42. Marks (дата не указана).

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

раимом Бенмелехом и Амитом Серу (Sumit Agarwal, Efraim Benmelech, Amit Seru), сравнивает портфели банков в шести кварталах до оценки в рамках Закона о местных реинвестициях с портфелями других банков, которые не проходили оценку. Они приходят к выводу, что предстоящая проверка в рамках Закона о местных реинвестициях заставляла банки увеличить кредитование на 5% и повышала риск дефолта по ипотечным кредитам этих банков более чем на 15 процентных пунктов<sup>43</sup>. Этот подход дает нижнюю оценку роста объемов кредитования и уровней риска дефолта в связи с Законом о местных реинвестициях.

Еще один подход к измерению влияния соблюдения Закона о местных реинвестициях — это исследовать увеличение уровня обязательств по закону в этот период. Такой подход выбрал Эдвард Пинто, который консервативно исходит из того, что Закон о местных реинвестициях не носил обязательного характера в отношении банковского кредитования, пока его не стала продвигать администрация Клинтона. В рамках этого предположения Пинто приходит к выводу, что к 2008 году банки взяли на себя кредитные обязательства на сумму 2,78 трлн долларов по Закону о местных реинвестициях, которые они при иных обстоятельствах не взя-

---

43. В работе Agarwal et al. (2012) так резюмируются эти результаты:

Мы приходим к выводу, что соблюдение закона увеличивает кредитные риски банков: в течение шести кварталов до проверки в рамках Закона о местных реинвестициях кредитование увеличивалось примерно на 5%, и дефолты по этим кредитам случались примерно на 15% чаще... Отметим, что наши оценки не предполагают полной оценки влияния Закона о местных реинвестициях. Это связано с тем, что мы оцениваем эффект проверок в рамках закона относительно базы банков, которые не проходили этой проверки. Поскольку изменение кредитного поведения предполагает издержки на адаптацию, этот базовый уровень кредитного поведения сам по себе может быть смещен в сторону приспособления к соблюдению Закона о местных реинвестициях. Поскольку наша эмпирическая стратегия не учитывает эффект базы, наши оценки проверок в рамках Закона о местных реинвестициях представляют собой нижнюю границу фактического влияния этого закона. Если издержки адаптации при изменении кредитного поведения велики и банки не могут легко сместить свой кредитный портфель в сторону большего соответствия Закона о местных реинвестициях, полное влияние Закона может быть потенциально гораздо более сильным, чем это предполагают оценки изменения кредитного поведения перед проверкой в рамках Закона.

ли бы<sup>44</sup>. Короче говоря, как бы ни измерялось это влияние, попытки банков продемонстрировать соблюдение Закона о местных реинвестициях оказали сильное влияние на объемы и риски кредитования.

Соглашения, заключенные в рамках Закона о местных реинвестициях стали решающим фактором в деятельности многих групп активистов. Рассуждая об имеющихся в его распоряжении 220 млн долларов банковских ипотечных денег, Том Каллахан, исполнительный директор Massachusetts Affordable Housing Alliance, сказал: «Закон о местных реинвестициях — это основа всей нашей деятельности»<sup>45</sup>. Сделки в рамках Закона о местных реинвестициях также имели важные последствия для структуры банковской отрасли и ее политических альянсов. Они не только побуждали активистов не блокировать слияния, как это ни парадоксально, как минимум, они превратили группы активистов в молчаливых сторонников тренда, против которого они должны были бы возражать, — появления мегабанков, которые ослабили конкуренцию. Мы бы хотели подчеркнуть этот момент: предоставление субсидированного кредита группам активистов, которым они делились со своими участниками, требовало источника ренты от банков. Как мы уже сказали раньше, бесплатный сыр бывает только в мышеловке: управляемые кредитные соглашения между банками и группами активистов обязательно предполагали перекрестное субсидирование. Кто-то должен был обеспечивать эту ренту либо через более высокую процентную маржу по кредитам, либо через косвенную правительственную защиту банков в форме «слишком большой, чтобы обанкротиться».

Оглядываясь назад, можно сказать, что поддержка группами активистов крупных слияний особенно иронична, учитывая, что произошло со многими объединившимися банками. Объединение Washington Mutual с Home Savings of America в 1999 году — наглядный тому пример. Это слияние позволило WaMu стать самым крупным в стране сберегательным институтом, шестым по величине банком и крупнейшим продавцом ипотеч-

---

44. Pinto (2011), 15.

45. Husock (2000).

НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

ных кредитов Fannie Mae. В результате этого слияния было заключено соглашение в рамках Закона о местных реинвестициях на сумму 120 млрд долларов с Greenlining Institute, California Reinvestment Coalition и Washington Reinvestment Alliance. В презентации для Florida Minority Community Reinvestment Coalition в ноябре 2003 года активист Greenlining Institute описал соглашение Washington Mutual с этими группами как пример «передовой практики»<sup>46</sup>. Условия включали обещание WaMu предоставить 120 млрд долларов в течение десяти лет в рамках различных программ кредитования и развития сообщества, включая и кредиты заемщикам с низким уровнем доходов с низкими первоначальными взносами. Кроме того, WaMu пообещал предоставить благотворительные средства на сумму, равную не менее 2% ее доходов до вычета налогов. Значок «передовой практики» особенно ироничен в случае с WaMu, поскольку он стал одним из американских банков с самым худшим управлением и одним из самых крупных и первых банков, которые обанкротились во время кризиса субстандартного кредитования в 2007–2009 годах. Его стремление найти способ выдать ипотечный кредит практически любому заявителю привлекло к нему внимание Постоянного подкомитета сената США по расследованиям, в чьем отчете по деятельности WaMu в 2011 году употреблялись такие прилагательные, как «некачественный», «мошеннический» и «проблемный» (“shoddy,” “fraudulent,” “problem plagued”)<sup>47</sup>.

---

46. Florida Minority Community Reinvestment Coalition (2003).

47. Детальное расследование подкомитетом деятельности WaMu, возможно, лучше всего резюмируют первые страницы отчета (United States Senate [2011], 2–3):

В данном исследовании основное влияние уделяется тому, как стремление одного банка к росту и увеличению прибыли привело к выдаче и секьюритизации высокорисковых многомиллиардных низкокачественных кредитов под залог жилья, которое в конечном итоге резко упало в цене, нанеся ущерб инвесторам, банку и американской финансовой системе. Сам WaMu позиционировал себя как благоразумного кредитора, но в реальности банк все больше и больше увлекался высокорисковыми кредитами. За четыре года эти высокорисковые кредиты выросли с 19% от общего объема кредитов WaMu в 2003 году до 55% в 2006 году, в то время как ее менее рискованные кредиты с фиксированными процентными ставками упали с 64 до 25% от общего объема ее кредитов.



## Бесплатный сыр только в мышеловке — расцвет государственных ипотечных агентств

Кажущаяся маловероятной коалиция мегабанков и общественных организаций вскоре привлекла дополнительных партнеров: управляющих и акционеров Fannie Mae и Freddie Mac. Сложившаяся в результате коалиция оказалась достаточно прочной, поскольку в нее вошли влиятельные политики как из Республиканской, так и из Демократической партии.

Ей также удалось создать ситуацию, в результате которой стандарты оценки заемщиков в Fannie и Freddie, а значит, и во всей ипотечной индустрии были смягчены, и триллионы долларов ипотечных кредитов были выданы заемщикам с высокой вероятностью дефолта.

Когда конгресс впервые учредил агентства, которые стали жилищными государственными ипотечными агентствами, он не ставил перед собой задачу создавать привилегированные, беспрецедентно доходные, субсидируемые налогоплательщиками частные фирмы, у которых были мощные политические стимулы ослабить стандарты оценки платежеспособности заемщика на внутреннем ипотечном рынке. По сути, первые государственные целевые банки были учреждены даже не для того, чтобы выдавать ипотечные кредиты: они были частью уже предыдущей банковской договоренности, и их субсидии были предназначены для аграрных популистов. В 1916 году конгресс создал систему 12 федеральных земельных банков, чьей задачей была выдача ипотечных кредитов фермерам. Конгресс оставил рынок жилищных ипотечных кредитов коммерческим банкам, сберегательным ассоциациям и страховым компаниям. Эти кредиторы обычно использовали исключительно консервативные кредитные стандарты, которые были призваны снизить вероятность дефолта. Ипотечные кредиты обычно выдавались на пять лет, имели залоговый коэффициент в районе 50%, плавающие ставки, а основная часть долга выплачивалась по истечении срока действия

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

кредита<sup>48</sup>. Однако даже благодаря этим благоразумным стандартам не удалось избежать масштабных дефолтов во время Великой депрессии.

В результате администрации Рузвельта пришлось вмешаться и помочь рынку ипотечных жилищных кредитов: основываясь на опыте федеральных земельных банков, создать множество кредитных кооперативов и специализированных государственных банков с самыми разными названиями. Организация этих институтов стала продолжением усилий администрации Гувера в 1932 году, в результате которых были созданы федеральные банки жилищного кредита, правительственные кредитные кооперативы, которые финансировались банками-участниками (коммерческими банками, сберегательными ассоциациями и кредитными союзами). Федеральные банки жилищного кредита получали на рынке кредиты на условиях, отражавших их особый статус, и выдавали «авансы» своим собственным институтам-участникам, чтобы фонтировать их ипотечные кредиты. В 1933 году правительство Рузвельта учредило Кредитно-ссудную корпорацию домовладельцев (Home Owners' Loan Corporation (HOLC)) — правительственный целевой банк, который выкупал ипотечные кредиты, по которым был объявлен дефолт. Предполагалось, что HOLC просуществует недолго, и так и оказалось: к 1935 году она прекратила покупать проблемные ипотечные кредиты и начала продавать те, которые уже купила. В 1934 году правительство выдало лицензию Федеральной администрации по жилищному строительству (FHA) — правительственной организации, которая гарантировала погашение ипотечных кредитов в обмен на небольшую комиссию. Это был важный шаг: у банков теперь были стимулы выдавать ипотечные кредиты на более долгий срок, по более низким процентным ставкам и с более высоким залоговым коэффициентом, поскольку риск дефолта несло правительство<sup>49</sup>.

---

48. Rajan (2010), 32. Более подробную историю американского ипотечного рынка см. в работе Fishback, Snowden, and White (планируется к публикации) и Rose and Snowden (2012).

49. Хотя вмешательства правительства в жилищную политику внесли большой вклад в стимулирование появления долгосрочных амортизационных ипотечных кредитов в Соединенных Штатах, такие ипотечные креди-

В 1938 году правительство Рузвельта выдало лицензию агентству Fannie Mae, которое было призвано выкупать гарантированные Федеральной администрацией по жилищному строительству ипотечные кредиты у банков и сберегательных ассоциаций, увеличивая, таким образом, предоставление ипотечных кредитов. Поскольку Вторая мировая война подходила к концу, Закон о правах военнослужащих (GI Bill) от 1944 года превратил Управление по делам ветеранов (Veterans Administration) в специализированный банк: была создана кредитная программа для ветеранов в качестве временной послевоенной адаптационной программы, чтобы помочь возвращающимся солдатам покупать дома. Вскоре она превратилась в постоянный источник жилищных субсидий для бывших военнослужащих<sup>50</sup>.

Эти целевые правительственные банки были созданы, чтобы служить достойным целям, однако бесплатный сыр бывает только в мышеловке. Когда определенные классы кредитов пользуются льготами, это неизбежно налагает издержки на бизнес и домохозяйства в той или иной степени. Если правительственный банк выдает кредит, который частный кредитор бы не выдал, или если он соглашается выкупить кредит, выданный

---

ты были изобретены кредитно-строительными обществами несколько десятилетий назад, а их популярность выросла в 1910-х и 1920-х годах. Например, Роуз и Сноуден (Rose and Snowden (2012)) демонстрируют, что шоки Депрессии, а не только вмешательства в жилищную политику в рамках Нового курса способствовали стимулированию использования долгосрочных амортизационных ипотечных кредитов.

50. Федеральная налоговая политика также обеспечивает жилищные субсидии домовладельцам и съемщикам с низким уровнем доходов. Во-первых, есть налоговые субсидии на жилье экономического класса для населения с низким уровнем доходов — на новое или отремонтированное арендное жилье, когда рента ограничивается в зависимости от доходов съемщика. Во-вторых, есть льготы по федеральным налогам для некоторых штатов, которые выпускают долговые обязательства для финансирования жилищных проектов. В-третьих, платежи по процентам и по погашению основной части долга, а также налоги на имущество в полном размере вычитаются из налоговой базы. Более подробный обзор всех федеральных интервенций в жилищную сферу можно найти в работе Jaffee and Quigley (2009, 2011). По оценке авторов Jaffee and Quigley (2007, 2009), на налоговые субсидии на жилье экономического класса пришлось всего 5,8 млрд долларов упущенных доходов в 2007 году, а облигации с налоговыми льготами стоили федеральным доходам всего 1,9 млрд долларов. А вот вычеты по ипотечным платежам домовладельцев и налогам на прибыль обошлись в 117,4 млрд долларов.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

частным кредитором, это предполагает, что заемщик получает субсидию: налогоплательщики покрывают разницу между суммой, которую заемщик заплатил бы за такой кредит на открытом рынке, и суммой, которую заемщик платит за такой кредит, если он получен от правительства. Как бы там ни было, правительственный банк должен заимствовать деньги, чтобы выдать кредит, и ответственность по этим долгам несут налогоплательщики. Если правительственный банк гарантирует кредит, выданный частным банком, это предполагает выдачу им субсидии банку и заемщику: налогоплательщики покроют стоимость спасения банка, если заемщик не может или не хочет погасить кредит, а банк может брать с заемщика более низкие процентные ставки, поскольку правительственная гарантия снижает риск дефолта до нуля.

Возможно, сыр выглядел и не совсем бесплатным, но поскольку частично за него платили налогоплательщики, у заемщиков был стимул урвать кусок побольше. Размер субсидии по процентной ставке, полученной заемщиком, напрямую зависел от размера кредита: чем больше население могло брать в кредит по привлекательной процентной ставке, тем более значительной была субсидия. Таким образом, заемщики, которые старались получить более значительную косвенную субсидию от правительства, имели сильные стимулы максимизировать показатели отношений суммы кредита к залому и доходу заемщика<sup>51</sup>. В результате эти специализированные правительственные банки не просто создавали субсидии: они стимулировали заемщиков увеличивать долговую нагрузку сильнее, чем можно было бы ее увеличить при других обстоятельствах<sup>52</sup>.

---

51. Например, если потенциальный ипотечный заемщик без правительственных интервенций должен был заплатить, скажем, 8% по ипотечному кредиту с залоговым коэффициентом 97%, но мог взять эту сумму в кредит под 5% при наличии правительственных субсидий, это предполагает, что годовая субсидия бы составила почти 3% от стоимости жилья заемщика.

52. Но есть и другие способы стимулировать население покупать жилье, которые являются менее губительными для экономики. Например, в Австралии покупатели своего первого жилья получают правительственную субсидию по первому взносу. Австралийская программа жилищных субсидий, таким образом, помогает тем, кто покупает свое первое жилье, получить кредит, снижая их залоговый коэффициент, — полная противоположность американской системе.

К 1960-м годам обязательства правительственных целевых банков существенно увеличились, а стоимость их косвенных субсидий начала неблагоприятно сказываться на других правительственных задачах, в частности, на одновременном ведении войны во Вьетнаме и войны с бедностью. Поэтому правительство решило отделить часть Fannie Mae, позволив ей выпустить акции и стать частным ипотечным агентством с правительственным участием — корпорацией с частными акционерами и управляющими, которые оперировали огромными косвенными государственными субсидиями, в частности, косвенной правительственной гарантией по своим долгам. Fannie также была освобождена от локальных налогов на прибыль и налогов штата, и на нее не распространялся федеральный закон о банкротстве; также она имела кредитную линию в министерстве финансов. С точки зрения частного инвестора, таким образом, Fannie была полностью защищена американским правительством — и поэтому могла заимствовать примерно по такой же ставке, что и правительство. Кроме того, ценные бумаги Fannie не надо было регистрировать в Комиссии по ценным бумагам и биржам: они считались правительственными ценными бумагами согласно Закону о ценных бумагах и биржах (Securities and Exchange Act) от 1934 года и поэтому могли использоваться как залог по долгам перед федеральным правительством. Эти характеристики давали Fannie неоспоримые преимущества перед конкурентами — полностью частными фирмами. В обмен на эти преимущества Fannie Mae должна была поддерживать политически обусловленные правительственные задачи в сфере жилищной политики. По сути, превращение Fannie в государственное ипотечное агентство сняло стоимость субсидий ей с правительственного баланса. Тем не менее косвенная субсидия — и условное обязательство — сохранились.

Когда Fannie Mae была приватизирована в 1968 году и разделена на две части, одна из новых организаций, которая осталась правительственным агентством под названием «Национальная ассоциация по кредитованию жилищного строительства» (Government National Mortgage Association или Ginnie Mae), секьюритизировала

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

ипотечные кредиты, которые имели гарантии от правительственных организаций типа Федеральной администрации по жилищному строительству или Управления по делам ветеранов; другая (которая сохранила название Fannie Mae) превратилась в государственное ипотечное агентство, ей было поручено выкупать и секьюритизировать кредиты, не имея преимуществ (прямых) правительственных гарантий. В 1971 году правительство создало еще одно ипотечное агентство жилищных финансов — Федеральную корпорацию жилищного ипотечного кредита (Federal Home Loan Mortgage Corporation, известную как Freddie Mac), которая призвана была составить конкуренцию Fannie Mae. Изначально акции Freddie Mac принадлежали кооперативу федеральных банков жилищного кредита и их банкам-участникам, однако в 1989 году Freddie Mac стала государственным ипотечным агентством, как и Fannie Mae, и обладала теми же особыми привилегиями.

Создание Fannie Mae и Freddie Mac в форме частных компаний с социальными обязанностями имело смысл с точки зрения вашингтонских политиков, которые хотели продолжать субсидировать жилищное финансирование, скрывая стоимость такого финансирования, однако необычная структура этих двух ипотечных агентств создала порочные стимулы для их управляющих. Они должны были максимизировать прибыль для своих акционеров и с этой целью могли выкупать и секьюритизировать кредиты, выданные любым частным заемщиком, вне зависимости от того, был ли такой кредит гарантирован Федеральной администрацией по жилищному строительству или Управлением по делам ветеранов при условии, что он не превышал пороговых значений, установленных правительством. Однако в то же самое время их налоговые льготы и скрытые правительственные гарантии их обязательств давали правительству право влиять на деятельность этих ипотечных агентств. Таким образом, Fannie и Freddie должны были выполнять кредитные задачи, поставленные перед ними конгрессом, — и эти задачи, как потом оказалось, должны были значительно увеличить долю домовладельцев, сделав жилье доступным для избирателей, которые в противном случае не смогли бы получить кредит.

## Бойтесь своих желаний

Политическая важность этих ипотечных агентств — Fannie Mae, Freddie Mac и федеральных банков жилищного кредита — существенно возросла после коллапса ссудо-сберегательной индустрии в 1980-х годах. Льготная выдача лицензий и благосклонное регулирование этих сберегательных ассоциаций были одними из основных инструментов правительственного субсидирования ипотечных финансов в конце 1980-х годов. После многих лет, в течение которых регламентированный учет в ссудо-сберегательных ассоциациях помогал им скрывать убытки, чтобы избежать массовой неплатежеспособности, администрация президента Джорджа Буша-старшего начала настаивать на признании убытков неплатежеспособных и недокапитализированных сберегательных учреждений. Это решение спровоцировало закрытие большинства предприятий отрасли в рамках новых требований Закона о реформе финансовых учреждений и восстановлении их деятельности (Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act (FIRREA)) от 1989 года. Майкл Боскин, который был председателем Совета экономических консультантов при Буше, захотел пойти еще дальше и предложил также реформировать и государственные ипотечные агентства. Однако эта реформа была неосуществимой с политической точки зрения, особенно учитывая предстоящее закрытие многих сберегательных учреждений; Fannie и Freddie были как никогда нужны для субсидирования ипотечных кредитов. Как сказал Боскин:

В ходе переговоров по Закону о реформе финансовых учреждений у нас было несколько встреч с лидерами обеих партий в палате представителей и в сенате. На одной из встреч в Кабинете я предложил заняться не только ссудо-сберегательными ассоциациями, но и другими аналогичными предприятиями, в которых правительство, то есть налогоплательщики, было обречено на убытки, в то время как частные инвесторы зарабатывали прибыль, например, государственными ипотечными агентствами, обладающими (скрытыми) правительственными гарантиями, что позволяло им заимствовать по субсидированным ставкам. Вскоре мне стало ясно, что любая попытка ограничить государственные ипотечные агентства расстроила бы планы по чистке ссудо-сбере-

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

гательной индустрии, которая была более насущной проблемой. Еще хуже, что вскоре конгресс вновь начал расширять сферу компетенций государственных ипотечных агентств<sup>53</sup>.

Не случайно, что в 1989 году появились правительственные мандаты, требующие от другой группы спонсируемых правительством ипотечных агентств — двенадцати федеральных банков жилищного кредита — начать специальную программу по поддержке обеспечения населения жильем экономкласса. Начиная с 1989 года кооператив банков жилищного кредита должен был отчислять 10% своей чистой прибыли на поддержку жилищных программ для населения с низкими и невысокими доходами.

Хотя Fannie, Freddie и федеральные банки жилищного кредита выросли в результате коллапса сберегательной отрасли в конце 1980-х годов, они продолжали направлять свои ипотечные субсидии на стандартные ипотечные кредиты в сегменте домовладельцев со средним уровнем доходов. Фактически, согласно исследованиям Департамента жилищного строительства и городского развития США (HUD) и Совета управляющих ФРС, Fannie Mae и Freddie Mac старались не принимать на себя высоких рисков дефолта, связанных с высокорисковыми заемщиками, требуя от них либо более высоких первоначальных взносов, либо приобретения личной ипотечной страховки<sup>54</sup>. Таким образом, аналитики, выражающие беспокойство в отношении Fannie и Freddie в середине 1990-х годов, преимущественно думали о риске убытков, связанных с возможным досрочным погашением ипотечных кредитов домовладельцев, которые стремились рефинансировать кредит по более низкой процентной ставке<sup>55</sup>.

---

53. Майкл Боскин, личная встреча, 21 июня 2012 года.

54. См. Canner, Passmore, and Surette (1996) и Bunce and Sheessele (1996). Политическое давление на Fannie и Freddie с целью заставить их больше кредитовать рискованных заемщиков, имело глубокие корни. В 1978 году секретарь Департамента жилищного строительства и городского развития Патрисия Робертс Харрис попыталась навязать государственным ипотечным агентствам требования на кредитование заемщиков с низким и невысоким уровнем доходов, но получила отказ из-за «последовавшей политической свистопляски» (Weicher [2001], 125).

55. Canner, Passmore, and Surette (1996); Calomiris (2001). Риск досрочного погашения предполагает вероятность, что ипотечный кредит может быть погашен (либо за счет рефинансирования, либо за счет продажи дома)



Многие экономисты жаловались, что Fannie и Freddie использовали значительный объем ресурсов налогоплательщиков (поскольку их обязательства фактически гарантировало правительство), не предоставляя соизмеримого объема общественных благ. Почему, удивлялись критики, при существовании программ Федеральной администрации по жилищному строительству, Управления по делам ветеранов и *Ginnie Mae* — которые были заложены в федеральном бюджете — надо было еще использовать дополнительные внебюджетные субсидии, которые не полностью поддавались правительственному контролю и отчетности? Если уж на то пошло, говорили критики, банки тоже могут покупать и секьюритизировать ипотечные кредиты.

Однако банки были вытеснены с рынка владения и секьюритизации ипотечных кредитов этими двумя привилегированными гигантами из-за преимуществ, которыми наделило их правительство. Те же самые критики указывали на то, что необычная структура Fannie и Freddie стимулировала избыточное принятие рисков за счет населения: косвенная гарантия правительства по их долгам, практически без какого-либо регуляторного надзора или контроля, означала, что их управляющие имели мощные стимулы отдавать заемные деньги в кредит, имея небольшой объем акционерного капитала. Конгресс создал орган регулирования для установления капитальных стандартов и других правил для Fannie Mae и Freddie Mac только в 1992 году, и даже тогда у этого органа были очень ограниченные правоприменительные полномочия. Fannie и Freddie стали невероятно прибыльными, защищенными государством предприятиями с высокой долговой нагрузкой, при этом практически не регулируемые, и очень стремительно становились доминантными на ипотечном рынке. В 1990 году на эти две организации приходилась приблизительно четвертая часть ипотечных кре-

---

в момент падения процентных ставок. Такой исход может привести к проблемам для государственных ипотечных агентств, которые обещали сделать большие купонные выплаты по своему долгу, но потеряли высокодоходные ипотечные кредиты, при помощи которых они обслуживали свою задолженность.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

дитов на частные дома, а к 2003 году их доля выросла до половины<sup>56</sup>.

Критика привилегий, предоставленных Fannie и Freddie, стала особенно громкой к началу 1990-х. Среди многочисленных призывов к реформированию звучали предложения повысить минимальные требования по показателю собственного капитала для государственных ипотечных агентств, ограничить их рост, аннулировать их связи с правительством или вообще их отменить<sup>57</sup>.

Есть старинная поговорка, которая звучит как «Бойтесь своих желаний, они могут исполниться», и ответ конгресса на атаки в отношении Fannie и Freddie доказывает ее мудрость. Конгрессмены не занимаются поддержкой общественных интересов: они занимаются своими перевыборами, и те, у которых было много городских избирателей, знали о том, как важен голос избирателей с низким уровнем доходов в достижении этой цели. То есть примерно в тот момент, когда крупные банки и общественные организации создавали свои собственные специальные соглашения, общественные организации использовали свой растущий авторитет в конгрессе, чтобы оказать давление на Fannie и Freddie. Они утверждали, что, если Fannie и Freddie не покажут пример в ослаблении стандартов оценки платежеспособности заемщиков, объем кредитов, который можно будет мобилизовать от банков через соглашения в рамках Закона о местных reinvestициях, будет незначительным.

Так, в 1991 году сенатор от Иллинойса Алан Диксон организовал слушания подкомитета сената и пригласил представителей ACORN и других общественных организаций, чтобы доказать, что они с воодушевлением применяли стандарты оценки платежеспособности заемщика, используемые Fannie и Freddie<sup>58</sup>. В своем выступлении перед подкомитетом директор ACORN Housing представил явную связь между способностью банков продавать свои кредиты государственным ипотечным агентствам и готовностью этих банков участво-

---

56. Jaffee (2010), 1; Pinto (2011), 56.

57. Wallison (2001).

58. Pinto (2011), 40; Fishbein (2003), 112–113. Стенограмму заседания можно найти в United States Senate (1991).

вать в партнерстве с ACORN в рамках Закона о местных реинвестициях: «Многие кредиторы, с которыми мы сейчас работаем, имеющие многомиллионные портфели кредитов в рамках Закона о местных реинвестициях, предупредили нас, что, возможно, они вскоре не смогут выдавать столько кредитов, если им не удастся продать уже имеющиеся Fannie Mae или Freddie Mac»<sup>59</sup>. Он также отметил, что «по наблюдениям ACORN, критерии оценки платежеспособности заемщика, применяемые Fannie Mae и Freddie Mac, были разработаны не для всего ипотечного рынка, который включает и домовладельцев с низкими и невысокими доходами, а для среднего класса и в большей степени для пригородного ипотечного рынка. В результате наша фирма считает, что стандарты оценки платежеспособности заемщика, которые диктует вторичный ипотечный рынок, говорят как минимум о дискриминации по доходам, а возможно, если уж на то пошло, и расовой дискриминации»<sup>60</sup>.

Результат оказался прямо противоположным тому, на что надеялись критики Fannie и Freddie: вместо того чтобы отменить косвенную гарантию по долгам Fannie и Freddie, конгресс заявил, что их финансируемые налогоплательщиками субсидии должны частично идти американцам с низкими доходами. Таким образом, конгресс произвел значительные изменения в правилах функционирования Fannie и Freddie, наделив их существенными новыми обязанностями стимулировать покупку жилья американцами с низким уровнем доходов и жителями гетто. Эти изменения нашли свое отражение в Законе о финансовой безопасности и надежности финансовых жилищных организаций (который обычно называют Законом о государственных ипотечных агентствах), который был подписан президентом Бушем как раз перед выборами 1992 года. Этот закон, кроме всего прочего, требовал от Департамента жилищного строительства и городского развития разрабатывать для Fannie and Freddie задачи по обеспечению населения доступным жильем. В 1993 году Департамент требовал от государственных ипотечных агентств, в качестве

---

59. United States Senate (1991), 95.

60. Ibid., 93-94.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

Процент выкупленных кредитов



РИС. 7.3. Распоряжения Департамента жилищного строительства на выкуп кредитов для Fannie и Freddie, 1992–2008 гг.

Источник: Pinto (2011), 76, 87, 104, 105.

Примечание: Фактические покупки кредитов Fannie и Freddie соответствовали этим целям.

промежуточной меры, выдавать 30% от общего объема их кредитов заемщикам с низкими и невысокими доходами. Департамент также установил категорию заемщиков с «низкими и очень низкими доходами», определив промежуточный уровень для этих «специальных доступных» кредитов на отметке 1% от всех выдаваемых Fannie и Freddie кредитов. Как показывает рис. 7.3, оба промежуточных лимита вскоре были достаточно существенно повышены<sup>61</sup>.

Авторы Закона о государственных ипотечных агентствах понимали, что целью этих мандатов было заставить Fannie и Freddie ослабить свои стандарты оценки платежеспособности заемщика и тем самым вынудить частные банки выдавать кредиты городским заемщикам с низким уровнем доходов. Эта стратегия была пояснена в отчете Департамента жилищного строительства и городского развития за 1991 год: «Рыночное влияние Fannie Mae и Freddie Mac далеко не ограничивается количеством кредитов, которые они покупают или секью-

61. Pinto (2011), 54.

ритизируют; их стандарты оценки кредитоспособности заемщика для стандартных кредитов являются общепринятыми и считаются практически национальными стандартами для значительной части ипотечных кредитов»<sup>62</sup>.

Конгресс, таким образом, потребовал, чтобы Fannie и Freddie подумали над выкупом ипотечных кредитов с первоначальным взносом в 5% или меньше и одобряли заявки заемщиков, имевших нарушения в выплатах. Также важно отметить, что он потребовал от Fannie и Freddie «помогать банкам соблюдать обязательства по Закону о местных реинвестициях»<sup>63</sup>. Как отметил Эдвард Пинто, когда конгресс сказал Fannie и Freddie покупать ипотечные кредиты с первоначальным взносом в 5%, это был большой шаг вперед: в 1992 году стандартные ипотечные кредиты с первоначальным взносом в 5% выдавались только в рамках программ, гарантированных Федеральной администрацией по жилищному строительству или Управлением по делам ветеранов<sup>64</sup>. По сути, поскольку Fannie и Freddie выкупали примерно один из каждых четырех выданных ипотечных кредитов, их просили привести частные банки в сегмент рынка, которого они всегда избегали именно из-за его высоких рисков.

Принуждение Fannie и Freddie покупать рискованные ипотечные кредиты, выданные отдельным категориям заемщиков, которые уже имели высокую долговую нагрузку, оказало огромное влияние на ипотечный рынок. В 1994 году Fannie и Freddie начали покупать кредиты с первоначальным взносом всего в 3%. Слабые стандарты оценки платежеспособности заемщика не являются исключительной привилегией: все, включая и большие массы американского среднего класса, могли воспользоваться этими нестрогими стандартами кредитования — и многие это сделали. В результате количество таких кредитов стремительно выросло: как показывает рис. 7.4, в 1990 году только 1 из 200 ипотечных

---

62. Advisory Commission on Regulatory Barriers to Affordable Housing (1991), chapter 5, p. 3.

63. Цитата из Pinto (2011), 55.

64. Pinto (2011), 55.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

Процент

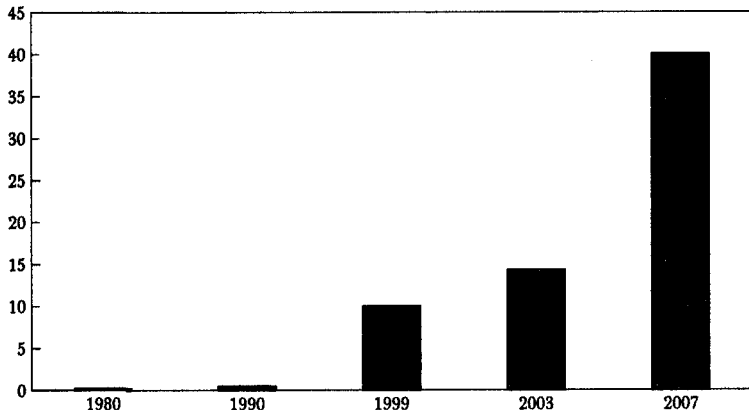


РИС. 7.4. Процент покупки домов в США с первоначальный взносом в 3% или менее, 1980–2007 гг.

Источник: Pinto (2011), 24–25.

кредитов имел такой высокий залоговый коэффициент, к 1999 — 1 из 10, к 2007 году — 2 из 5 ипотечных кредитов имели первоначальный взнос в 3% или еще ниже<sup>65</sup>.

Управляющих и акционеров Fannie и Freddie просили взвалить на себя новый груз, но они не были бессильными пассивными наблюдателями. Они видели, что во время переговоров по поводу Закона о государственных ипотечных агентствах от 1992 года их теснили группы активистов и их союзники в конгрессе. Поэтому они сделали лучшее, что могли: они примкнули к победителям, чтобы сформировать законодательство так, как это было нужно им. Как описывает Рагхурам Раджан, Fannie и Freddie использовали принятие Закона о местных реинвестициях, чтобы обеспечить себе разрешение «иметь меньше капитала, чем другие регулируемые финансовые институты, и чтобы их новый регулятор, ведомство внутри Департамента жилищного строительства и городского развития, у которого не было никакого опыта регулирования в сфере финансовых услуг, был подвержен секвестру. Это означало, что, если бы регулятор действи-

65. Pinto (2011), 25. Имеется в виду, что если собственный взнос мал, то соотношение суммы кредита к стоимости приобретаемого жилья становится большим, тем самым увеличивая риск дефолта. — Прим. научн. ред.

тельно начал ограничивать агентства [Fannie and Freddie], друзья агентств в конгрессе могли бы сократить его бюджет»<sup>66</sup>. Fannie и Freddie потратили свыше 200 млн долларов, чтобы убедить конгресс не применять к ним более строгого контроля<sup>67</sup>. Короче говоря, они согласились выполнять требования конгресса при условии, что они могли занимать деньги — то есть налогоплательщики гарантировали бы их долги, — чтобы фонтировать рискованные займы, которые от них требовали выдавать. Управляющие и акционеры Fannie и Freddie неплохо нажились на этой новой сделке, по крайней мере, в первое время. Например, только в 2003 году Фрэнклин Рейнс, гендиректор Fannie Mae, получил вознаграждение в размере 20 млн долларов.

### Клинтон и третий путь, возвращение

Победа Билла Клинтона над Джорджем Бушем на президентских выборах 1992 года укрепила коалицию крупных банков, групп активистов, Fannie и Freddie и влиятельных политиков-союзников. При администрации Клинтона Департамент жилищного строительства стабильно увеличивал задания Fannie и Freddie по выдаче кредитов населению с низким уровнем доходов, это показано на рис. 7.3. На 1995 год (применимо и для 1996 года) поставленные Департаментом целевые показатели для государственных ипотечных агентств по кредитам населению с низкими и невысокими доходами были повышены с 30 до 40%. Целевой показатель по «специальным доступным» кредитам (для населения с очень низким уровнем доходов) был повышен с 1 до 12%. В то же самое время Департамент ввел еще одну категорию целевого кредитования — для округов с недостаточным обеспечением кредитными услугами, на них должен был приходиться 21% всех кредитов. Это были частично совпадающие категории, но если рассматривать их как группу, они предполагают, что в 1996 году свыше половины выкупленных Fannie

---

66. Rajan (2010), 35. Также см. Hagerty (2012), 85–95.

67. Acharya et al. (2011), 32.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

и Freddie кредитов, скорее всего, принадлежало к целевым кредитам. Администрация Клинтона впоследствии увеличила все эти лимиты целевых кредитов. Накануне ухода со своего поста секретарь Департамента жилищного строительства и городского развития в правительстве Клинтона добилась увеличения мандата на кредитование населения с низкими и невысокими доходами до 50% от всех кредитов Fannie и Freddie, для специальных доступных кредитов — до 20%, для округов с недостаточным обеспечением кредитами — до 31%. Напомним, что это были частично совпадающие категории, но если рассматривать их как группу, они предполагают, что в 2001 году два из каждых трех выкупленных Fannie и Freddie кредитов, скорее всего, принадлежало к обязательным категориям<sup>68</sup>.

Устанавливая эти квоты, администрация Клинтона вполне сознавала, что Fannie и Freddie придется применять гораздо менее осторожные требования к заемщикам. Как выразился Генри Сиснерос, министр жилищного строительства, описывая Национальную жилищную стратегию (National Homeownership Strategy) 1994 года: «Для многих потенциальных покупателей жилья отсутствие денег для внесения первоначального взноса и оплаты ипотечных затрат является серьезным препятствием в покупке дома. У других домохозяйств не хватает доходов для внесения ежемесячных платежей по ипотечным кредитам, финансируемым по рыночным процентным ставкам и имеющим стандартные кредитные условия. Финансовые стратегии, возможные за счет изобретательности и ресурсов частного и государственного секторов, должны помочь преодолеть оба этих барьера для покупки жилья»<sup>69</sup>. Если перевести это на простой язык, он говорил о том, что Департамент жилищного строительства собирался ослабить стандарты оценки платежеспособности заемщиков.

Эндрю Куомо заменил Генри Сиснероса на посту министра жилищного строительства в 1997 году и сохранял этот пост до прихода президента Джорджа Буша-младшего, поддерживая, как и Сиснерос, ослабление стан-

68. Pinto (2011), 76, 87, 104, 105; Hagerty (2012), 112.

69. Цитата из Rajan (2010), 36. Также см. DeHaven (2009).



дартов оценки<sup>70</sup>. Как сформулировано в недавнем обзоре деятельности Департамента жилищного строительства и городского развития за последние 30 лет:

Как и в случае с Сиснеросом, основным политическим наследием Куомо было продвижение субсидий для увеличения покупки жилья и ослабление защиты от избыточных ипотечных рисков. Например, Куомо удалось убедить конгресс поднять потолок по ипотечным кредитам, застрахованным Федеральной администрацией по жилищному строительству, и снизить требования к первоначальному взносу... Куомо также поддерживал усилия стимулирования продавцов жилья перечислять деньги некоммерческим организациям, чтобы помочь покупателям оплатить первый взнос и ипотечные издержки... Куомо представлял свою деятельность как помощь в покупке домов меньшинствам, но он также был заинтересован и угодить чиновникам ипотечной отрасли, которые позднее будут финансировать его губернаторскую кампанию... Под руководством Куомо Департамент заставлял Fannie и Freddie покупать больше высокорисковых кредитов, которые выдавались все менее кредитоспособным заемщикам... Куомо давил на компании, поручив Департаменту провести публичное «расследование» того, достаточно ли Fannie и Freddie соблюдали государственные стандарты справедливого кредитования, нацеленные на предотвращение дискриминации<sup>71</sup>.

Хотя Fannie и Freddie всегда выполняли целевые задания Департамента жилищного строительства, эта задача становилась все более сложной: суммы денег, которые государственные ипотечные агентства должны были направлять заемщикам с низким уровнем доходов, росли, в то время как число кредитоспособных заемщиков в этой категории населения оставалось примерно постоянным<sup>72</sup>. Согласно отчету Комитета по финансовым услугам палаты представителей от 2005 года Fannie and

---

70. Сиснерос был вынужден уйти в отставку после расследования Министерства юстиции относительно ложных заявлений, которые он сделал ФБР о суммах, выплаченных своей бывшей любовнице. В 2001 году он вошел в совет директоров одного из крупнейших клиентов Fannie Mae и самосто-ятельно агрессивного ипотечного кредитора в области субстандартных кредитов, Countrywide Financial.

71. De Haven (2009), 8.

72. Как в случае со всеми обязательными регуляторными требованиями, фактические уровни кредитования целевых групп представляют собой сумму требуемых объемов и небольшого дополнительного «буфера» (чтобы обеспечить соблюдение, фактические уровни должны устанавливать чуть выше минимального значения), и поэтому фактические объемы

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

Freddie применяли огромное количество уловок, чтобы выполнять эти целевые показатели, такие как «двойной счет»: они покупали кредит в одном году, продавали его назад кредитору в следующем году, а еще через год выкупали его вновь, каждый раз засчитывая его как новую покупку. Банки соглашались с этими и другими сомнительными сделками, зарабатывая «десятки, а иногда и сотни миллионов долларов на комиссиях»<sup>73</sup>. На самом деле, зная, что Fannie и Freddie испытывают давление, банки могли зарабатывать премии, заставляя Fannie и Freddie в конце каждого года конкурировать друг с другом за ипотечные кредиты, которые удовлетворяли целевым критериям Департамента жилищного строительства<sup>74</sup>.

Заполнение растущей пропасти между целевыми показателями Департамента и пулом квалифицированных заемщиков требовало от Fannie и Freddie ослабления стандартов оценки платежеспособности заемщиков. Одним важным шагом в этом процессе было их решение покупать ипотечные кредиты с высоким залоговым коэффициентом (низким первоначальным взносом). Точно определить количество ипотечных кредитов с высоким залоговым коэффициентом, которые они купили, сложно, поскольку, как выявило в 2012 году судебное разбирательство между этими компаниями и Комиссией по ценным бумагам и биржам, государственные ипотечные агентства систематически сообщали ложную информацию об объеме своих высокорисковых ипотечных кредитов. (Это разбирательство произошло в связи с поданным Комиссией по ценным бумагам и биржам иском, обвиняющим Fannie и Freddie во введении в заблуждение инвесторов)<sup>75</sup>.

Однако роста «терпимости» к низким первоначальным взносам было недостаточно, чтобы Fannie и Freddie могли удовлетворять увеличивающиеся требования

---

кредитования целевых групп оставались чуть выше, чем требуемые объемы, как показано на рис. 7.3.

73. Цитата из Hagerty (2012), 155.

74. Hagerty (2012), 156.

75. Комиссия по ценным бумагам и биржам, например, заявила, что Freddie Mac сообщила инвесторам, что объем ее кредитов на частные дома за 18 месяцев с начала 2007 года до августа 2008 года составил всего от 2 до 6 млрд долларов, в то время как фактический объем составил 141 млрд долларов в конце 2006 года и около 244 млрд долларов к середине 2008 года.

Департамента жилищного строительства по выкупу кредитов. Fannie и Freddie также приходилось выкупать все больше кредитов с низкими рейтингами кредитоспособности (FICO). Фактически на государственные ипотечные агентства приходилась примерно половина такого кредитования к концу 1990-х. Они также активно развивали деятельность на рынках ипотечных кредитов с плавающей ставкой и процентных кредитов (по которым в определенный период выплачивались только проценты). Фактически к 2006 году 15,2% портфеля Fannie составляли процентные кредиты<sup>76</sup>.

И даже этих шагов было недостаточно, чтобы ипотечные агентства могли выполнять требования Департамента жилищного строительства. Так в 2004 году Fannie и Freddie сняли лимиты, которые они ранее наложили на покупки так называемых бездокументных кредитов (которые обычно включают в категорию ипотечных кредитов типа Alt-A). Бездокументные ипотечные кредиты — это те кредиты, для получения которых заемщики не обязаны документально подтверждать доходы, предоставляя квитанции о начислении зарплаты, формы W-2 (с информацией о зарплате и уплаченных налогах) и т. д. В результате коммерческие банки и другие ипотечные кредиторы все более терпимо относились к кредитным историям с нарушениями кредитной дисциплины и были готовы принимать все меньше и меньше документов, поскольку они знали, что могут продать рискованные кредиты Fannie или Freddie. Даже если бы они не могли их продать, они могли бы объединить их в ипотечные ценные бумаги, гарантированные Fannie или Freddie (которые продавались всего за 45 центов за каждые 100 долларов кредита), и затем держать эти застрахованные ценные бумаги в своих портфелях или продавать их третьим лицам — эту тему мы детально исследуем в следующей главе.

Когда Freddie Mac решила активно развивать бездокументарные кредиты, даже ее собственные специалисты по управлению рисками заявили, что это была серьезная ошибка — в серии электронных писем высшему руководству Freddie 1 апреля 2004 года специалист Freddie

---

76. Acharya et al. (2011), 38, 39.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

Мас по управлению рисками Давид Андруконис написал вице-президенту Трейси Муни, что «пока мы с вами и Доном [Бисениусом, старшим вице-президентом] твердим о необходимости в разумных кредитных практиках, руководство компании придерживается другого мнения, а все остальные неизбежно просто идут у него на поводу». В другом письме в тот же самый день Дон Бисениус написал Майклу Мэю (старшему вице-президенту по операционной деятельности): «Мы уже пробовали выдавать бездокументные кредиты, понесли громадные убытки и столкнулись с множеством случаев мошенничества. Что заставляет нас думать, что в этот раз мы окажемся гораздо умнее?» Несколько дней спустя Андруконис написал еще одно письмо, выразив обеспокоенность в отношении бездокументных кредитов, в этот раз — главному операционному директору Полю Петерсону: «В 1990 году мы назвали этот продукт опасным и убрали его с рынка». Далее он отметил: «У нас меньше шансов добиться роста цены жилья, который мы получали в последние 10 лет, чтобы спасти эту программу, если в ней обнаружится дыра»<sup>77</sup>.

Эти предупреждения, похоже, остались без внимания, поскольку решения принимали политики. В письме старшего вице-президента Роберта Тсиена Дику Сирону, председателю и главному исполнительному директору Freddie Mac, от 14 июля 2004 года говорится о том же: «Выбор в пользу отсутствия ограничений [для бездокументных кредитов] в тот момент был продиктован соображениями прагматизма, поскольку в текущих обстоятельствах ограничения были бы восприняты вне-

---

77. Эта внутренняя переписка Freddie Mac по электронной почте была представлена Чарльзу Каломирису персоналом Комитета по надзору за деятельностью государственных органов (Committee on Oversight and Government Reform) палаты представителей США. Они были включены в показания Каломириса для комитета. Они также послужили основой для статьи Каломириса в издании Wall Street Journal. См. Calomiris (2008, 2011b). Чарльз Дахигг из New York Times взял интервью у нынешних и бывших менеджеров высшего звена Freddie Mac, включая Давида Андрукониса, а также у регуляторов, аналитиков и акционеров. Эти интервью выявили, что «высшие должностные лица ипотечного гиганта Freddie Mac проигнорировали предупреждения внутренних специалистов, которые могли бы защитить компанию от некоторых финансовых катастроф, с которыми она сейчас столкнулась». (Duhigg [2008]).

шними критиками как дополнительное подтверждение тому, что мы в действительности не собираемся предоставлять доступные кредиты».

Нельзя сказать, что специалисты Freddie Mac по управлению рисками легко отбросили свои сомнения в отношении высокорискованных кредитов. 7 сентября 2004 года Донна Когсвелл, коллега Андрукониса по риск-менеджменту, написала Сируну электронное письмо, предупреждая, что решения Freddie снизят стандарты оценки кредитоспособности заемщиков будут иметь масштабные последствия для всего ипотечного рынка. Она описала последствия сохраняющегося участия Freddie Mac в выдаче кредитов без получения документов заемщиков как, по сути, «создание рынка» ипотечных кредитов данного типа. Она также пыталась переубедить руководство, взывая к чувству порядочности: «Есть ли способ подчеркнуть наше чувство ответственности лучше, чем отказаться от прибыльного бизнеса, поскольку он вредит тем заемщикам, которых мы пытаемся обслуживать?» На следующий день Андруконис написал письмо, которое можно интерпретировать как проведение черты на песке. Он писал Мэю: «На встрече, посвященной управлению рисками на прошлой неделе, я упомянул, что сделал свои собственные выводы по этому продукту [бездокументным кредитам] с точки зрения репутационных рисков. Я сказал, что думаю, что вы и/или Боб Тсиен должны донести эту рекомендацию до Дика [Сируна], который должен был принять решение... Я хочу, чтобы Дик знал, что он может дать добро на эти кредиты, но я с этим не согласен». В следующем году Андрукониса вынудили уйти из Freddie Mac.

Генри Воксман, бывший председателем Комитета по надзору за деятельностью государственных органов, который обнаружил эти письма, так резюмировал ситуацию в своем открытом заявлении на слушаниях:

Документы [которые просмотрел комитет] ясно дают понять, что Fannie Mae и Freddie Mac знали, что они делают. Их собственные специалисты по управлению рисками раз за разом предупреждали об опасности больших инвестиций в рынок субстандартного и альтернативного ипотечного кредитования, но эти предупреждения игнорировались. В 2004 году директор по управлению рисками Freddie Mac отправил

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

электронное письмо гендиректору [Ричарду] Сируну, настоятельно советуя Freddie Mac в максимально короткие сроки прекратить покупки кредитов, не предусматривающих требований подтверждения доходов или активов. Он предупреждал, что ипотечные кредиторы выдавали кредиты заемщикам, которым было бы сложно получить ипотечный кредит, если бы их финансовое положение было надлежащим образом проверено, и что «потенциал появления представления об этих кредитах как о хищническом кредитовании, а также реальности такого кредитования чрезвычайно велик». Однако г-н Сирон не внял рекомендациям своего директора по управлению рисками. Вместо этого компания его уволила<sup>78</sup>.

Обоснованность тревоги специалистов Freddie по управлению рисками в отношении последствий выдачи бездокументных кредитов была подтверждена тщательным анализом источников ипотечного риска финансовыми экономистами Удаем Раджаном, Амитом Серу и Викрантом Вигом. Их работа, где они пытаются объяснить, почему модели ипотечного риска не могли точно прогнозировать риск дефолта, демонстрирует, что свыше половины ипотечных убытков, которые превысили ожидаемые убытки кредиторов, приходится на кредиты, не требовавшие предоставления документов или требовавшие небольшого количества документов. Если бы сохранялись стандарты оценки платежеспособности заемщика, применяемые Fannie и Freddie примерно в 2003 году, не случилось бы такого масштабного кризиса субстандартного кредитования<sup>79</sup>.

---

78. United States House of Representatives (2008), 2.

79. Недавнее исследование (Hernandez-Murillo, Ghent, and Owyang (2012)), в котором используется регрессионный анализ моделей с неоднородной структурой, не обнаруживает никаких свидетельств того, что убытки государственных ипотечных агентств по рискованным ипотечным кредитам были больше при кредитовании заемщиков в рамках мандата Департамента жилищного строительства, нежели при кредитовании других заемщиков. Это интересно, но это полностью совпадает с аргументами, представленными риск-менеджерами Freddie Mac, и результатами в работе Rajan, Seru, and Vig (2010). Специалисты Freddie Mac по управлению рисками заявляли, что все ограничения по бездокументным ипотечным кредитам и кредитам с небольшим количеством документов были сняты в 2004 году, чтобы удовлетворить требования Департамента жилищного строительства, а не что ограничения были сняты только по кредитам, которые удовлетворяли критериям Департамента. Таким образом, результаты анализа не являются неожиданностью и не противоречат мнению, что требования Департамента способствовали увеличению рискованного кредитования государственными ипотечными агентствами.

Исследование, проведенное Кристофером Майером, Карен Пенс и Шейн Шерлунд, также объясняет кризис субстандартного кредитования ухудшающимися стандартами оценки платежеспособности заемщика, «которые более всего выразились в полном отказе кредиторов от первоначального взноса» и падающими ценами на жилье. Эти авторы также исследуют и отвергают альтернативные аргументы в отношении коллапса субстандартного кредитования — что он стал результатом использования инновационных и сложных ипотечных структур, которые сбили с толку потребителей. Они демонстрируют, что цунами ипотечных дефолтов, которое привело к кризису субстандартного кредитования, отразило, прежде всего, готовность кредиторов выдавать гораздо больше таких рискованных ипотечных кредитов, чем ранее<sup>80</sup>.

Несмотря на различные определения субстандартных кредитов и проблемы в практиках отчетности Fannie и Freddie, которые в 2011 году привели к иску Комиссии по ценным бумагам и биржам против высшего руководства компании, доступные данные позволяют исследователям сделать адекватную оценку масштабов рискованного ипотечного кредитования Fannie и Freddie. Подход, принятый Эдвардом Пинто (главным кредитным директором Fannie Mae с 1987 по 1989 год) и Питером Уоллисом (бывшим членом правительственной Комиссии по расследованию финансового кризиса (Financial Crisis Inquiry Commission)), заключался в том, чтобы сосредоточиться на характеристиках ипотечных кредитов, а не на том, как Fannie и Freddie их называли. Используя данные соглашений об отказе от судебного преследования между Комиссией по ценным бумагам и биржам и Fannie и Freddie, они делают вывод, что на самом пике ипотечного пузыря Fannie и Freddie имели на своем балансе свыше 13 млн субстандартных кредитов или кредитов типа Alt-A общей стоимостью 2 трлн долларов<sup>81</sup>. Иронично, что сокращение Alt-A означает «альтернативный агентству», что описывало (до ослабления ипо-

---

80. Mayer, Pence, and Sherlund (2009).

81. Pinto and Wallison (2011). Их предыдущие оценки убытков по субстандартным кредитам были ниже, чем 2 трлн долларов, по оценке Комиссии по ценным бумагам и биржам, но со временем оценки выросли.

течных стандартов) ипотечный кредит, который банк не мог продать Fannie или Freddie, поскольку он не соответствовал стандартам оценки заемщика, используемым государственными ипотечными агентствами. Времена, несомненно, изменились.

Вирал Ахария, Мэттью Ричардсон, Штижн Ванн Ньювербург и Лоуренс Уайт избрали другой подход, основанный только на данных, которые были доступны до разбирательства с Комиссией по ценным бумагам и биржам (и которые поэтому, скорее всего, недооценивают объемы рискованных кредитов государственных ипотечных агентств). Они относят новые ипотечные кредиты с залоговым коэффициентом выше 80% и/или баллами FICO ниже 660 к категории «высокорисковых». Сумма всех новых высокорисковых кредитов, приобретенных государственными ипотечными агентствами в период с 2003 по 2007 год, составила 1,5 трлн долларов. Исследователи используют тот же самый метод, чтобы оценить новые высокорисковые ипотечные кредиты других учреждений, а затем рассчитывают два коэффициента: процент высокорисковых ипотечных кредитов, принадлежащих государственным ипотечным агентствам, и процент всех новых высокорисковых ипотечных кредитов, принадлежащих как государственным ипотечным агентствам, так и частным учреждениям. Их оценки, представленные на рис. 7.5, предполагают, что на высокорискованное кредитование приходилось 25% новых ипотечных кредитов государственных ипотечных агентств в 2003 году, к 2007 году эта цифра выросла до 36%: средний показатель за период с 2003 по 2007 год составил 28%. Их данные также указывают на то, что в конечном итоге государственные ипотечные агентства приобрели большую часть высокорисковых ипотечных кредитов в Америке. В период с 2003 по 2007 год государственные ипотечные агентства приобрели 60% всех новых высокорисковых ипотечных кредитов. К 2007 году они приобрели практически их все. Как бы ни оценивать эти данные, нет никаких сомнений, что Fannie и Freddie были «набиты» ипотечными кредитами с высокой вероятностью дефолта<sup>82</sup>.

---

82. Acharya et al. (2011).





РИС. 7.5. Высокорисковые кредиты государственных ипотечных агентств в процентах от новых кредитов этих агентств и всех новых кредитов, 2003–2007 гг.

Источник: Acharya et al. (2011), 59.

ПРИМЕЧАНИЕ: кредит считается высокорисковым, если его залоговый коэффициент превышает 80, а баллы FICO — ниже 660.

Администрация Клинтона не ограничилась реформами Fannie и Freddie в поддержке перераспределения через доступное жилье. Федеральная администрация по жилищному строительству субсидировала покупки жилья для населения с низким уровнем доходов путем страхования их ипотечных кредитов, в результате чего эти кредиты становились приемлемыми для банков и других кредиторов. До 1990-х годов использовались достаточно традиционные стандарты оценки платежеспособности заемщиков. Изначально Федеральная администрация по жилищному строительству задумывалась для облегчения выдачи «экономически обоснованных» самоамортизируемых кредитов сроком до 20 лет и с первоначальным взносом в 20%<sup>83</sup>. В 2000 году под давлением администрации Клинтона Федеральная администрация по жилищному строительству изменила свои кредитные стандарты. Она сократила минимальные требования к первоначаль-

83. Jaffee and Quigley (2009).

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

ному взносу всего до 3%, одновременно увеличив максимальный размер ипотечного кредита, который она была согласна гарантировать, и вдвое снизив премию, которую она брала с заемщиков за эту гарантию<sup>84</sup>. В результате количество дефолтов по гарантированным Федеральной администрацией кредитам заметно выросло.

В 1950-х годах кредиты на начальном этапе обращения взыскания (когда кредитор официально уведомляет заемщика, что он нарушил свои обязательства по кредиту), гарантированные Федеральной администрацией по жилищному строительству, в любой год не превышали 0,37% от всех ипотечных кредитов; для обычных ипотечных кредитов этот показатель составлял 0,15%. Количество кредитов на начальном этапе обращения взыскания, как по кредитам, гарантированным Федеральной администрацией жилищного строительства, так и по другим (стандартным) ипотечным кредитам выросло после 1950-х годов, но в период с 1960 по 1990 год разрыв между этими двумя показателями оставался небольшим. Начиная с 1990-х годов количество кредитов на начальном этапе обращения взыскания в обеих категориях выросло. В период с 2002 по 2007 год средняя доля кредитов на начальном этапе обращения взыскания, гарантированных Федеральной администрацией по жилищному строительству, достигла 3,51% в год, тогда как в сегменте стандартных ипотечных кредитов этот показатель составил 0,85%. К 2012 году количество кредитов на начальном этапе обращения взыскания, гарантированных Федеральной администрацией, достигло 5%<sup>85</sup>. Щедрое кредитование федеральными банками

---

84. Rajan (2010), 37.

85. Расчеты автора. Эти сдвиги в количестве кредитов на этапе взыскания, гарантированных Федеральной администрацией по жилищному строительству, занижают масштабы изменения, поскольку в 2002 году Федеральная администрация потребовала от банков и других ипотечных кредиторов применять более либеральные практики при изменении условий ипотечных кредитов с нарушениями. До изменения правил вероятность того, что при просрочке по ипотечному кредиту в 90 дней утрачивалось бы право выкупа залога, составляла 75%. После изменения правила эта вероятность упала до 25%. Данные до 1998 года взяты из работы Elmer and Seelig (1998). Данные после 1997 года — это данные Ассоциации ипотечных банков (Mortgage Bankers Association), любезно предоставленные нам Эдвардом Пинто.

жилищного кредита также стимулировало ослабление стандартов оценки платежеспособности заемщика. Так же как и покупки государственными ипотечными агентствами и гарантии сократили затраты, которые банки несли за счет выдачи рискованных ипотечных кредитов, авансы федеральных ипотечных банков сделали рискованные ипотечные кредиты более дешевыми для банков. В период с 1989 по 2005 год совокупные активы федеральных банков жилищного кредита выросли примерно со 175 млрд долларов до 1 трлн долларов<sup>86</sup>.

### Почему не было никакого сопротивления?

Читателей может удивить, что Республиканская партия не сопротивлялась таким изменениям. Республиканцы, в конце концов, получили большинство в конгрессе на промежуточных выборах 1994 года. Было несколько членов конгресса от Республиканской партии, в частности, Ричард Бейкер (Луизиана), Джим Лич (Айова) и сенатор Ричард Шелби (Алабама), которые возражали против происходящих изменений и думали, что лимиты Fannie и Freddie необходимо сократить, если не полностью закрыть. Не было случайностью, что эти три члена конгресса были из аграрных штатов: они не представляли городских избирателей с низким уровнем доходов, а являлись представителями проигрывающей коалиции в Игре банковских договоренностей в 1990-х. Они не диктовали условия.

Председатель Совета управляющих ФРС Алан Гринспен также высказывался против Fannie и Freddie. Вес-

---

86. Детальный анализ истории, структуры, управления и деятельности федеральных банков жилищного кредита можно найти в работе Flannery and Frame (2006). Авансы своим членам со стороны банков жилищного кредита могли быть достаточно крупными, и их, в частности, активно использовали высокорисковые ипотечные кредиторы, которые обанкротились во время кризиса субстандартного кредитования. Например, Countrywide взяла у Федерального банка жилищного кредита Атланты кредиты на общую сумму 51,5 млрд долларов во время кризиса, чтобы удержаться на плаву, когда кредиты стали дефицитными. В 2007 году федеральный банк жилищного кредита Сан-Франциско был особенно активным — на него приходилась примерно третья часть всех авансов в системе. Он выдал IndyMac 10 млрд долларов и Washington Mutual — 31 млрд долларов.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

ной 2000 года он написал открытое письмо конгрессмену Ричарду Бейкеру, настоятельно советуя конгрессу учесть потенциально дестабилизирующую роль субсидирования ипотечного финансирования<sup>87</sup>. В последующем выступлении перед конгрессом в 2005 году Гринспен высказался против мнения, что Fannie и Freddie были нужны для обеспечения стабильности и ликвидности рынка. «Мы не смогли найти ни одного обоснования раздувания размеров операций государственных ипотечных агентств, кроме получения прибыли за счет использования предоставленных льгот»<sup>88</sup>.

В своем выступлении Гринспен ссылаясь на исследование ФРС, которое пришло к выводу, что покупки Fannie и Freddie своих собственных ипотечных ценных бумаг или бумаг друг друга при помощи субсидированных рынком заемных средств не способствовали ликвидности ипотечного рынка, росту рынков капитала в США или снижению ставок ипотеки для заемщиков.

Гринспен также подчеркнул, что риски, неизбежные из-за косвенных правительственных гарантий для Fannie и Freddie, не позволяли рыночной дисциплине ограничить их рост, что потенциально нарушало стабильность жилищного рынка. Он беспокоился, что государственные ипотечные агентства создают системный риск, и призывал к учреждению нового органа регулирования, чтобы ограничить рост и риски государственных ипотечных агентств:

В прошлом году я пришел к выводу, что государственным ипотечным агентствам необходим регулятор, действующий наравне с банковскими регуляторами, который имел бы свободу действий в установлении стандартов использования капитала. Этот регулятор должен иметь четкие и авторитетные санкционированные конгрессом процедуры введения внешнего управления для государственных ипотечных агентств и разъяснять условия, при которых держатели долгов несут убытки. Тем не менее если законодатели предпримут только эти действия и не ограничат портфели государственных ипотечных агентств, мы столкнемся с укреплением уверенности инвесторов в том, что эти агентства являются инструментами правительства и что их долг

---

87. Greenspan (2000).

88. Idem.

эквивалентен правительственному долгу. У государственных ипотечных агентств будут возможности расти быстрее, чем рынок жилищного ипотечного кредитования в целом; фактически, поскольку закон не ограничивает их кредитную деятельность только ипотекой, они могут расти практически бесконечно. Без ограничения размеров балансов государственных ипотечных агентств мы ставим под угрозу нашу способность сохранить безопасные и стабильные финансовые рынки в Соединенных Штатах — а это ключевой элемент поддержки населения в покупке жилья<sup>89</sup>.

Ричард Карнелл, заместитель министра финансов по финансовым институтам в администрации Клинтона, также выступал за ограничение Fannie и Freddie. В 2001 году он отметил, что «ощущение косвенной поддержки» Fannie и Freddie «дает более значительную чистую субсидию [от налогоплательщиков], чем прямое федеральное страхование депозитов». Далее он отметил, что «ощущаемая косвенная поддержка государственных ипотечных агентств не имеет пределов»; что «не существует надежного, пригодного механизма внешнего управления [постепенной ликвидации] Fannie и Freddie» и что государственные ипотечные агентства «пользуются преимуществами специальных законов для отдельных компаний и избегают дисциплины общих законов»<sup>90</sup>.

Роберт Шейлер, правительственный экономист, который анализировал косвенные субсидии Fannie и Freddie в Бюджетном управлении конгресса и участвовал в их регулировании в Управлении по федеральному надзору за жилищным сектором США (Office of Federal Housing Enterprise Oversight), засомневался, что налогоплательщики получают значительную выгоду от субсидирования государственных ипотечных агентств, особенно учитывая, что Fannie Mae и Freddie Mac находились в «молчаливом сговоре» на рынке секьюритизации соответствующих ипотечных кредитов с фиксированной ставкой. Сейлер пришел к выводу, что большая часть правительственной субсидии Fannie и Freddie скорее передавалась их собственным акционерам, нежели домовладельцам в форме более низких процентных ставок по ипотеке<sup>91</sup>.

---

89. Greenspan (2005).

90. Carnell (2001), 62–71.

91. Seiler (2001), 25.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

Также атаки на Fannie и Freddie осуществлялись и с левой стороны политического спектра. Самые мощные (и прозорливые) были со стороны Ральфа Нейдера, которого мы подробно цитируем:

Эти предприятия быстро и ловко смогли перенять преследующую собственную выгоду тактику частных корпораций и в то же самое время упорно не желают отходить от глубокой и изобильной кормушки федерального правительства. Эта комбинация произвела два спонсируемых правительством предприятия, которые не только слишком велики, чтобы обанкротиться, но, возможно, и слишком влиятельны и слишком связаны с государством, чтобы их можно было регулировать или формировать в соответствии с интересами населения. Любое предложение об ограничении их полномочий или о сокращении субсидий для них вызывает немедленные беспощадные контратаки со стороны Fannie и Freddie. Как прямо сказал вице-президент Fannie Mae по связям с общественностью Джон Бакли изданию Wall Street Journal: «Мы серьезно относимся к управлению нашими политическими рисками»... Fannie и Freddie чрезвычайно умело играют на чувствах американского населения, стремящегося к приобретению собственного жилья. Редко когда в объявлении Fannie Mae не фигурирует... упор на... «помощь семьям в осуществлении американской мечты»... Дать любой индустрии — безотносительно ее благородных миссий — взобраться на ее же возведенный себе пьедестал и избежать серьезных независимых расследований несвойственно для рыночной экономики и демократической системы правительства. Такие исключения из обычной системы «сдержек и противовесов» также могут довольно дорого обойтись акционерам<sup>92</sup>.

### Высокопоставленные друзья

Одна из причин, почему критика была проигнорирована, заключается в том, что Fannie и Freddie приложили огромные усилия, чтобы привлечь влиятельных союзников из Республиканской партии. Одним из них был спикер палаты представителей Ньют Гингрич, который в конечном итоге получил от Freddie Mac 1,6 млн долларов в форме комиссионных за консультационные услуги после ухода из конгресса в 1999 году. Как описывается в статье Эрика Лихтблау из New York Times, Гингрич «встал на сторону Freddie и Fannie по ряду ключевых во-

---

92. Nader (2001), 110.

просов — защищал их в конгрессе от политических атак, работал с ними над жилищными проектами и присматривал помощников, которые бы на них работали. Хотя г-н Гингрич минимизировал свои старые знакомства с двумя тесно связанными агентствами перед избирательной кампанией [2012 года], протоколы конгресса демонстрируют, что его политические и финансовые контакты с этими фирмами имеют более глубокую и более давнюю историю, чем он официально признал, и фактически заложили основу для прибыльных консультаций, которые он давал впоследствии»<sup>93</sup>. В статье Лихтблау отмечается, что после ухода из конгресса на Freddie Mac работал не только Гингрич: в 1999 году Fannie Mae наняла в качестве высшего должностного лица и лоббиста Арне Л. Кристенсона, начальника штаба Гингрича.

Усилия Fannie и Freddie по «управлению политическим риском» зашли гораздо дальше отношений с Гингричем. В период с 1998 по 2008 год Fannie потратила 79,5 млн долларов, а Freddie — 94,9 млн долларов на лобби в конгрессе, заняв двадцатое и тринадцатое место по величине расходов на лобби в этот период соответственно. Fannie Mae также открыла 55 «партнерских офисов»

---

93. Лихтблау (Lichtblau (2012)) также говорит, что в переговорах, критических для благосостояния компаний, г-н Гингрич сыграл важную закулисную роль, помогая в 1995 году заблокировать предложение, которое бы потенциально вынудило Fannie и Freddie — а не налогоплательщиков — выплатить миллиарды долларов за счет роста комиссий, как свидетельствуют интервью и сообщения в газетах того времени. В тот момент представитель штата Айова Джим Лич, влиятельный республиканец, который возглавлял банковский комитет палаты представителей и был ярким критиком Fannie и Freddie, хотел, чтобы компании заплатили примерно 4,8 млрд долларов на финансирование резерва для проблемных ссудосберегательных институтов... «Ньют был достаточно сильным прагматиком», — отметил республиканец, участвовавший в дебатах в отношении увеличения комиссий и давший комментарий на условиях анонимности, чтобы не быть замешанным в политическую гонку республиканцев. Придя на защиту Freddie и Fannie, г-н Гингрич «заручился согласием своей партии — на самом деле, обеих партий», — сказал чиновник. Визит [Гингрича] в окрестности Белфаста в 1998 году для начала строительства дома для семьи с низкими доходами был частью иностранной экспансии американской программы «Дом, который построил конгресс» (“The House that Congress Built”). Проект в Белфасте спонсировался преимущественно Fannie и Freddie наряду с благотворительным фондом Habitat for Humanity и Национальной ассоциацией риэлторов. Ассоциация риэлторов назвала жилищный проект «поистине уникальным партнерством» между законодателями и строительной промышленностью.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

в округах и штатах важных законодателей. Как объяснялось в статье журнала *Fortune* от 2005 года, эти офисы «часто укомплектовывались бывшими политическими деятелями (например, Боб Симпсон, возглавляющий офис в Южной Дакоте, был помощником демократического сенатора Томаса Дэшла)». Открытие партнерского офиса нередко сопровождалось «объявлением, что фонд Fannie American Communities Fund [ACF] инвестирует в важный локальный проект»<sup>94</sup>. Расследование Департаментом жилищного строительства этих офисов обнаружило, что «деятельность партнерских офисов не ограничивалась проектами доступного жилья»... Скорее, главной целью партнерских офисов было участие в деятельности, в первую очередь направленной на установление контактов с влиятельными членами конгресса». Проекты ACF были непропорционально смещены в сторону «домашних» округов законодателей палаты представителей и сената, которые были членами банковских комитетов, контролирующих Fannie, или подкомитетов, которые фондировали ее федерального регулятора<sup>95</sup>.

Fannie и Freddie также работали напрямую с политиками, чтобы обеспечить широкое освещение СМИ проектов строительства в их округах или штатах. Например, один из наиболее горячих сторонников государственных ипотечных агентств в конгрессе, сенатор Чарльз Шумер от Нью-Йорка, выпустил пресс-релиз от 20 ноября 2006 года, озаглавленный: «Шумер объявляет об обязательствах Freddie Mac на сумму до 100 млн долларов для решения жилищных проблем в Fort Drum и Watertown». Далее заголовок повествует: «Шумер обнародует новый план Freddie Mac совместно с NSBC по кредитам с низкими процентными ставками и низкими первоначальными взносами. В июне Шумер заставил Freddie Mac и Fannie Mae проявить инициативу и предложить конкретные планы — сегодня Freddie Mac доводит дело до конца»<sup>96</sup>.

Fannie и Freddie также не стеснялись помогать своим союзникам взносами для политических кампаний

---

94. McLean (2005).

95. Associated Press (2005). Также см. Common Cause (2008).

96. Common Cause (2008).



и грантами для академических исследований, которые поддерживали их бизнес-модель. В избирательных циклах в 2000–2008 годах Fannie, Freddie и их сотрудники внесли свыше 14,6 млн долларов в фонды избирательных кампаний десятков сенаторов и представителей, особенно тех, которые занимали ключевые позиции в комитетах конгресса, осуществлявших надзор над государственными ипотечными агентствами<sup>97</sup>. Среди высокопоставленных получателей их взносов можно выделить сенатора Кристофера Додда, представителя Барни Франка, сенатора Барака Обаму, сенатора Джозефа Байдена и сенатора Чарльза Шумера. Fannie и Freddie также отбивались от критиков из научных кругов, которые выражали тревогу в отношении их политических сделок и экономических рисков, которые влекли за собой эти сделки. На самом деле, в своей роли старшего вице-президента Fannie Арне Кристенсон запустил серию публикаций под названием «Исследования Fannie Mae», оплачивая исследования выдающихся ученых, которые поддерживали точку зрения, что вероятность дефолта Fannie или Freddie исключительно мала<sup>98</sup>.

### Countrywide и друзья<sup>99</sup>

Fannie и Freddie имели один дополнительный источник поддержки: ипотечных кредиторов, которые рассматривали мандаты государственных ипотечных агентств как коммерческую возможность. Тримя крупнейшими из них были Countrywide Financial, Wells Fargo и Washington Mutual<sup>100</sup>. Их базовая бизнес-модель заключалась в выдаче ипотечных кредитов по новым стандартам оценки кредитоспособности, их продаже или секьюритизации и получении комиссионного дохода от сделок. Ипотечные кредиторы, использующие эту стратегию,

---

97. Wallison and Calomiris (2009).

98. Hagerty (2012), 113.

99. Здесь у авторов ироничное сопоставление с названием предыдущего раздела — In High Places (высокопоставленные друзья). Countrywide Financial — финансовое учреждение, а countrywide означает повсеместный, общенациональный. — *Прим. науч. ред.*

100. Acharya et al. (2011), 73.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

поглощали своих более мелких конкурентов и выдавали огромное количество ипотечных кредитов, многие из которых продавались Fannie и Freddie. Рост объемов высокорисковых ипотечных кредитов государственных ипотечных агентств достигался в основном за счет очень небольшого числа очень крупных банков: 93% из 4,5 трлн долларов обязательств в рамках Закона о местных реинвестициях после 1995 года, о которых отчиталась Национальная коалиция местных реинвестиций, приходилось всего на четыре банка — Bank of America, Citibank, JPMorgan Chase и Wells Fargo — и на различные банки с которыми они объединились, куда вошли и кредитные гиганты Countrywide и Washington Mutual<sup>101</sup>.

Как только Игра банковских договоренностей создала огромную ипотечную индустрию для распределения субсидируемого правительством риска на ипотечном рынке, эта индустрия начала играть активную роль в политической коалиции, поддерживающей правительственное субсидирование ипотечного риска. Примерно в 2000 году ипотечные фирмы резко увеличили свои взносы в фонды избирательных кампаний в конгресс. Одно исследование приходит к выводу, что такие взносы оказывали все большее влияние на голоса представителей в конгрессе по вопросам законодательства в сфере жилищного финансирования. Взносы в фонды избирательных кампаний оказали значительное влияние примерно на 20% голосов по вопросам ипотечного финансирования в 2003–2004 годах; для сравнения в 1995–1996 годах этот показатель составил всего 3%<sup>102</sup>.

Учитывая растущую мощь коалиции в пользу субсидирования рискованного ипотечного кредитования, неудивительно, что, когда республиканский президент Джордж Буш-младший пришел к власти в 2000 году, он не поменял курс на субсидирование жилищных финансов. Фактически он поддержал политику Клинтона и, как показывает рис. 7.3, даже увеличил мандаты на доступное жилье,

101. Pinto (2011), 173.

102. Mian, Sufi, and Trebbi (2010a). Подобные же исследования, которые обнаруживают такие же свидетельства политического влияния ипотечного лобби, представлены работой Igan, Mishra, and Tressel (2009); Mian, Sufi, and Trebbi (2010b); Epstein, O'Halloran, and McAllister (2010); и Romer and Weingast (1991).

которые Клинтон навязал Fannie и Freddie: кредиты населению с низким и невысоким уровнем доходов выросли до 56% от общего объема кредитов Fannie и Freddie, специальные доступные кредиты — до 27%, а кредиты в округах с недостаточным уровнем кредитования — до 39%. Хотя, вновь отметим, это были частично совпадающие категории, если рассматривать их как группу, они предполагают, что к 2008 году порядка 80% купленных Fannie или Freddie ипотечных кредитов на вторичном рынке, скорее всего, входило в одну из этих категорий<sup>103</sup>.

Это решение было исключительно политическим, что доказывает совершенная Бушем в 2002 году поездка в Атланту. В своем выступлении в церкви перед преимущественно афроамериканской аудиторией он объявил свой «проект американской мечты». Он объявил, что его целью было увеличить количество домовладельцев среди национальных меньшинств на 5,5 млн после 2010 года<sup>104</sup>. Позднее, объясняя, как он собирается достигнуть этой цели, республиканский президент пояснил свою стратегию: «Я рад сообщить, что Fannie Mae услышала призыв и, как я понимаю, за короткое время сумма выданных кредитов составляет около 440 млрд долларов. Агентство использовало свое влияние, чтобы предоставить столько средств для той категории домовладельцев, о которых мы сейчас говорим. Это заложено в его лицензии; теперь это надо воплотить в реальность. Freddie Mac также заинтересовано в оказании помощи. Я ценю, что оба агентства обеспечивают возможности для предоставления большого объема средств»<sup>105</sup>.

## Состояние рынка жилищного финансирования, перед тем как лопнул пузырь

Так каково же было состояние американского рынка жилищного финансирования в 2006–2007 годах? Несколько существенных фактов рисуют нам очень неустойчивую систему. На рис. 7.6 мы представляем оценки размеров

---

103. Pinto (2011), 87.

104. McLean and Nocera (2010), 168.

105. Цитата в Rajan (2010), 35–36.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

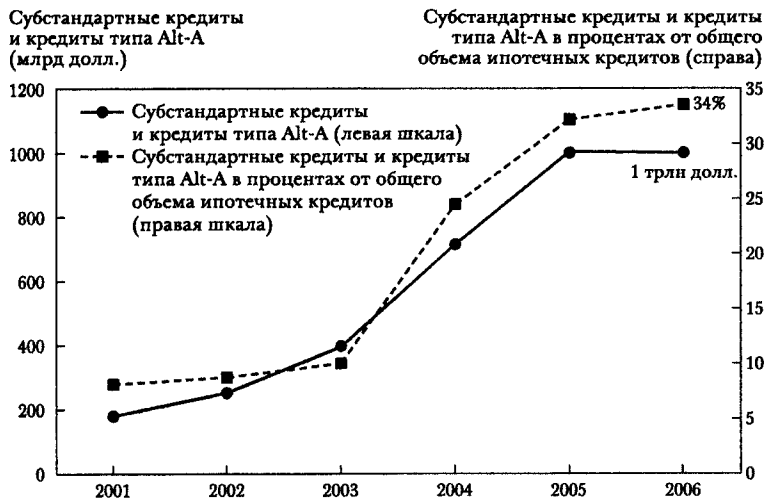


РИС. 7.6. Высокорисковые кредиты, рынок США, 2001–2006 гг.

Источник: Acharya et al. (2011), 46.

ПРИМЕЧАНИЕ. В категорию высококорисковых ипотечных кредитов включены субстандартные кредиты и кредиты типа Alt-A.

американского рынка высококорисковых ипотечных кредитов. Вслед за Ахарией и его коллегами мы определяем высококорисковые кредиты как субстандартные ипотечные кредиты и кредиты типа Alt-A<sup>106</sup>. Эти категории высококорисковых кредитов практически не существовали до конца 1990-х<sup>107</sup>. В 2001 году объем новых высококорисковых ипотечных кредитов составил 180 млрд долларов, и на них приходилось 8% от общего объема всех новых ипотечных кредитов. Тремя годами позже объем новых высококорисковых ипотечных кредитов составил 715 млрд долларов и на них приходилось 24% от новых ипотечных кредитов. К 2006 году объем новых высококорисковых ипотечных кредитов составил 1 трлн долларов, и на них приходилось 36% от всех новых ипотечных кредитов. Если мы сложим объем всех этих новых

106. Ахария и соавторы (Acharya et al. (2011)) также включают в категорию высококорисковых ипотечных кредитов и кредитные линии под залог жилой недвижимости. Чтобы получить оценки по нижней границе, мы не включаем эти кредиты. Если бы мы это сделали, процентная доля высококорисковых кредитов была бы еще выше, чем показано на рис. 7.6.

107. Acharya et al. (2011), 45.

ипотечных кредитов за период с 2001 по 2006 год, результат будет шокирующим — 3,5 трлн долларов. Пинто и Уоллисон, используя другой метод, делают вывод, что к июню 2008 года было выдано 28 млн субстандартных кредитов и кредитов типа Alt-A общей стоимостью примерно 4,8 трлн долларов. Другими словами, примерно половина всех еще непогашенных ипотечных кредитов в середине 2008 года относилась к категории высокорисковых кредитов. Пузырь субстандартных кредитов был гигантским, как бы его ни измеряли<sup>108</sup>.

Во время надувания пузыря субстандартных кредитов существовал еще один вид риска, связанный с выдачей ипотечных кредитов. Большая, если не большая часть высокорисковых ипотечных кредитов, выданных накануне кризиса субстандартного кредитования, были представлены кредитами с плавающей процентной ставкой, заемщики по которым смогли получить такие кредиты только благодаря низким процентным ставкам в первый год погашения и использовали программы, позволяющие получить кредит без документов и с высоким залоговым коэффициентом. Некоторые ипотечные кредиты даже предусматривали первоначальные периоды отрицательной амортизации, что позволяло на первых этапах делать выплаты ниже, чем предполагала процентная ставка. Если бы процентные ставки росли, обязанности по обслуживанию обязательств по этим кредитам с плавающей процентной ставкой могли резко увеличиться, еще больше повышая риск дефолта. Почти половину (48%) от всех ипотечных кредитов, выданных в 2004, 2005 и 2006 годах, составляли кредиты с плавающей процентной ставкой<sup>109</sup>. Процент высокорисковых ипотечных кредитов, которые имели плавающую процентную ставку, был еще выше. Комбинация низких первоначальных взносов, малого количества необходимых для выдачи кредита документов и плавающих процентных ставок значительно увеличила риск дефолта ипотечных кредитов. Джеймс Вилкоккс разработал сложный показатель измерения этих различных изменений в стандартах оценки платежеспособности заемщиков

---

108. Pinto and Wallison (2011).

109. Acharya et al. (2011), 46.

## НОВАЯ АМЕРИКАНСКАЯ БАНКОВСКАЯ ДОГОВОРЕННОСТЬ

в период с 1996 по 2008 год. Конечно, эти стандарты начали падать уже до 1996 года, поскольку Fannie и Freddie стали покупать ипотечные кредиты с первоначальным взносом всего в 3% в 1994 году. И даже учитывая эту тенденцию к занижению оценки в расчетах Вилкокса, он обнаруживает, что стандарты оценки платежеспособности заемщика стабильно снижались с 2002 по 2006 год. Он также обнаруживает, что это снижение имело существенное и статистически значимое влияние на объем ипотечных кредитов и рост цен на жилье в эти годы<sup>110</sup>.

Ипотечный долг населения стремительно рос, поскольку все больше семей пользовались преимуществами программ финансирования, которые действительно были настолько выгодными для заемщиков, что ничем хорошим это кончиться не могло. В 1996 году ипотечный долг населения составил 54% от ВВП. К 2006 году эта величина увеличилась до 89%. Этот скачок на 35 процентных пунктов всего за одно десятилетие был значительнее, чем общий рост долга населения по отношению к ВВП в период между 1951 и 1996 годами<sup>111</sup>.

В совокупности к началу 2000-х годов слабые стороны стандартов оценки платежеспособности заемщиков стали привилегией, доступной всем категориям ипотечных заемщиков. То, что началось в 1992 году как шаг, стимулирующий банки повысить свои кредитные обязательства в рамках Закона о местных реинвестициях, со временем привело к удивительно мягким требованиям к заемщикам, и любой человек мог получить кредит. В результате миллионы американских семей, принадлежащих к среднему классу, были чрезмерно закредитованы. Для наступления дефолта многого и не потребовалось: уже при покупке своих домов они балансировали на грани платежеспособности. Чтобы начался крупнейший кризис, достаточно было лишь приостановки роста цен на жилье, рецессии, сократившей уровень занятости новых закредитованных домовладельцев или небольшого роста процентных ставок. В действительности многие процентные ставки по ипотеке были обречены на рост даже без действий ФРС; как только по кредитам с пла-

---

110. Wilcox (2009).

111. Acharya et al. (2011), 48.

вающими ставками, выданным в 2004, 2005 и 2006 годах, начали повышаться процентные ставки, появился риск, что многие заемщики окажутся неплатежеспособными.

## Заключение

Трансформации и рост государственных ипотечных агентств в 1990-х и 2000-х годах, как и консолидация и трансформация национальных банков, были воплощением новой сделки, посредниками в которой были влиятельные политики. Эта договоренность была реализована через создание специальных привилегий и ответственности — соглашений в рамках Закона о местных реинвестициях и мандатов государственных ипотечных агентств. Новая американская банковская договоренность объединила новых и маловероятных партнеров. Власть победившей коалиции со временем выросла, поскольку в ней появились влиятельные игроки. Коалиция начиналась как игра по разделу ренты между группами активистов и региональными банками, стремившимися получить право на объединение и превращение в национальные мегабанки. Тогда государственные ипотечные агентства, которые изначально не хотели участвовать в игре, присоединились к коалиции. Участие государственных ипотечных агентств в субсидировании рискованных ипотечных кредитов при финансовой структуре, предполагавшей высокую задолженность, значительно повысило ставки в игре. Теперь в игру были втянуты большие группы американского среднего класса, поскольку слабые стандарты оценки платежеспособности заемщиков, используемые Fannie и Freddie, не были исключительной привилегией. И наконец, поскольку усилия коалиции трансформировали природу выдачи ипотечных кредитов, новая заинтересованная группа ипотечных кредиторов низкого качества старалась закрепить и расширить свой потенциал получения прибыли за счет выдачи и обслуживания ипотечных кредитов. Как ураган, который усиливается в открытом море, победившая коалиция набирала силу. Ураган подошел к берегу и вылился в кризис 2007–2009 годов.

## ГЛАВА 8

# Долговая нагрузка, провал регуляторов и кризис субстандартного кредитования

Если глупость привела нас к этой беде, почему  
она не может нас из нее выручить?

*Уилл Роджерс*

**В** ПРОШЛОЙ главе мы рассмотрели, как сформировалась неприятная коалиция мегабанков и городских некоммерческих организаций в течение примерно двух десятилетий до 2007 года, и показали, как эта коалиция стала контролировать американскую политику в области жилищного финансирования. Одним из секретов успеха была ее способность привлечь других разнородных партнеров, таких как управляющие и акционеры Fannie Mae и Freddie Mac, ряд крупных ипотечных кредиторов, таких как Countrywide Financial и влиятельные политики от обеих партий.

Одним из главных «достижений» этой коалиции было существенное ослабление стандартов оценки платежеспособности заемщиков Fannie Mae и Freddie Mac; и эти стандарты, как только они были ослаблены, стали применяться ко всем. Как мы упоминаем в предыдущей главе, к 2007 году 2 из каждых 5 новых выдаваемых ипотечных кредитов предусматривали первоначальный взнос в размере 3% или даже меньше. Поразительно — исследование, проведенное в 2006 году Национальной ассоциацией риэлторов, обнаружило, что 46% покупателей своего первого жилья вообще не оплачивали первоначальный взнос, а остальные вносили в среднем всего 2% от цены покупки<sup>1</sup>. Значительное число американцев из среднего класса смогли воспользоваться стандартами оценки ипотечного заемщика, которые по сравнению со стандартами любой другой страны

---

1. Pinto (2011), 25.



были немислимо слабыми. Результатом стал быстрый рост ипотечных кредитов с высокой вероятностью дефолта.

Кризис субстандартного кредитования был результатом не только слабых стандартов оценки платежеспособности заемщика. Но эти стандарты, несомненно, сыграли важную роль: они подбросили дров в огонь, увеличив рискованность ипотечных кредитов. Регуляторы могли не дать этим дровам разгореться в костер банковского кризиса, если бы они потребовали от банков и государственных ипотечных агентств поддерживать более высокие коэффициенты достаточности капитала, таким образом избежав проблем неплатежеспособности, которые стимулировали кризис. То есть если бы пруденциальное регулирование обеспечило безопасность и надежность этих институтов, тогда правительственные субсидии в сфере жилищного финансирования привели бы к убыткам банков и государственных ипотечных агентств, но не к коллапсу финансовых посредников, который сделал кризис настолько суровым. Развивая метафору об огненной буре, если политика в сфере жилищного финансирования послужила топливом для кризиса субстандартного кредитования, то слабый пруденциальный надзор был горячим и сухим ветром, который сделал это топливо необычайно горючим.

Возникает соблазн воспринимать эти два фактора — субсидии за ипотечный риск и слабый пруденциальный надзор — как совершенно независимые друг от друга. Такое восприятие позволяет рассматривать кризис субстандартного кредитования как результат двух разобщенных сил, которые случайно совпали, что предполагает низкую вероятность повторения такого совпадения. Но, к сожалению, это было бы неправильным толкованием событий. Оба фактора отражали одну и ту же лежащую в основе политическую договоренность, которая требовала терпимого отношения к рискам. Как мы объясняем ниже, регуляторы могли бы установить более высокие коэффициенты достаточности капитала для банков и государственных ипотечных агентств, но это увеличило бы стоимость принятия повышенного ипотечного риска, и кредиторы гораздо менее охотно выдавали бы рискованные ипотечные кредиты. Очевидно,

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

что тогда сильный пруденциальный надзор помешал бы реализации увеличения объемов приобретения жилья в собственность — а это было главной целью сделки, сторонами по которой выступали крупные банки, некоммерческие организации, государственные ипотечные агентства и политики. Проще говоря, Fannie, Freddie, Citibank, Washington Mutual и другие не стали бы продолжать покупать или секьюритизировать триллионы долларов низкокачественных ипотечных кредитов, если бы слишком много поставленного на карту капитала принадлежало их акционерам. Они бы остались в игре, только если бы могли брать займы деньги, а их кредиторы занимали им средства только потому, что они считали (и совершенно обоснованно), что их долги будут гарантироваться американскими налогоплательщиками. В частности, капитальные стандарты, которые применялись к операциям секьюритизации, позволяли банкам и государственным ипотечным агентствам обеспечивать их ипотечные портфели с особенно низкими долями акционерного капитала приблизительно двумя центами на каждый доллар. Учитывая, что принятие рисков за счет заимствованных денег считалось нормальным, несложно понять, почему некоторые банкиры, особенно те, которым было трудно конкурировать с более эффективными соперниками, решили, что можно отбросить всяческую осторожность.

Мы бы хотели еще раз подчеркнуть этот пункт об институциональной конъюнктуре. Ни активное субсидирование ипотечного риска, которое стало результатом федеральной жилищной политики и программ, ни дорогостоящая небрежность в пруденциальном надзоре не были бы возможными в политической системе, если бы эти два политических решения не были приняты одновременно, в рамках характерной американской Игры банковских договоренностей. Это — центральное утверждение данной главы, и оно отвечает на вопрос, заданный Уильямом Роджерсом в начале этой главы: обществу трудно учиться, а соответственно, и преодолеть «глупость», которая приводит к разрушительным банковским кризисам, если глупость является логичным исходом движимого личными интересами поведения влиятельной коалиции.

## Провал регуляторов

Чтобы понять, как отсутствие пруденциального регулирования способствовало кризису субстандартного кредитования, нам надо рассмотреть логику формирования банковских резервов. В Америке после 1990 года банки и государственные ипотечные агентства пользовались правительственными страховками, которые гарантировали их долги или иным образом снижали риск дефолта по ним. Эти страховки представляли собой страхование депозитов, доступ к кредитам ФРС и Кооперативу федеральных банков жилищного кредита, скрытые гарантии по долгам государственных ипотечных агентств и гарантии типа «слишком большой, чтобы обанкротиться» по долгам банков, которые не были покрыты страховкой по депозитам. Эти страховки должны рассматриваться как субсидии: они позволяли банкам и государственным ипотечным агентствам создавать меньше резервов и устанавливать процентные ставки по кредитам ниже, чем при нормальных рыночных условиях, поскольку они снижали риск дефолтов их заемщиков и ослабляли стимулы их кредиторов отслеживать их и требовать увеличения акционерного капитала.

Стоимость субсидий, обеспечиваемых этими правительственными страховками, различалась в зависимости от двух критериев, которые приводили к возникновению неверных стимулов. Во-первых, чем больше был банк или государственное ипотечное агентство, тем больше был размер страховки, а следовательно, тем больше размер субсидии. Небольшой банк, который не был «слишком большим, чтобы обанкротиться», был защищен только системой страхования вкладов. Конечно, в случае банкротства контроль над банком мог перейти к Федеральной корпорации по страхованию вкладов, которая гарантировала бы его депозиты, а затем организовала продажу банка конкуренту, таким образом избавившись от акционеров и, возможно, от незастрахованных кредиторов банка.

Во-вторых, чем большую сумму кредитов относительно своего акционерного капитала выдавали банк или государственное ипотечное агентство, тем большая требо-

## ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

валась страховка, а значит, тем значительнее была субсидия. Цирковая метафора, возможно, поясняет эту мысль: страховочная сетка вряд ли имеет большое значение для канатоходца, если канат протянут в метре от земли. Чем выше находится канат, тем выше ценность сетки. Для банка или правительственного агентства чем выше была задолженность, тем выше был риск дефолта, который несло правительство, обеспечивая его долги. По мере того как стоимость субсидии в виде страховок росла вместе с ростом кредитного портфеля, росла и стоимость акций банка или государственного ипотечного агентства, которые получали такую субсидию. Цена акций отражала способность банка или государственного ипотечного агентства получать финансирование по искусственно низкой ставке по сравнению с процентами, которые они бы платили без правительственной поддержки<sup>2</sup>. Акционеры банков и государственных ипотечных агентств поэтому вознаграждались правительственными страховками за то, что вкладывали как можно меньше собственных средств. В такой ситуации акционеры могут решить максимизировать свою долговую нагрузку, платить низкие проценты своим кредиторам, а затем прикарманить прибыль. Это рискованная стратегия, поскольку возможно, что в конечном итоге акционеры останутся ни с чем (если стоимость активов банка существенно снизится), но в среднем более высокая долговая нагрузка увеличивает доходность для акционеров.

Управляющие банков и государственных ипотечных агентств, которые выстраивают бизнес-стратегию вокруг максимизации стоимости страховочной сетки, таким образом, делают две вещи: они стремятся к как можно более значительному росту и не стремятся добровольно сохранять большие объемы акционерного капитала для фондирования деятельности. Короче говоря, они ищут пути значительного роста за счет заимствованных денег.

Учитывая, что крупные банки и государственные ипотечные агентства имели страховки, у их кредиторов по-

---

2. Теоретическое объяснение можно найти в работе Merton (1977). Эмпирические данные по поведению сберегательных ассоциаций в 1980-х см. в работе Brewer (1995).

что не было стимулов требовать, чтобы акционеры вкладывали больше своего капитала, чем это предусматривало правительство. В конце концов, правительство косвенным образом гарантировало погашение долгов перед кредиторами, вне зависимости от того, какой была судьба кредитного учреждения. Страховка «слишком большая, чтобы обанкротиться», которую имели государственные ипотечные агентства и мегабанки, даже учитывалась в рейтингах облигаций, присваиваемых рейтинговыми агентствами, такими как Moody's и Standard and Poor's. И если кредиторы не собирались дисциплинировать эти предприятия, кто должен был это делать?

Единственными, кто мог заставить акционеров банков и государственных ипотечных агентств иметь достаточные уровни капитала, были правительственные регуляторы. К сожалению, еще в 1992 году правительство уже создало прецедент для низкого уровня достаточности акционерного капитала государственных ипотечных агентств, когда Fannie и Freddie впервые были подчинены регулированию со стороны Закона о государственных ипотечных агентствах. Этот закон не только ввел обязательства перед Департаментом жилищного строительства по кредитованию населения с низкими уровнями доходов, он также позволил государственным ипотечным агентствам фондировать эти кредиты в основном заемными деньгами. Чтобы заставить сопротивляющихся управляющих и акционеров прийти на ипотечный рынок кредитования населения с низким уровнем доходов, закон о государственных ипотечных агентствах от 1992 года обозначил, что Fannie и Freddie должны были иметь только 2,5 доллара капитала на каждые 100 долларов ипотечных кредитов в их портфеле. Они могли занять оставшиеся 97,5 доллара по очень низкой процентной ставке, учитывая щедрые косвенные правительственные гарантии по их долгам. На тот момент коммерческие банки должны были иметь 4 доллара капитала на каждые 100 долларов в своих ипотечных портфелях<sup>3</sup>.

Покупка ипотечных кредитов у коммерческих банков и сберегательных ассоциаций была всего лишь частью бизнеса Fannie и Freddie. Они также могли покупать

---

3. Более детальную информацию см. в работе Acharya et al. (2011), 24–25.

## ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

ипотечные кредиты и превращать их в ипотечные ценные бумаги, а затем продавать их на вторичном рынке как практически безрисковые, поскольку Fannie и Freddie гарантировали их от дефолта по лежащим в их основе кредитам. Для этого им надо было только резервировать по этим ипотечным ценным бумагам всего 45 центов на каждые 100 долларов ипотечных кредитов в качестве защиты от дефолта (запас капитала на покрытие потенциальных убытков)<sup>4</sup>. Кроме косвенной гарантии от министерства финансов США Fannie и Freddie также получали огромную экономию от масштабов деятельности, которая давала им возможность диверсифицироваться по группам гарантированных ипотечных кредитов. Привлекательность использования ипотечных ценных бумаг понятна: они повышают объемы ипотечных кредитов, доступных потенциальным домовладельцам. Fannie и Freddie могли покупать ипотечные кредиты, выдаваемые банками и сберегательными ассоциациями, а инвесторы могли, по сути, покупать эти ипотечные кредиты у Fannie и Freddie (с гарантией погашения), таким образом, позволяя Fannie и Freddie покупать больше ипотечных кредитов у банков и сберегательных ассоциаций, которые затем могли предоставлять больше кредитов приобретателям жилья.

Эта структура жилищного финансирования создала возможность того, что экономисты называют регуляторным арбитражем. Если коммерческий банк выдал ипотечный кредит и держит его в своем портфеле, ему нужно иметь в качестве подушки безопасности 4 доллара капитала на каждые 100 долларов, которые он выдал. Но если банк купил ипотечную ценную бумагу с высоким рейтингом (выпущенную либо одним из государственных ипотечных агентств, либо банком, который секьюритизировал ипотечные кредиты на базе забалансовой структуры, управляемой своим собственным выпускающим департаментом), регуляторы требовали откладывать в резервы только 1,6 доллара на каждые 100 инвестированных долларов<sup>5</sup>. Логика требования

---

4. Acharya et al. (2011), 24.

5. Подробную информацию по требованиям к достаточности капитала для банков, выпускающих ипотечные ценные бумаги, см. Calomiris (2009).

резервирования меньших объемов капитала по ипотечным ценным бумагам с рейтингом AAA, чем по самим ипотечным кредитам, была простой: ипотечная ценная бумага гарантировалась Fannie, Freddie или каким-либо банком-кредитором, а стоимость гарантии, в свою очередь, отражала комбинацию их акционерного капитала и правительственных гарантий, которые получали эти посредники. Это означало, что, например, если банк продал ипотечный кредит Fannie или Freddie, а потом выкупил обратно на такую сумму ипотечные ценные бумаги, объем капитала, который вся финансовая система (банки и государственные ипотечные агентства) должна была резервировать под эти ипотечные кредиты, на самом деле составлял всего 2,05 доллара на каждые 100 долларов, выданных в виде кредита (1,60 доллара от банка и 45 центов на гарантию ипотечного кредита от Fannie или Freddie, когда они выпускали ценную бумагу).

Регуляторный арбитраж не заканчивался с покупкой ипотечной ценной бумаги банком, который выдал ипотечный кредит. Ипотечные кредиты не бывают одинаковыми; некоторые заемщики имеют более высокие кредитные рейтинги, более высокие показатели доходов по отношению к задолженностям и более высокие первоначальные взносы, чем другие. Занимающиеся секьюритизацией банки могли объединять ипотечные кредиты различного качества, создавая различные классы ипотечных ценных бумаг (с высокими рейтингами AAA и низкими рейтингами BBB). Этот бизнес вскоре превратился в создание обеспеченных залогом долговых обязательств (*англ.* CDO). Такие организации действовали как посредники, «переупаковывая» ипотечные ценные бумаги и долги из других ценных бумаг, часто с низкими рейтингами. Ипотечные ценные бумаги стали самым важным компонентом активов этих посредников в сфере CDO. Покупка активов CDO финансировалась преимущественно за счет выпуска задолженности. Эти долги CDO были в основном производными инструментами от ипотечных ценных бумаг (то есть стоимость CDO зависела от стоимости ипотечных ценных бумаг, которые посредники держали как активы). CDO были особенно полезны для банков, которые выпускали ипотечные ценные бумаги, поскольку они позволяли им упаковыв-

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

вать менее привлекательные ипотечные ценные бумаги в «диверсифицированный» пул. Объем выпускаемых CDO резко вырос в начале 2000-х — со 100–150 млрд долларов в год в 1998–2004 годах до 250 млрд долларов в 2005 году и 500 млрд долларов в 2006 году<sup>6</sup>.

Инвесторы в ипотечные ценные бумаги и CDO или их эмитенты также могли купить своего рода страховку через инструмент, называемый кредитно-дефолтным свопом (*англ.* CDS), — инновацию, впервые использованную J. P. Morgan в 1994 году. Фактически это было обещание банка или страховой компании купить ценную бумагу по ее номинальной стоимости у контрагента, если по этой ценной бумаге произошло «событие, связанное с кредитом», такое как просрочка уплаты процентов. По мнению регуляторов, страховой контракт в форме CDS имел ту же степень риска, что и ценные бумаги, выпущенные инвестиционным банком или страховой компанией, которая выпустила CDS. Так, если банк создал структуру, занимающуюся CDO, в качестве активов которой выступали субстандартные ценные бумаги и ценные бумаги, в основе которых лежали ипотечные кредиты типа Alt-A, но она заключила контракт CDS со страховой компанией с рейтингом AAA, чтобы гарантировать свою задолженность CDO, тогда эти CDO рассматривались как бумаги с рейтингом AAA в целях учета капитала<sup>7</sup>.

Считается, что все эти ценные бумаги со сложными названиями — ипотечные ценные бумаги, обеспеченные залогом долговые обязательства и кредитно-дефолтные свопы — были созданы банками, инвестиционными банками и государственными ипотечными агентствами, чтобы воспользоваться наивностью инвесторов. Говорят, что банки выдавали ненадежные ипотечные кредиты и либо сами их секьюритизировали, либо отдавали их государственным ипотечным агентствам, чтобы те хранили их у себя, либо тоже секьюритизировали и продавали. В этой истории есть лишь одна загвоздка: Fannie и Freddie, как и коммерческие банки типа Citibank, Bank of America и Wells Fargo, а также инве-

---

6. Calomiris (2009).

7. Наш рассказ о CDO и CDS основывается на работе Barth, Caprio, and Levine (2012), 72–73, 91–93.



стиционные банки типа Goldman Sachs и Lehman Brothers, имели портфели, полные ипотечных ценных бумаг, а также производных ценных бумаг по ним (CDO и CDS)<sup>8</sup>. Они создавали их не только, чтобы продавать их новичкам, но и затем, чтобы можно было создавать меньше резервов по ипотечным долгам, что увеличивало доходность на капитал. Вот почему, когда разразился кризис субстандартного кредитования, многие крупные коммерческие и инвестиционные банки, а также Fannie и Freddie стали неплатежеспособными: они были «набиты» собственными ценными бумагами, стоимость которых, как только начались дефолты по лежащим в их основе кредитам, упала камнем вниз.

Мы проясним нашу позицию: мы не утверждаем, что секьюритизация сама по себе создала кризис субстандартного кредитования. Например, ценные бумаги, обеспеченные кредитами по кредитным картам, тридцать лет показывали неплохую динамику. Банки продолжали выпускать ценные бумаги, обеспеченные кредитами по кредитным картам, до сентября 2008 года, когда объем всех финансовых транзакций существенно сократился, но с тех пор эти ценные бумаги восстановились. Аналогично ценные бумаги, обеспеченные стандартными ипотечными кредитами, не создали каких-либо убытков, сопоставимых потерями по ценным бумагам, обеспеченным субстандартными ипотечными кредитами. Мы также не утверждаем, что способность банков создавать и продавать производные таких ценных бумаг, как CDO, виновата в кризисе субстандартного кредитования. Производные ценные бумаги — это важные инструменты, которые позволяют банкам и инвесторам, а также нефинансовым компаниям страховать себя от рисков.

Однако мы утверждаем, что для нормальной работы с ипотечными ценными бумагами MBS, CDO и CDS необходимо было соблюдение хотя бы одного из двух условий. Либо чтобы лежащий в основе бумаги актив — сами ипотечные кредиты — имел достаточно низкий риск, чтобы небольшой объем капитала мог послужить защитой от убытка, либо чтобы кто-то в производственной цепочке секьюритизации обеспечивал уровень капита-

---

8. Acharya et al. (2011), 49.

## ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

ла, достаточный для покрытия потенциальных убытков. В противном случае дефолты по лежащим в основе бумаг ипотекам разрушили бы систему как карточный домик: фирмы, которые являлись держателями этих бумаг, должны были потратить свой (и так небольшой) акционерный капитал, чтобы покрыть убытки по ценным бумагам и производным инструментам. Как оказалось, ни одно из условий не было удовлетворено: лежащие в основе ипотечные активы характеризовались очень высоким риском, и никто в производственной цепочке не обеспечивал достаточные уровни капитала для покрытия потенциальных убытков. По этой причине, когда пришло время платить по счетам, это должны были сделать налогоплательщики.

### Уснули за рулем

Почему правительственные регуляторы — ФРС, Федеральная корпорация по страхованию вкладов, Комиссия по ценным бумагам и биржам и Управление по федеральному надзору за жилищным сектором — позволили институтам, которые были участниками рынка ипотечных ценных бумаг и производных инструментов, не резервировать достаточных объемов капитала? Почему они не потребовали, чтобы участники рисковали своим акционерным капиталом, а не благосостоянием налогоплательщиков?

Причины таких неадекватных коэффициентов достаточности капитала у государственных ипотечных агентств (самые малорегулируемые финансовые институты) приведены в главе 7: они были результатами политических договоренностей. По сути, государственные ипотечные агентства согласились на новые требования субсидирования ипотечных кредитов для бедного городского населения в обмен на более крупные правительственные субсидии в форме страховочной сетки, обеспечиваемые низкими требованиями к капиталу и слабым регуляторным надзором<sup>9</sup>.

---

9. Управление по федеральному надзору за жилищным сектором было основано в 1992 году Законом о финансовой безопасности и надежности

А как насчет банков? Часто утверждается, что отсутствие пруденциального надзора со стороны ФРС, Федеральной корпорации по страхованию вкладов и Комиссии по ценным бумагам и биржам было обусловлено «дерегулированием». Давайте проясним это ошибочное представление. На американском банковском рынке действительно проходил процесс дерегулирования с конца 1970-х до конца 1990-х годов, по мере того как правительства штатов и федеральное правительство постепенно снимали барьеры, не дающие банкам открывать филиалы в пределах или за пределами штата. Ограничения по процентным ставкам, которые не позволяли банкам конкурировать друг с другом за депозиты и которые поэтому лишили банковскую систему депозитов в период высокой инфляции в 1970-е годы, также были устранены. И наконец, федеральное правительство сняло ограничения, которые разделяли коммерческую банковскую деятельность и инвестиционную банковскую деятельность со времен Великой депрессии.

Однако ни одна из этих мер не ослабила пруденциального надзора, который осуществляли регуляторы и наблюдатели для обеспечения безопасной деятельности банковской системы и рынков ценных бумаг. В действительности реформы, которые позволили банкам открывать филиалы в пределах и за пределами штата, сделали банковскую систему более стабильной, поскольку банки теперь могли распределять риски по регионам. Точно так же реформа 1999 года, которая позволила холдинговым компаниям коммерческих банков открывать инвестиционно-банковские структуры, ограничила убытки от кризиса субстандартного кредитования, когда он разразился. Она обеспечила организованное приобретение Merrill Lynch и Bear Stearns компаниями Bank of America и JPMorgan Chase соответственно, когда эти инвестиционные банки стали неплатежеспособными. Она также позволила Goldman Sachs и Morgan Stan-

---

финансовых жилищных организаций (Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act) от 1992 года. Регулирующие полномочия Управления были гораздо более ограниченными, чем полномочия ФРС или Федеральной корпорации по страхованию вкладов. Обсуждение вопроса недостаточных полномочий Управления см. в работах Nagerty (2012), 85–95, и Rajan (2010), 35.

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

леу преобразоваться в холдинговые компании коммерческих банков в 2008 году, обеспечив им более широкий доступ к правительственной страховочной сетке<sup>10</sup>.

Проблема заключалась не в отсутствии регулирования, а в огромном количестве неэффективных правил. Уровни достаточности капитала для коммерческих банков были изначально установлены на отметке 4 доллара на каждые 100 долларов ипотечных кредитов в соответствии с международными Базельскими стандартами, которые были приняты в 1988 году<sup>11</sup>. Уровни капитала для Fannie и Freddie — на отметке 2,5 доллара на каждые 100 долларов ипотечных кредитов и 0,45 доллара на ипотечные гарантии — были установлены в 1992 году. Все эти требования к достаточности капитала были разработаны в контексте рынка жилищного финансирования, ипотечные кредиты выдавались на 30 лет по фиксированной ставке, при этом предполагалось, что банки держат эти кредиты до погашения. Никто и представить не мог кредитов без первоначального взноса, без документов, с плавающей процентной ставкой и с отрицательной амортизацией. Также никто не мог представить, что Fannie и Freddie займут половину ипотечного рынка, а 80% ипотечных кредитов будет секьюритизировано (что сократило эффективные коэффициенты

- 
10. На самом деле в годы, предшествующие кризису субстандартного кредитования, регулирование инвестиционных банков стало *более* тщательным. В ответ на давление со стороны европейских регуляторов американские регуляторы в 2002 году согласились, что инвестиционные банки будут соблюдать Базельские стандарты, в результате чего они впервые вошли в систему регулирования капитала с учетом рисков. Более того, в 2000-х годах были введены в действие многие новые положения пруденциального регулирования, в частности, в отношении секьюритизации. Некоторые исследователи ошибочно заявляют, что кризис субстандартного кредитования был спровоцирован изменением правила Комиссии по ценным бумагам и биржам, которое позволило инвестиционным банкам повысить их коэффициенты задолженности в 2004 году, но это неверно. Коэффициенты задолженности крупных инвестиционных банков на самом деле были выше до изменения правила, чем после него, поэтому изменение правила не привело к росту задолженности (см. McLean [2012]).
  11. По мере того как Базельские стандарты развивались, а американское регулирование менялось, объемы капитала для резервирования по ипотечным кредитам или ипотечным ценным бумагам тоже менялись. В крупных банках они все больше определялись собственным моделированием банками рисков, присущих соответствующим активам. См. Calomiris (2009), особенно 45 п. 19.

достаточности капитала наполовину, до 2,05 доллара на каждые 100 долларов кредита). Возможно, было уже понятно, что некоторые банки имели защиту «слишком большой, чтобы обанкротиться, однако с точки зрения 1988 или 1992 года наблюдатели, несомненно, не могли представить взрывного роста небольшой группы мегабанков, активы которых достигли триллионов долларов. Чтобы было с чем сравнивать, скажем, что на момент написания данной работы Bank of America имеет свыше 5000 филиалов в 50 штатах и является одной из пяти крупнейших корпораций (по объему общих активов) в Соединенных Штатах (крупнее только Walmart, General Electric и несколько нефтяных компаний). Однако в 1988 году, когда были установлены коэффициенты достаточности капитала по ипотечным кредитам коммерческих банков, Bank of America работал только в Калифорнии и даже избавлялся от филиалов и дочерних предприятий в течение предыдущих нескольких лет.

Неужели ФРС, Федеральная корпорация по страхованию вкладов и Комиссия по ценным бумагам и биржам (которая осуществляла пруденциальный надзор над инвестиционными банками в 2002 году) не заметили сильных изменений на рынке жилищного финансирования и рисков, которые с этим были связаны? Или они видели изменения и риски, но у них не было власти, чтобы как-то с ними бороться? Ответ на оба вопроса — твердое «нет». Наши коллеги Джеймс Барт, Джерард Каприо и Росс Левин достаточно подробно рассмотрели этот вопрос и пришли к выводу, что эти «финансовые стражники» не смогли выполнить важнейшее задание контроля за риском защищенными банками, несмотря на большое количество сигналов, предупреждающих о проблемах, которые накапливались в банковской системе, и несмотря на наличие обширных полномочий вмешательства. Регуляторы могли повысить требования к достаточности капитала банков и ограничить их инвестиции в рискованные активы. На самом деле со временем, после принятия пересмотренной системы оценки рисков Базель II, крупным банкам и инвестиционным банкам оказались на руку изменения правил, которые позволили им, по сути, самим определять подходящие уровни ка-

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

питательных резервов, основываясь на их собственных математических моделях<sup>12</sup>. Регуляторы, конечно же, сохранили полномочия отклонять представленные банками оценки собственных рисков или налагать более высокие требования к достаточности капитала для заданного уровня рисков, но они этого не делали.

### От плохого к худшему

Сделали ли что-то политики и регуляторы? Вообще-то да — они сделали еще хуже. Во-первых, они практически передали обязанности регулирования частным фирмам — рейтинговым агентствам, таким как Moody's, Fitch и Standard and Poor's, которые занимались оценкой корпоративных долговых обязательств. Во-вторых, они сделали все, чтобы свести на нет малейшие стимулы для этих агентств выставлять точные рейтинги. В-третьих, монетарная политика ФРС стимулировала покупателей жилья к принятию еще больших рисков. Самих по себе этих шагов не было достаточно, чтобы разжечь огненную бурю кризиса субстандартного кредитования, но в контексте американской жилищной политики и слабого пруденциального регулирования они стали дополнительными тремя бревнышками, подброшенными в огонь.

### Привлечение рейтинговых агентств к регулированию

Чтобы банк мог купить ипотечную ценную бумагу или CDO и рассматривать ее как актив с рейтингом AAA, по которому необходимо было резервировать незначительные объемы капитала, необходимо, чтобы рейтинговое агентство подтвердило этот рейтинг. Для этого агентство должно было получить от Комиссии по ценным бумагам и биржам статус Национально признанной статистической рейтинговой организации (NRSRO) — эта категория была введена Комиссией по ценным бумагам и биржам в 1975 году. Олигополия

---

12. Barth, Caprio, and Levine (2012), chapter 4.

быстро развивалась: Moody's, Fitch и Standard and Poor's вскоре контролировали уже около 90% мирового рынка рейтингов ценных бумаг.

В бизнес-модели Национально признанной статистической рейтинговой организации был заложен конфликт интересов. Эмитентам ипотечных ценных бумаг и CDO были важны рейтинги, получаемые этими ценными бумагами, поскольку покупатели ценных бумаг были регулируемы посредниками — банками, страховыми компаниями, пенсионными и взаимными фондами. Всем этим покупателям были выгодны рейтинги, которые недооценивали риски, поскольку более высокие рейтинги означали более низкие требования к резервированию капитала для банков и страховых компаний, владевших этими долговыми обязательствами, и более благоприятные режимы (в отношении к требованиям, лимитирующим объемы различных типов инвестиций, которыми может владеть пенсионный фонд). Эмитенты просили все три рейтинговых агентства заранее информировать их о рейтингах, которые получат их ценные бумаги (процесс, известный как «покупка рейтинга» — *англ.* ratings shopping), и отказывались от рейтинга агентства, которое присваивало наименее благоприятный рейтинг<sup>13</sup>.

Чтобы присвоить завышенный рейтинг бумагам, связанным с субстандартными кредитами, рейтинговые агентства использовали модели оценки рисков, имевшие сильные и заметные изъяны<sup>14</sup>. Они основывались на двух ключевых допущениях, которые были почти смехотворны: что отсутствие подтверждения доходов

---

13. Иногда утверждают, что тот факт, что компании, занимающиеся секьюритизацией, платили за рейтинги, уже по определению делал рейтинги слишком благоприятными. Это не верно: если покупатели ценных бумаг хотели получить достоверные рейтинги, они бы наказывали «покупку рейтингов», а не поощряли ее (Calomiris [2009]). Так же как на цену товара не влияет, кто платит правительству налог на продажу — потребитель или владелец магазина, неважно, кто платит за выставление рейтинга. Что важно, так это то, что конечный спрос на искаженные рейтинги, который стимулировался нормативным регулированием для покупателей на рынке, провоцировал «покупку рейтингов». Свидетельства завышения рейтингов и его связи с регулированием можно найти в работе Cantor and Packer (1994).

14. Более подробную информацию можно найти в работе Mason and Rosner (2007a,b).

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

или занятости не означало более высоких рисков дефолта по ипотечным кредитам и что цены на жилье никогда не упадут. Эти модели использовали стресстесты цен на жилье, основанные на опыте предыдущих десяти лет. Это означало, что уже в 2007 году, чтобы оценить потенциальное снижение цен на жилье во время любого будущего экономического спада, специалисты основывались на трендах жилищных цен, зафиксированных только во время одной рецессии (спада 2001 года). Однако рецессия 2001 года была уникальной по отношению к ценам на жилье: это была единственная рецессия в американской истории, когда рост цен на жилье был резко положительным<sup>15</sup>. Короче говоря, эти модели строились на допущении, что никакая будущая рецессия не приведет к падению цен на жилье, несмотря на то что долгая история американских цен на жилье — не говоря уже об огромном объеме литературы по экономической теории — свидетельствовала о диаметрально противоположном.

Институциональные инвесторы и регуляторы были хорошо осведомлены о недостатках этих моделей. Например, в декабре 2005 года опубликованные Moody's данные по CDO с рейтингом Ваа (это более низкий рейтинг, чем имеют первоклассные ценные бумаги, но все же это «инвестиционный уровень») продемонстрировали, что эти долговые обязательства имели 20%-й уровень де-

---

15. В действительности даже существенная возможность прекращения роста цен на жилье представляла собой большие риски для субстандартных ипотечных кредитов, поскольку допущение низкого риска дефолта для рискованных кредитов основывалось на непрерывном росте цен на жилье, который позволил бы избежать убытков при обращении взыскания на залог. Рейтинговые агентства знали об этой проблеме, но не особо на нее реагировали. В декабре 2006 года агентство Fitch совершенно верно предсказало, что «чувствительность субстандартных ипотечных кредитов к темпам роста цен на жилье и большое число заемщиков, которые должны столкнуться с плановым ростом выплат в 2007 году, продолжает оказывать негативное давление на сектор. Fitch ожидает, что в следующем году нарушения в выплатах вырастут не менее чем еще на 50% с текущих уровней и что общая рейтинговая конъюнктура будет негативной, поскольку число понижений рейтингов превысит число повышений рейтингов». Тем не менее эти серьезные проблемы нашли отражение в существенных (хотя и по-прежнему несопоставимых) изменениях допущений, используемых рейтинговыми агентствами при моделировании рисков, только в середине 2007 года. Calomiris (2009), 14.



фолтов, в среднем в течение пяти лет с даты их выпуска. Moody's также опубликовало данные о корпоративных ценных бумагах с рейтингом Ваа, вероятность дефолта по которым составляла всего 2% в среднем в течение пяти лет со дня выпуска. Любой студент первого курса экономического факультета понимал, что это значило: несмотря на заявляемое единообразие оценочных шкал, CDO было в 10 раз рискованнее корпоративного долгового обязательства с таким же рейтингом<sup>16</sup>. Барт, Каприо и Левин так резюмируют достоверность рейтингов: «Любые профессиональные финансисты, заявляющие, что они купили ипотечные ценные бумаги с рейтингом ААА потому, что были убеждены в их надежности, либо лукавили, либо не обращали внимания на риски, возможно из-за того, что были ослеплены высокой доходностью, которую они получали в обмен на то, что не ставили под сомнение рейтинги»<sup>17</sup>.

Шаг, сделанный американским правительством в 2006 году, сделал эту ситуацию еще хуже, чем она была. Невероятно, но регуляторов беспокоило, что некоторые рейтинговые агентства были чересчур консервативны в присвоении рейтингов ипотечным ценным бумагам. Под давлением рейтингового агентства, которое предоставляло самые завышенные рейтинги по ипотечным ценным бумагам и другим капиталовложениям, был принят закон, который побудил Комиссию по ценным бумагам и биржам предложить «антикорректирующее» регулирование, которое облегчало задачу избегать оценок несговорчивых рейтинговых агентств<sup>18</sup>. Поскольку CDO было производным инструментом от пула других ценных бумаг, которые уже имели рейтинг, рейтинговые агентства, оценивающие CDO, собственно, должны были переоценить эти ипотечные ценные бумаги и другие ценные бумаги, бывшие активами структуры, занимающейся CDO. При оценке CDO, которые содержали субстандартные ипотечные ценные бумаги, скажем, Moody's могло предложить либо оценить ипотечные бумаги с нуля, либо «подкорректировать» (с уче-

---

16. Calomiris (2009), 17.

17. Barth, Caprio, and Levine (2012), 69.

18. Calomiris (2009), 19.

долговая нагрузка, провал регуляторов и кризис ...

том снижения рейтингов) рейтинги, которые были присвоены, скажем, Fitch. Анतिकорректирующие правила, которые были приняты в 2006 году, если бы они были применены, по сути, вынудили бы каждое рейтинговое агентство, оценивающее CDO, принять рейтинги лежащих в основе CDO активов, присвоенные другими агентствами, без корректировок.

Хотя антикорректирующие требования не были применены — поскольку регулирование все еще находилось на стадии разработки, когда разразился кризис субстандартного кредитования, — они были важны по двум причинам. Во-первых, они показывают, насколько конгресс и администрация Буша были готовы поощрять принятие рисков ипотечным рынком. Во-вторых, поскольку они демонстрировали предпочтения политиков, то, возможно, оказали незамедлительное влияние на поведение рейтинговых агентств в 2006 году. Это была атака на какой-либо сохранившийся консерватизм в рейтинговой индустрии: попытки плыть против течения завышения рейтингов поставили бы рейтинговое агентство перед угрозой поссориться с Комиссией по ценным бумагам и биржам. По сути, конгресс вынуждал более консервативные рейтинговые агентства принимать оценки менее консервативных.

### ФРС и его монетарная политика

ФРС не просто регулирует банки. Он также определяет монетарную политику Америки — преимущественно путем изменения ставки по федеральным фондам — процентной ставки, которую платят банки по овернайтным кредитам друг другу. ФРС повышает и снижает свою целевую ставку по федеральным фондам для управления «совокупным спросом», который, в свою очередь, связан с уровнем занятости и инфляции. Стэнфордский экономист Джон Тейлор изобрел известную формулу — которая в честь него была названа правилом Тейлора, — оценивающую «функцию реакции» ФРС — то есть как ФРС меняет ставку по федеральным фондам в зависимости от состояния экономики.

Тейлор и другие экономисты отметили, что по сравнению со своим поведением в предшествующий пери-

од, с 2002 по 2005 год, ФРС проводила исключительно либеральную монетарную политику<sup>19</sup>. В соответствии с правилом Тейлора, если бы ФРС вела себя так же, как и в предыдущие двадцать лет, ставка по федеральным фондам должна была быть в среднем на 2 процентных пункта выше в 2002–2005 годах<sup>20</sup>. Чиновники ФРС предложили множество объяснений слабости монетарной политики в эти годы, и нам сложно сказать, насколько организация вела себя оправданно, так сильно намеренно отклонившись от правила Тейлора.

Очевидно одно: ФРС должна была предвидеть и принять во внимание одно из основных предсказуемых последствий очень либеральной монетарной политики в 2002–2005 годах, а именно более низкую оценку риска. Историки финансов зафиксировали во многих странах и в течение многих лет тенденцию снижения маржи за риск (процент, который прибавляется к безрисковой ставке, чтобы компенсировать риски), когда центральные банки ослабляют монетарную политику<sup>21</sup>. Финансовые экономисты продемонстрировали, что этот феномен снижения маржи за риск распространяется на большое число финансовых инструментов, включая акции, облигации и банковские кредиты. Когда реальная ставка по федеральным фондам падает, маржа, которую требуют инвесторы в акции, держатели облигаций и банки,

---

19. См. J. Taylor (2009). Более простые параметры монетарной политики также предполагают стимулирующую монетарную политику. «Реальная» ставка по федеральным фондам — номинальная ставка по федеральным фондам за минусом ожидаемой инфляции, в соответствии с исследованиями рынка — измеряет, насколько низки процентные ставки после корректировки на изменение покупательной способности. Более высокая ожидаемая инфляция снижает реальную ставку, поскольку заемщики надеются выплатить свои кредиты более дешевыми долларами в будущем. В период с 2002 по 2005 год реальная [то есть скорректированная на инфляцию. — *Примеч. науч. ред.*] ставка по федеральным фондам была устойчиво отрицательной. Таким образом, стоимость кредитов на межбанковском рынке давала заемщикам возможность получить прибыль, даже если они просто инвестировали заемные средства в сырье и хранили их для последующей продажи! Единственным другим периодом, когда реальная ставка по федеральным фондам была отрицательной в течение четырех лет подряд, были 1975–1978 годы, когда была зафиксирована наивысшая отметка «великой инфляции» 1960-х и 1970-х.

20. См. Calomiris (2009).

21. Bordo (2007); Bordo and Wheelock (2007, 2009).

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

тоже падает, как и можно было ожидать<sup>22</sup>. На ипотечном рынке стимулирующая монетарная политика побуждает банки фондировать рискованные ипотечные кредиты, а потребителей — занимать средства для покупки домов, которые они в действительности не могут себе позволить. Тейлор и другие экономисты, таким образом, утверждают, что стимулирующая монетарная политика сыграла важную роль в кризисе субстандартного кредитования: если риск кажется дешевым, люди и банки возьмут его в гораздо бóльших объемах<sup>23</sup>.

Вполне вероятно, что стимулирующая монетарная политика способствовала разжиганию костра, который был заложен политикой в сфере жилищного финансирования и слабым пруденциальным регулированием. Однако одна только монетарная политика не могла привести к кризису. Прежде всего, стимулирующая монетарная политика начала проводиться только в 2002 году; первоначальный рост ипотечного риска и снижение стандартов пруденциального регулирования предвосхитили ее. Стимулирующая монетарная политика не была бы настолько опасной для рынка жилищного финансирования, если бы к этому моменту уже не произошло ухудшения стандартов оценки платежеспособности заемщика, которое началось с 1994 года. (В связи с этим отметим, что стимулирующая монетарная политика оказала влияние на все рискованные активы, однако кризис 2007–2009 годов начался на ипотечном рынке, а не в других сферах секьюритизированного потребительского долга, таких как кредитные карты, где не произошло ухудшения стандартов оценки платежеспособности заемщика.) Во-вторых, опасность, которую для ипотечного рынка представляла стимулирующая монетарная политика, могла бы быть ограничена, если бы ФРС понимала ее последствия и требовала от банков иметь более высокие уровни достаточности капитала — а этого, как мы уже сказали, он не делал. И наконец, если проследить историю международных банковских кризисов, стимулирующая монетарная по-

---

22. См. Dell’Ariccia, Igan, and Laeven (2012); Jimenez et al. (2007); Altunbas et al. (2009); and Beakaert, Hoerova, and Lo Duca (2010).

23. См. Taylor (2009).

литика в общем не является достаточным условием для разжигания банковского кризиса таких масштабов, каким был кризис субстандартного кредитования. Моне-тарная политика может привести к завышению цен рискованных активов, что может способствовать образованию пузырей и обвалов на фондовом рынке и рынке недвижимости, однако для банковского кризиса нужно больше: а именно решение банков инвестировать в эти рискованные активы и не обеспечивать их достаточным объемом капитала. В Соединенных Штатах в 1920-х годах надулся и лопнул пузырь на рынке жилой недвижимости, но это не привело к банковскому кризису по той простой причине, что ипотечные кредиты предполагали высокие первоначальные взносы, а банки соблюдали высокие коэффициенты достаточности капитала<sup>24</sup>.

### Ничего не вижу, ничего не слышу

Несостоятельность регуляторов не ограничивалась бездействием накануне кризиса; по мере того как разворачивались события, регуляторы также не торопились предпринимать действия, которые ограничили бы системные последствия ипотечных убытков. Кризис субстандартного кредитования развивался в течение длительного периода, с весны 2007 года до осени 2008 года, когда долговые рынки, от которых зависела банковская система, прекратили нормально функционировать и правительство наконец начало активные вмешательства, чтобы предотвратить системный кризис.

Участники рынка, несомненно, видели, что риск системного кризиса увеличивается: в течение двух лет до коллапса в сентябре 2008 года у крупных финансовых институтов США, которым понадобилось вмешательство осенью 2008 года, отношение рыночной стоимости их активов к балансовой стоимости постоянно снижалось<sup>25</sup>. У банков было много возможностей выпустить новые акции для рекапитализации, а у регуляторов — требовать этого от них. Доступ на фондовый рынок был максимально открыт; мировые банки в период

---

24. E. White (планируется к выпуску).

25. Calomiris and Herring (2012).

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

с сентября 2007 по сентябрь 2008 года привлекли почти 450 млрд долларов капитала<sup>26</sup>. Merrill Lynch, Citibank, Lehman, AIG и другие крупные американские банки тем не менее решили не заменять свой потерянный акционерный капитал новыми предложениями. Они, очевидно, надеялись, что цены акций будут расти, позволив им рекапитализироваться с меньшим размыванием существующего акционерного капитала. Также они, очевидно, считали себя защищенными (и правильно, за существенным исключением — банк Lehman), поскольку были «слишком большими, чтобы обанкротиться». Зачем идти на рынки для привлечения нового капитала, когда есть уверенность, что правительство тебя спасет?

Как только инвестиции крупных банков в ипотечные кредиты начали давать очевидные убытки, регуляторы и контролеры должны были вмешаться. Они могли вынудить банки скорее зафиксировать эти убытки и выйти на рынок, чтобы привлечь дополнительный капитал<sup>27</sup>. Однако они снова, по сути, оставались в стороне, наблюдая, как на их глазах разворачивается кризис.

За последние тридцать лет замедленная реакция регуляторов и контролеров на банковские убытки стала достаточно обычным явлением. В защищенных правительством банковских системах регуляторы не только снисходительно относятся к правоприменению до кризисов (в связи с уже рассмотренными нами политически мотивированными причинами), они также не торопятся принудить банки разбираться со своими кредитными убытками, когда возникает кризис. Требования докапитализации банков обычно еще больше сокращают предложение кредита в краткосрочной перспективе. Это может снизить вероятность финансового кризиса, но краткосрочное сокращение кредитования также имеет экономическую и политическую стоимость, особенно когда приближаются выборы<sup>28</sup>.

---

26. Calomiris (2009).

27. Calomiris and Herring (2012).

28. Более подробную информацию о снисходительности американских регуляторов во время кризиса см. в работах Barth, Caprio, and Levine (2012); Calomiris and Herring (2012); и McCarty, Poole, and Rosenthal (2013), 10–11, 22. Информацию по разным странам см. в работе Calomiris, Klingebiel, and Laeven (2005) и Brown and Dinc (2005).

В случае с кризисом субстандартного кредитования легко понять, почему регуляторы были готовы смотреть на многое сквозь пальцы и надеяться на лучшее: любое действие, принуждающее банки и государственные ипотечные агентства привлекать капитал в 2007 и начале 2008 года, не только создало бы кратковременный кредитный кризис, но имело бы и далеко идущие последствия для всей цепочки ипотечного кредитования и мощной политической коалиции, которая ее создала. Американская Игра банковских договоренностей после 1990 года привела к низким требованиям достаточности капитала в сфере ипотечного финансирования в результате договоренностей, которых пришлось достичь во время принятия Закона о государственных ипотечных агентствах от 1992 года. Как только эти договоренности были достигнуты, позволив Fannie и Freddie обеспечивать ипотечные кредиты, которые они приобрели, более низкими уровнями капитала, чем те, которые преобладали в сфере коммерческих банков, и позволив им гарантировать ипотечные кредиты еще более низкими уровнями капитала, жребий был брошен. Вскоре появился регуляторный арбитраж и различные авангардные финансовые инновации. Чтобы попытаться развязать этот гордиев узел, регулятор должен был обладать немалой храбростью.

Если бы ФРС, Федеральное агентство по страхованию вкладов или Комиссия по ценным бумагам и биржам сделали серьезные попытки повысить уровни пруденциального капитала или степень регуляторного надзора рейтинговыми агентствами, какой была бы вероятная реакция? Коммерческие банки, инвестиционные банки, государственные ипотечные агентства и рейтинговые агентства не на жизнь, а на смерть боролись бы за сохранение низких требований к достаточности капитала, которые позволяли им получать высокий уровень доходности. Борьба в сфере пруденциального регулирования капитала была бы публичной и безобразной. И прежде чем самодовольно утверждать о провале регуляторов, необходимо задать себе следующий вопрос: если бы вы были потенциальным домовладельцем, как бы вы отреагировали на перспективу повышения ставок по ипотеке в 2006 или 2007 году в результате ак-

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

тивных действий со стороны регуляторов? Регуляторы знакомы с политической средой, в которой они существуют.

С точки зрения регуляторов, до лета 2008 года было легче смотреть на все сквозь пальцы, нежели втянуться в кровавую битву. Несомненно, все остальные случаи, в которых они смотрели сквозь пальцы — чтобы ни с кем не ссориться, — использовались бы коммерческими банками, инвестиционными банками, государственными ипотечными агентствами и рейтинговыми агентствами как свидетельства того, что требования по увеличению пруденциального капитала теперь были просто капризом и лицемерием: если в прошлом мы делали все правильно, и вы были согласны, что это правильно, как вы теперь можете говорить, что это неправильно? В этом плане регуляторам было легко выбрать: они могли ввязаться в драку, в которой они могли проиграть, или они могли смириться с тем, что происходит, а затем дать налогоплательщикам заплатить за спасение.

Особенно много стимулов смотреть сквозь пальцы на все, что происходило, вероятно, было у ФРС. Как часто отмечают политологи, делегирование власти регуляторам может намеренно использоваться как способ сделать следование правилам более подверженным политическому влиянию, если на регуляторов оказывают давление группы интересов<sup>29</sup>. Почему могло показаться, что ФРС больше, чем другие банковские регуляторы, заинтересована в том, чтобы избежать крушения политических договоренностей? Как отметили критики, ФРС считает своей первоочередной задачей независимость монетарной политики и всегда обеспокоена потенциальным вторжением конгресса или администрации, которое может угрожать этой независимости. Согласно этой точке зрения ФРС старается расширить свои регуляторные полномочия, чтобы усилить монетарную независимость, а конгресс предоставляет ФРС регуляторные полномочия, поскольку он знает, что ФРС не поставит под угрозу свою монетарную независимость, ввязываясь

---

29. McCarty, Poole, and Rosenthal (2013), 10–11, 22; O'Halloran and McAllister (2012).



в борьбу с ключевыми членами конгресса или президентом по вопросам регулирования<sup>30</sup>.

История расширения сферы полномочий ФРС вписывается в рамки этого анализа. Совет управляющих ФРС начал играть роль регулятора консолидации банков в 1930-х годах, когда ему было поручено регулировать «группы и цепочки» банков, которые позже превратились в структуры, известные как банковские холдинговые компании. В 1930-х годах ФРС была очевидным кандидатом на исполнение этой роли, поскольку была единственной, кто мог собрать информацию, необходимую для обеспечения соблюдения правил, вытекающих из закона Гласса — Стиголла и других законов<sup>31</sup>. Со временем регулирование ФРС банковских холдинговых компаний усилилось. Во время волны слияний 1990-х годов ФРС (а не Департаменту юстиции, который обеспечивает исполнение антитрастового законодательства) была поручена ключевая роль утверждения слияний и поглощений в банковской сфере. ФРС была также назначена основным пруденциальным регулятором вместо Управления контролера денежного обращения, Федеральной корпорации по страхованию вкладов и некоторых недавно созданных регуляторов, и эта роль со временем стала более важной<sup>32</sup>. В 1999 году, согласно закону Грэма — Лича — Блайли, ФРС стала общим регулятором с особыми всеохватывающими полномочиями в сфере регулирования.

## Почему не все банки стали рисковать?

То, что банк мог обогатиться на пузыре жилищных финансов, беря на себя громадные риски при недостаточных объемах капитала, вовсе не значило, что он обязательно должен был это делать. Банкиры стояли перед выбором: они могли попытаться заработать день-

---

30. Hawke (1988); Calomiris (2006, 2010a).

31. Calomiris (2013).

32. Как показывает Каломирис (Calomiris (2006)), в последние десятилетия XX века многие страны отошли от традиции позволять своим монетарным властям одновременно действовать и в качестве основного регулятора банковских систем.

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

ги старомодным способом, через высококачественные кредиты или другие финансовые возможности, а затем зарезервировать достаточные объемы капитала в соответствии с рисками, которые они на себя принимали; или они могли пойти на огромные риски, воспользовавшись слабыми стандартами регулирования и щедрыми правительственными страховками. На самом деле не все банки шли на огромные риски, как это делали государственные ипотечные агентства Washington Mutual, Citibank, Bear Stearns и другие<sup>33</sup>. Что заставило другие банки не участвовать в буме субстандартного кредитования?

Чтобы рассмотреть этот вопрос в контексте рынка жилищного финансирования, возьмем для примера двух гипотетических банкиров, банкира А и банкира В. Обоим банкирам приходилось выдавать, по крайней мере, какой-то объем рискованных ипотечных кредитов из-за требований правительства, но банкир А, будучи осторожным, минимизировал эту деятельность, решив продавать эти ипотечные кредиты Fannie или Freddie, а затем используя эти средства для более надежных инвестиций. Банкир В, с другой стороны, решил выдавать большие объемы субстандартных ипотечных кредитов, секьюритизировал их через Fannie, Freddie или инвестиционный банк, а затем держал эти ипотечные кредиты в форме ипотечных ценных бумаг, по которым можно было резервировать гораздо меньше капитала, чем по оригинальным ипотечным кредитам.

Как это часто случается в жизни, банкир В, возможно, сделал выбор в пользу большего риска из-за того, что у него были менее выгодные стратегические альтернативы по сравнению с банкиром А. Чтобы получать прибыль, следуя примеру банкира А, банкиру В нужно было обладать руководящим составом и операционной эффективностью такого же уровня, как у бан-

---

33. Важно отметить, что банки, сконцентрировавшиеся на этих рисках, знали что они делали. Как показывается в работе Ellul and Yerramilli (2010), банки с более высокими убытками воспринимались рынком как более рискованные до кризиса и меньше вкладывали в управление рисками. Иган, Мишра и Трессел (Igan, Mishra, and Tressel (2012)) демонстрируют, что банки, которые строили свой бизнес вокруг рискованного ипотечного кредитования, также тратили больше на лоббирование слабого регулирования в сфере ипотечных кредитов.

кира А. На языке финансовых экономистов его банку нужно было иметь такую же «франшизную стоимость», как и у банка банкира А. В отсутствие высокой франшизной стоимости перед банкиром В в действительности стоял выбор — сократить объемы своего бизнеса (поскольку он бы проиграл в конкуренции с банкиром А) или принять стратегию, которая позволила бы ему зарабатывать высокую доходность, беря на себя большие риски и полагаясь на правительственную страховочную сетку, чтобы усилить его более дешевую франшизу. Эксплуатируя стоимость субсидии в виде страховочной сетки, банкир В мог создать столько же акционерной стоимости и прибыли, сколько и банкир А. Несомненно, акции банка В представляли бы собой гораздо более рискованные инвестиции, но это было лучшее, что мог сделать банкир В для своих акционеров, учитывая низкую франшизную стоимость. Даже если это была и не самая хорошая схема для акционеров, высокая прибыль и высокая цена акций банка В, скорее всего, позволили бы банкиру В заработать неплохой бонус. Если бы рынок рухнул (что он и сделал), его бы вынудили уйти с поста гендиректора, но на заработанные деньги он мог бы вполне достойно существовать<sup>34</sup>!

Есть некоторые свидетельства того, что различия во франшизной стоимости банков — способности их руководства выстраивать надежную клиентскую базу, которая бы обеспечивала устойчивые и прибыльные инвестиционные возможности, — сыграли свою роль в кризисе субстандартного кредитования. Они не стали непосредственной причиной кризиса — причиной была политика в области жилищного финансирования, которая ослабила стандарты оценки кредитоспособности заемщика, и слабый пруденциальный надзор. Однако такие различия могли определить, какие банки больше всего пострадали от кризиса, и увеличить его негативные последствия.

Опыт американских банков во время кризиса субстандартного кредитования был поразительно раз-

---

34. Рассмотрение роли вознаграждения в стимулировании побудительных мотивов банкиров во время бума субстандартного кредитования см. в работах Calomiris (2009) и Barth, Caprio, and Levine (2012), 74–79.

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

ным. Управляющие Fannie, Freddie, Bear Stearns, Lehman Brothers, Citibank, UBS, Wachovia, Washington Mutual, Countrywide, AIG и Merrill Lynch брали на себя гигантские ипотечные риски в период с 2000 по 2006 год, в то время как управляющие Deutsche Bank, JPMorgan Chase, Goldman Sachs, Bank of America, Met Life, Credit Suisse, HSBC, Standard Chartered и многих других банков решили этого не делать.

Какие есть доказательства того, что различия в принятии рисков до кризиса отражали различия во франшизной стоимости? Доказательства не являются неопровержимым, но наводят на размышления. Обычный эмпирический подход предполагает, что банки с самой высокой франшизной стоимостью обычно были более консервативны до кризиса. Поскольку у них были сильные системы управления рисками и они брали на себя меньше рисков по отношению к уровню их капитала во время взрывного роста, их не понадобилось спасать во время кризиса. Среди таких банков можно назвать Goldman Sachs, JPMorgan Chase и Deutsche Bank. Банки, которые больше всего пострадали во время кризиса, рассматривались профессиональными финансистами как имеющие более слабую франшизу и более терпимо относились к принятию рисков: Bear Stearns, Lehman Brothers и Citibank. В Citibank слабая внутренняя организация и реализовывающиеся риски создавали проблемы банку в течение трех десятилетий. Систематическое изучение этого вопроса Рудигером Фаленбрахом, Робертом Прилмайером и Рене Штульцем обнаружило, что банки, которые понесли больше всего убытков во время кризиса субстандартного кредитования, были теми же самыми банками, которые инвестировали в Long-Term Capital Management или выдали ему кредит. Это был крупный хедж-фонд, чьи агрессивные инвестиции привели к коллапсу фирмы и почти что стали причиной системного финансового кризиса в 1998 году<sup>35</sup>.

Еще одним аргументом в пользу точки зрения, что банки различались по их отношению к рискам, представляет собой исследование Эндрю Эллала и Виджея Йеррамитли, которое демонстрирует, что различия

---

35. Fahlenbrach, Prilmeier, and Stulz (2012).

в принятии рисков банковскими холдинговыми компаниями объяснялись их корпоративной стратегией в области управления рисками<sup>36</sup>. Некоторые банки, похоже, намеренно не инвестировали в риск-менеджмент именно потому, что сильные специалисты по управлению рисками не дали бы высшему руководству брать на себя риски, разрушающие стоимость компаний! В качестве индикатора направленности на управление рисками Эллал и Йеррамили используют отношение вознаграждения, выплачиваемого директору по управлению рисками к вознаграждению гендиректора. Они приходят к выводу, что банки с более высоким коэффициентом (то есть с более высокооплачиваемыми специалистами по управлению рисками) брали на себя меньше рисков в 2006 году и понесли меньше убытков во время кризиса субстандартного кредитования.

Учитывая все имеющиеся свидетельства, мы придерживаемся мнения, что полное объяснение причин субстандартного кризиса должно принимать во внимание не только основные последствия правительственной политики в области жилищных финансов, которая ослабила стандарты ипотечного кредитования, и несостоятельность пруденциального регулирования — оба этих фактора отражают более глубокие политические договоренности, — но также и различия между банками, включая различия в конкурентоспособности, которые могли стимулировать некоторых руководителей намеренно идти на исключительно высокие риски.

### Закон Додда — Франка на помощь?

Кризис субстандартного кредитования выявил глубокие изъяны в американской политике жилищного финансирования и в пруденциальном регулировании. Так же как в свое время Великая депрессия и кризис ссудо-сберегательных ассоциаций привели к реформе регулирования (см. главу 6), на момент написания этой работы наблюдается существенная реакция регуляторов на кризис субстандартного кредитования. Закон Дод-

---

36. Ellul and Yerramilli (2010).

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

да — Франка от 2010 года служит источником многих регуляторных изменений. Предыдущие попытки реформ мало сделали для улучшения банковской системы — эту проблему мы объясняем политическими ограничениями на реформы. Будут ли реформы Додда — Франка более эффективными?

Исследователи в целом сходятся на том, что необходимо работать в трех ключевых направлениях. Во-первых, банки нужно заставить более осмотрительно управлять своими рисками, резервировать больше капитала и более своевременно учитывать убытки. Во-вторых, необходимо реформировать правительственную ипотечную политику, чтобы положить конец дестабилизирующему субсидированию рискованного ипотечного кредитования через Fannie, Freddie и Федеральную администрацию по жилищному строительству. В-третьих, необходимо прекратить практику использования крупными институтами в своих собственных целях защиты в форме «слишком большой, чтобы обанкротиться».

К сожалению, большинство исследователей сходятся и на том, что закон Додда — Франка также не позволяет серьезно надеяться на решение этих проблем. У нас нет возможности сделать полный обзор закона Додда — Франка<sup>37</sup>. Мы ограничимся лишь несколькими наблюдениями. Несмотря на его беспрецедентный объем и сложность, Йоги Берра мог бы сказать о законе Додда — Франка от 2010 года: «Это дежа вю мы уже проходили!» Как и в ответ на кризисы 1930-х и 1980-х, политики провозгласили множество пруденциальных реформ. Как и предыдущие реформы, закон Додда — Франка пока мало чем способствует решению основных причин кризиса. Он мало способствует изменению того, как регуляторы измеряют риски банка или убытки банка, он еще даже не начал ничего делать с необходимостью реформирования субсидий по жилищному финансированию, да и проблема «слишком большой, чтобы обанкротиться» сохраняется: хотя, конечно, теперь она кодифицирована.

---

37. См. обзор в работе Calomiris, Eisenbeis, and Litan (2012). Пример пессимизма в отношении эффективности закона Додда — Франка можно найти в работе McCarty, Poole, and Rosenthal (2013), 254–261.

Согласно разделу II закона Додда — Франка, когда «слишком большой, чтобы обанкротиться» финансовый институт находится в сложном финансовом положении, различные группы в правительстве должны совместно решить, помочь ему или просто его ликвидировать без всякой помощи. Если решено предоставить помощь и правительство несет убытки в результате этой помощи, на существующие институты налагается специальный налог для покрытия этих убытков. Несмотря на заявленное намерение избежать будущих «операций спасения», этот новый закон устанавливает конкретные процедуры спасения «слишком больших, чтобы обанкротиться институтов» и уплаты комиссий для фондирования этих операций спасения. Наиболее вероятный путь наименьшего политического сопротивления в ситуации, когда крупный банк становится неплатежеспособным, — это провести еще одну операцию спасения, одобренную всеми теми политиками, судьями и бюрократами, которые на это уполномочены. Испытывающие проблемы финансовые институты будут заявлять, что, если этого не сделать, наступит коллапс, и мало кто из политиков, бюрократов или судей будет готов нести персональные риски за то, что встанет у таких институтов на пути.

Словно зловещее напоминание о роли Картера Гласса в финансовой реформе 1933 года, бывший председатель правления ФРС Пол Волкер — который, будучи неофициальным советником президента Обамы получил возможность сформировать программу финансовой реформы, — сделал основным направлением предлагаемых реформ торговлю ценными бумагами. В 1933 году, несмотря на тот факт, что банковский коллапс не был связан со сложностями банков на рынке ценных бумаг, Гласс использовал реформу для осуществления своей собственной идеи фикс — разделения коммерческой и инвестиционной деятельности банков. Как и Гласс в 1933 году, вместо того чтобы сосредоточиться на рынках недвижимости, которые наносили урон финансовой системе, Волкер проводил кампанию против того, что для него было главным объектом неприязни — торговли на собственные средства. Ему даже удалось убедить конгресс принять вдобавок к закону Додда — Франка «Правило

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

Волкера», которое запрещает банкам самостоятельно торговать ценными бумагами на собственные средства, хотя нет достаточных оснований предполагать, что торговля на собственные средства способствовала кризису субстандартного кредитования<sup>38</sup>.

Закон Додда — Франка также усилил регуляторные и надзорные полномочия ФРС, сделав ее основным пруденциальным регулятором «системообразующих» небанковских финансовых институтов, а также банковских холдинговых компаний. Регуляторные и надзорные полномочия ФРС были расширены, несмотря на его неспособность эффективно регулировать и осуществлять надзор в годы, предшествующие кризису 2007–2009 годов. Ирония заключается в том, что, если бы не кризис, ФРС мог бы потерять большую часть своих полномочий. Как раз накануне кризиса министр финансов Генри Полсон инициировал изучение оптимальной финансовой регулирующей и надзорной структуры, и специальная рабочая группа, которую он собрал, пришла к выводу, что ФРС следует лишить большинства этих функций и создать нового регулятора, который взял бы их на себя<sup>39</sup>. Отчет этой рабочей группы под названием “Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure” («Проект модернизированной финансовой регулирующей структуры») также предполагал, что Федеральная торговая комиссия (Federal Trade Commission) и Департамент юстиции должны стать основными антитрестовыми регуляторами в банковской сфере

---

38. Торговля на собственные средства — это торговля банком акциями, облигациями, валютой, сырьем, производными финансовыми инструментами на сырье или другими финансовыми инструментами на собственные денежные средства, а не на средства клиента, с целью создания прибыли для самого банка. Эту деятельность, которая была запрещена согласно новому правилу Волкера, трудно отличить от поддержания двусторонних котировок (market making), когда банки открывают позиции на рынке на свои собственные средства для создания упорядоченного рынка.

39. United States Department of the Treasury (2008), 144: «Что касается ее новой роли в регулировании, Федеральная резервная система должна иметь особые полномочия в отношении: сбора соответствующей информации, раскрытия информации, сотрудничества с другими регуляторами по вопросам разработки правил и принятия корректирующих мер, когда это необходимо в интересах общей стабильности на финансовом рынке».



и что полномочия ФРС в этой области должны быть резко сокращены<sup>40</sup>. Однако из-за кризиса пришлось отказаться от этих предложений по реформированию. После кризиса, накануне принятия закона Додда — Франка, ФРС удалось убедить конгресс и администрацию расширить, а не сократить его надзорные и регулирующие полномочия.

## Заключение

Кризис субстандартного кредитования, скорее всего, не последний кризис, который придется пережить американским читателям этой книги. Мы надеемся, что понимание того, как и почему он случился, станет ключом для понимания не только причин будущих кризисов, но также, возможно, и того, как Соединенные Штаты и другие страны могут их избежать.

Кризис субстандартного кредитования был, прежде всего, результатом политической договоренности. С 1980-х (и этот процесс усилился в 1990-х и 2000-х годах) банкам и государственным ипотечным агентствам было разрешено вырасти в гигантские предприятия. Этот рост дал им большую экономию на затратах и на расширении линейки услуг, потенциал рыночной власти и защиту «слишком большой, чтобы обанкротиться». В обмен на это им пришлось делиться частью прибыли с некоммерческими организациями — этот шаг политики считали легким и политически приемлемым способом бороться с серьезными социальными и экономическими проблемами бедного американского городского населения. Эта ситуация создала для некоммерческих организаций возможность влиять на правила таким образом, чтобы они могли получать часть прибыли, зарабатываемой банками для себя и своих членов.

Однако банки не стали бы неограниченно заниматься таким разделом ренты. Они знали, что могут получить больше с меньшими затратами, если смогут либо продавать высокорисковые ипотечные кредиты Fannie или Freddie, либо поддерживать их при помощи более

---

40. United States Department of the Treasury (2008), 145–146.

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА, ПРОВАЛ РЕГУЛЯТОРОВ И КРИЗИС ...

низких объемов пруденциального капитала, что означало необходимость их секьюритизировать. Таким образом, активисты использовали свое влияние в конгрессе в пользу банков, чтобы навязать требования Департамента жилищного строительства по покупке ипотечных кредитов агентствам Fannie и Freddie и заставить их ослабить свои стандарты оценки платежеспособности заемщика. Fannie и Freddie согласились, но при условии, что они получают право финансировать свои ипотечные кредиты и ипотечные ценные бумаги деньгами, которые они занимали, с косвенной гарантией по своим долгам со стороны налогоплательщиков.

Как только базовые правила этой игры были изложены в начале 1990-х, игра пошла по предсказуемому сценарию. Fannie и Freddie пришлось ослабить свои стандарты оценки платежеспособности заемщиков, чтобы удовлетворять растущие требования выдачи ипотечных кредитов целевым группам. Важно отметить, что эти «облегченные» стандарты применялись ко всем заемщикам: разные стандарты подразумевали бы молчаливое согласие с тем, что часть кредитного портфеля, на самом деле, характеризовалась высоким риском, что насторожило бы их акционеров. Многие коммерческие банки, зная, что они могут либо продать высокорисковые кредиты Fannie и Freddie, либо конвертировать их в ипотечные ценные бумаги, гарантированные Fannie и Freddie, поспешили занять место на рынке субстандартной секьюритизации. На самом деле, основным занятием крупных американских банков, особенно с более слабыми руководителями, была выдача рискованных кредитов, которые можно было секьюритизировать, а затем держать их на своем балансе как высококачественный актив, который можно обеспечивать мизерным объемом капитала.

Политики и регуляторы полностью понимали то, что происходило. Они могли остановить механизм субстандартного ипотечного риска, изменив правила в отношении мандатов Департамента жилищного строительства или требования к пруденциальному капиталу, но решили этого не делать. Вместо этого регуляторы оставались в стороне и наблюдали: по сути, они отдали функции регулирования банков частным фирмам, кото-

рые продавали рейтинги и интересы которых, таким образом, совпадали с интересами эмитентов и покупателей ценных бумаг, желавших, чтобы эти продукты получали завышенные рейтинги. Политики и регуляторы от обеих политических партий были вовлечены в активную поддержку этой игры и в пассивное наблюдение того, как она развивается. Это не было узким политическим вопросом: ситуацию скорее можно описать как «город против села», поскольку республиканская оппозиция состояла в основном из избирателей из аграрных штатов.

Урок этой главы заключается в том, что читателям не следует ожидать, будто политики и регуляторы многое сделают для предотвращения следующего банковского кризиса. Потребителям следует больше думать о своем собственном поведении на финансовых рынках. Хотя риск субстандартного кредитования изначально возник в результате доминирования определенной политической коалиции, участие в нем скоро стало общим. К тому времени, как лопнул пузырь, в эту игру играла примерно половина ипотечных заемщиков. В результате многие из них проиграли.

## ГЛАВА 9

# Долговременные партнеры: политика и банковская система в Канаде

Ах, три часа рядом с самым скучным канадцем — и даже такие пользуются спросом.

*Девушка из кафе (2005)*

**А**МЕРИКАНЦЫ, почти как британка Рут в фильме «Девушка из кафе», часто потешаются над нами якобы скучными северными соседями. Но канадцы, похоже, не особо против этого возражают. В конце концов, скука может быть благословением. Во время финансового кризиса 2007–2009 годов в Соединенных Штатах обанкротились сотни банков, а ФРС и казначейству пришлось направить огромные суммы долларов, взятые из карманов налогоплательщиков, на кредиты, гарантии и операции спасения, которые были призваны предотвратить коллапс остальных банков — включая и некоторые самые крупные. А вот канадские банки никогда не испытывали на себе сильного давления, и им ни разу не потребовалось спасение за счет налогоплательщиков.

Такая необычная стабильность канадской банковской системы является ее самой очевидной и часто упоминаемой характеристикой уже в течение почти двух веков. С 1840 года в Соединенных Штатах случилось 12 крупных банковских кризисов, а в Канаде — ни одного, даже во время Великой депрессии<sup>1</sup>. На самом деле, последний банковский кризис в Канаде имел место в 1839 году, и он был результатом «инфекции», занесенной из Соединенных Штатов<sup>2</sup>. Но даже этот кризис, который заставил канадские банки приостановить конвертируемость банкнот и депозитов, не привел к банкротству

---

1. Haubrich (1990).

2. Johnson (1910).

банков — в то время как в США разорились сотни банков. Это достижение Канады особенно удивительно в свете того, что канадская экономика является сырьевой и сильно зависит от экспорта, а значит, практически находится во власти изменений международных условий торговли. Поэтому для Канады характерны сильные колебания делового цикла, однако они не приводят к банковским кризисам.

Еще более удивительно то, что для достижения стабильности канадским банкам почти не потребовалось правительственное вмешательство с целью защиты банковских обязательств или поддержки неплатежеспособных банков. Более того, Канада основала центральный банк только в 1935 году, и это было сделано преимущественно потому, что фермеры на канадском западе — являясь сторонниками инфляционной политики, поскольку они были товаропроизводящими дебиторами — требовали, чтобы правительство проводило активистскую монетарную политику во время Великой депрессии. В отличие от центральных банков во многих других странах Банк Канады был создан не для того, чтобы производить институциональные изменения в банковском регулировании: у канадских банков в 1930-х годах, как и до этого, было мало проблем, которые нужно было решать. И что еще более удивительно, канадская банковская система не только достигла рекордно устойчивой стабильности, она также обгоняла американские банки по многим другим критериям, включая и более широкий доступ к банковским услугам в отдаленных местностях и более конкурентоспособные ставки по кредитам и депозитам.

Как Канаде удалось этого добиться? Отчасти ответ заключается в том, что структура канадской банковской системы сильно отличается от американской — она состоит из небольшого числа очень крупных банков с национальной сетью филиалов. Эта структура не только позволила канадским банкам диверсифицировать свои кредитные портфели по регионам, она также дала им возможность переводить средства, чтобы поддерживать банки в регионах, которые пострадали от экономических потрясений. Национальная сеть филиалов также позволила канадским банкам воспользоваться экономи-

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

ей на масштабах в сфере управления при сохранении конкуренции друг с другом за бизнес на локальных рынках. Канадские банки всегда имели более низкие процентные спреды (разница между процентными ставками по кредитам и депозитам), чем американские банки.

Одним из потенциальных недостатков такой концентрированной системы, как в Канаде, может быть ослабление конкуренции между банками, что приведет к уменьшению объемов кредитов для населения и бизнеса и их удорожанию. Однако канадские демократические политические институты — в частности, ее избираемая народным голосованием нижняя палата парламента — ограничили масштабы получения монопольной прибыли банками. Политическая угроза для банков оформлена в несколько своеобразной практике: вот уже более полутора веков канадский парламент периодически пересматривает банковское законодательство и ранее выданные банковские лицензии. До 1992 года это случалось каждые десять лет, а с 1992 — каждые пять лет. Практика пересмотра банковского законодательства и лицензий банков — это не только кнут, чтобы угрожать банкирам; это также и пряник, который получают благоразумные банки в виде права на участие в формировании нового законодательства. Короче говоря, широкое избирательное право в Канаде дало канадским банкирам прочные основания следовать поговорке «жадность фраера погубит».

Эти структурные и регуляторные различия тем не менее поднимают более фундаментальный вопрос: какие политические факторы способствовали тому, что канадская банковская система намного устойчивее американской? Почему две бывшие британские колонии, имеющие общую культуру, общее знание британской и европейской банковской истории и прозрачные границы, так сильно разошлись в устройстве банковской системы? Эта загадка еще более озадачивает с учетом того, что, когда канадские политики искали модели, которые можно было взять за основу своей собственной системы, они смотрели на Соединенные Штаты. Самые ранние банки в Канаде (начиная с Банка Монреаля (Bank of Montreal) в 1817 году) моделировались по образцу многофилиального Первого банка Соединенных

Штатов (основан в 1791 году), имеющего национальную лицензию.

Почему канадцы сохраняли эту базовую систему в течение следующих двух веков, а американцы от нее отказались? Отказ американцев от филиальных банков в XIX веке не был, как мы объяснили в главе 6, результатом невежества. Скорее он был результатом политики, а именно определенного набора политических коалиций, существовавших в Соединенных Штатах, и сильно децентрализованной федеральной политической структуры, в рамках которой достигались договоренности в отношении банковской сферы. Понимание, почему Канада сохранила систему, основанную на небольшом количестве банков с полномочиями открывать филиалы в пределах провинции, требует от нас понимания, какие факторы формировали политические коалиции и политические структуры в Канаде.

Хотя мы не хотим игнорировать специфику — мы подробно рассмотрим ее ниже, — политические и экономические отношения в Канаде были определены единственным ключевым фактором: намерением Британии сохранить Канаду в качестве своей колонии. После Войны за независимость в США, эта цель представлялась труднодостижимой, поскольку большая часть канадского населения в конце XVIII века имела французские корни. Тем не менее Британия своего добилась. В Канаде не было революции в американском стиле, когда торговые элиты действовали сообща с фермерами против британского правления. Она оставалась частью Британской империи. На самом деле Канада обрела полную парламентскую независимость от Британии только в 1982 году; и по сегодняшний день Канада остается конституционной монархией во главе с британской королевой Елизаветой II.

Сохранение Канады в империи потребовало от британских политиков проведения, начиная с 1790-х годов, серий институциональных экспериментов, которые были призваны одновременно и дать больше автономии канадцам, и ограничить политическую власть многочисленного французского населения. Это было сделано не просто из шовинизма, а для сохранения Канады как экономически жизнеспособной колонии. Решение,

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

которое в конечном итоге было принято, заключалось в формировании федеральной системы, предоставлявшей центральному правительству монополию в экономической политике. Канадская конституция от 1867 года даже позволяла национальному правительству аннулировать законы, которые были приняты отдельными провинциями (например, франкоговорящим Квебеком). Из-за систематического неправильного распределения голосов в верхней палате канадского парламента у французов всегда было меньшинство в парламенте. Короче говоря, необходимость решить сложную проблему империи — создать колониальные политические институты таким образом, чтобы французское население Квебека не могло тормозить экономическое развитие внутренних областей страны, — способствовала возникновению системы регулирования, в которой центральное правительство имело монополию на право выдавать лицензии банкам. Правительства провинций не могли создать локальных, территориально отделенных банков, которые могли бы стать ядром антинародной банковской коалиции, как это случилось в Соединенных Штатах.

### Политические истоки канадской банковской системы

В канадском обществе в конце XVIII века было два основных разделяющих фактора. Первый был связан с языком и культурой. Британия и Франция боролись за Канаду с 1689 года. В 1763 году, в конце Семилетней войны, французы, потеряв Монреаль и Квебек, наконец уступили в своих требованиях. Однако когда они уступили, подавляющее большинство из 161 000 жителей британской колонии Канады (в то время просто называемой Квебеком, в которую входила территория сегодняшнего Огайо) было представлено французами<sup>3</sup>.

---

3. Дальний север Канады, который в ту пору назывался Землей Руперта, оставался под непосредственным контролем Компании Гудзонова залива (Hudson Bay Company). Новая Шотландия, которая в то время также включала современную провинцию Нью-Брансуик, рассматривалась как отдельная британская колония, из которой французов насильно выдворили в 1755 году.



Вторым существенным фактором была экономика и виды деятельности. Канадское общество в конце XVIII века было разделено примерно на три группы. Первой была группа, которую можно назвать британской знатью: богатые землевладельцы и купцы, которые были исключительно преданы короне. Эта группа впоследствии стала известна в Квебеке под уничижительным названием Клика Шато, а в Онтарио — как Семейный пакт — эпитеты, которые отражали ее статус укоренившихся олигархов. Во вторую группу входили купцы, которые не были частью этой олигархии. Как и американские «отцы-основатели», канадские купцы были предпринимателями, которые приобрели свое богатство недавно и лоббировали политику, стимулировавшую экономический рост, выступая за более открытую политическую и экономическую систему (неподконтрольную британским сюзеренам). Однако в отличие от «отцов-основателей» канадские купцы не призывали к революции для свержения британского правления. Причины их лояльности угадать несложно: была и третья группа, которая представляла угрозу как для купцов, так и для сюзеренов, — популисты, аграрии и преимущественно французы.

Создание жизнеспособной колонии еще больше осложнялось несколькими характеристиками канадской географии. Среди них можно назвать большую географическую протяженность с востока на запад; тот факт, что большая часть природных богатств страны, включая и ее обширные сельскохозяйственные угодья, была расположена во внутренних областях; а также тот факт, что внутренние регионы страны соседствовали с Соединенными Штатами. Эти географические факторы производили мультипликативный эффект, а не только аддитивный, то есть каждый фактор усиливал важность остальных и делал управление многочисленным населением французского происхождения еще более проблематичным.

Чтобы визуализировать проблему, стоящую перед британским населением Канады и, разумеется, британским правительством, будет полезно сравнить ее с ситуацией с 13 первыми колониями Соединенных Штатов. Поскольку все они имели прямой выход к Атлантиче-

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

скому океану, все 13 были преимущественно независимыми в плане возможностей для торговли. Конечно, ситуация изменилась, как только население США распределилось за пределы Аппалачей, и внутренняя торговля через дороги, каналы и железные дороги создала важные взаимосвязи между штатами; однако изначально действия любой из 13 колоний мало влияли на способность остальных торговать с остальным миром.

В Канаде же, наоборот, доступ на внешние рынки для производителей из внутренних областей страны зависел от транспортировки товаров через другие провинции. А именно: он требовал способности вести суда по реке Святого Лаврентия, которая соединяет Великие озера с Атлантическим океаном. На реке Святого Лаврентия есть два труднопроходимых участка: Лашинские пороги, через которые приходилось переправлять суда волоком, до тех пор пока вокруг них не был построен канал; и нагромождение скал там, где река сужалась как раз перед тем, как она впадала в залив Святого Лаврентия. На переправе у Лашинских порогов возник город Монреаль. На скалах в устье реки Святого Лаврентия возникла мощная французская крепость, орудия которой контролировали реку; эта цитадель превратилась в город Квебек. Знаменитая победа британцев над французами в битве при Квебеке в 1759 году имела решающее значение, поскольку цитадель была ключом для контроля всей водной транспортной системы, от берегов Великих озер до Атлантики.

Однако британская военная победа над французами, по сути, не оказала никакого влияния на ограничения, налагаемые Лашинскими порогами. Преодоление этих ограничений требовало строительства канала, а это означало сотрудничество с населением Монреаля и его внутренними районами, то есть с квебекцами. Еще больше усложняло дело то, что, поскольку судостроительные технологии менялись, канал нужно было периодически углублять и расширять. Центральная роль Монреаля означала, что, если экономические решения относительно провинции Квебек принимались безотносительно (или, возможно, намеренно против) интересов других регионов Канады, экономические перспективы этих других провинций могли серьезно пострадать.

Тот факт, что эти другие провинции граничили с Соединенными Штатами, еще более усложнял британские политические проблемы. Что могло помешать недавно прибывшим англоговорящим фермерам и торговцам из областей к западу от Монреаля, недовольным решениями, принятыми в преимущественно французском Квебеке, решить стать частью Соединенных Штатов или поддержать вторжение США в Канаду? В конце XVIII века этот вопрос был бы теоретической абстракцией. В это время большинство англоговорящих канадских подданных короны были те, кто бежал из Соединенных Штатов после 1783 года<sup>4</sup>. Эти люди на самом деле были противниками независимости от Англии. Они полностью доминировали в регионе, который сейчас составляет провинцию Онтарио, и во многих смыслах были большими британцами, чем сами британцы. Однако в XIX веке угроза объединения англоговорящих регионов внутренней части Канады с Соединенными Штатами становилась все более реальной. Во время войны 1812 года Соединенные Штаты вторглись в Канаду, но были отбиты. Канадские купцы озвучивали в 1830-х годах завуалированные угрозы, что они будут добиваться политического союза с Соединенными Штатами. Кандидат в президенты США Джеймс Полк сделал угрозу войны за оспариваемую границу Орегона центральным элементом своей борьбы за президентское кресло в 1844 году, увековеченным в лозунге «54 градуса 40 минут (координаты северной границы Орегона. — *Примеч. пер.*) или битва (Fifty-Four Forty or Fight). В течение нескольких лет после окончания Гражданской войны в США 25 000 ветеранов ирландского происхождения, известные под названием Фенианское братство, Ирландское республиканское братство и Ирландская республиканская армия, планировали вторжение в Канаду в качестве первого шага на пути к ирландской революции против Британии. Хотя их многочисленные попытки вторжения провалились, американское правительство иногда поддерживало эту группу и поощряло ее попытки. Однако в конечном итоге Соединенные Штаты решили их разоружить и предотвратить разво-

---

4. Дата окончания Американской войны за независимость. — *Прим. науч. ред.*

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

рачивание потенциально серьезной военной кампании против Канады.

Таким образом, провинция Квебек была не просто сама по себе экономически важной для Великобритании: она была ключевым элементом будущего Канады в качестве британской колонии. Если бы Британия не обеспечила себе контроль над Квебеком, французы смогли бы заблокировать важный торговый прогресс всей Канады, а это также стимулировало бы США к поиску выгодных возможностей.

### Поиск долгосрочной сделки

Первой попыткой создания управляемого равновесия был Акт о Канаде от 1791 года, провозглашенный британским премьер-министром Уильямом Питтом. Акт от 1791 года разделил Квебек на две части, создав провинцию, в которой доминировало английское население, — Верхнюю Канаду (современную Онтарио), где жили преимущественно противники независимости от Англии, эмигрировавшие из Соединенных Штатов; и провинцию, в которой доминировало французское население, — Нижнюю Канаду (современный Квебек). У обеих провинций были свои законодательные органы, нижние палаты которых избирались народным голосованием. Питт сохранил британский контроль над обеими провинциями тремя способами: через британский парламентский надзор над законами провинций, полномочия назначения губернаторов провинций и создание назначаемых верхних палат в законодательных органах провинций, называемых законодательными советами. Подразделение Законодательного совета, называемое Исполнительным советом, служило кабинетом министров для назначаемых британских губернаторов. Коротко говоря, Акт о Канаде от 1791 года Питта был призван утихомирить французов, создав отдельный французский анклав под благоприятным британским контролем и одновременно создав условия, которые привлекали бы британских колонистов.

Питт был недостаточно дальновидным, чтобы осознать невозможность разделения экономик Нижней

Канады и остальной Британской Северной Америки; он не мог представить и масштабов потоков британских и американских иммигрантов в Канаду после 1790 года. В 1790 году население Канады составляло всего 161000 человек, и практически все они жили в Нижней Канаде. Через сорок лет население страны увеличилось почти в пять раз — до 780000 человек, и почти треть этого населения составляли англоговорящие жители Верхней Канады. Решение Питтом «французской проблемы» теперь вернулось бумерангом. Формирование Собрания Нижней Канады дало французам механизм для выражения своих стремлений и оказания давления на создания британцев в Верхней Канаде с целью добиться еще большей автономии.

Реакция британцев оказалась не такой, как предполагали французы. В 1830-х годах канадские купцы начали организовывать «конституционные ассоциации» для озвучивания и продвижения своей программы, одной из ключевых целей которой было добиться от французов прекращения политики противодействия экономическому развитию внутренних частей страны. Ничего непонятного в их жалобах не было. Как Конституционная ассоциация Квебека сформулировала в ноябре 1834 года: «Нам не может быть причинен вред, который не сказался бы и на них; и французам еще надо дать понять, что большинство, на которое они надеются для успеха, в час испытаний окажется слабой обороной против проснувшейся энергии оскорбленных и угнетенных людей»<sup>5</sup>. В частности, они утверждали, что отрицательные последствия политики Нижней Канады для других провинций мотивировали на консолидацию экономической власти, при которой можно было бы реализовывать политику, благоприятную для национальной торговой экспансии.

Конституционная ассоциация Монреаля выражалась еще яснее. В 1836 году она активно протестовала против возражений Нижней Канады в отношении предложенного проекта строительства канала на Лашинских порогах и дала понять британскому правительству, сколько ему будет стоить игнорирование их обеспокоенности:

---

5. Christie (1866), 41.

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

«Верхняя Канада, отвергнутая в своих попытках открыть прямой канал, сообщаящийся с морем, вынуждена строить торговые связи с Соединенными Штатами, чья политика более близка ее собственной. Новая Шотландия и Нью-Брансуик узнают с негодованием, что разрушение их самых важных интересов поощряется и поддерживается Ассамблеей [Нижней Канады]»<sup>6</sup>. Они также особо упомянули о географической реальности, которая лежала в корне проблемы:

Поскольку провинции Британской Америки соединены сетью рек и озер, у них есть возможность создать непрерывное водное сообщение между их отдаленными районами с небольшими затратами; поскольку в их пределах есть все элементы всесторонней торговли за счет обмена продукцией, свойственной каждому региону, и они составляют часть одной и той же империи, у них, несомненно, есть право требовать, чтобы эти преимущества не были принесены в жертву из-за инертности или ошибочной политики какого-либо одного региона; а особенно когда, как в случае с Нижней Канадой, этот регион, благодаря своему географическому положению, оказывает доминирующее влияние на процветание всех остальных... Канал Святого Лаврентия, который в данный момент находится на стадии активного строительства, окончательно обеспечит бесперебойную навигацию для большегрузных судов из верхних озер до границы, которая отделяет эту провинцию от Нижней Канады; однако на этом этапе дух английского предпринимательства наталкивается на французское доминирование; грандиозные планы обеспечения доступности отдаленных внутренних вод для океанских судов срываются из-за антиторговой политики французских лидеров; мы тщетно ждем, что они проявят какое-либо желание сотрудничества в большой работе создания объектов инфраструктуры и общественного благоустройства<sup>7</sup>.

Конфликт в региональной экономической политике Канады был не просто вопросом факторов развития: глубокое культурное разделение и противоречия стимулировали отсутствие сотрудничества между регионами. С точки зрения многих канадцев британского происхождения, было просто неприемлемо, чтобы самая важная провинция и город Канады контролировались,

---

6. Christie (1866), 264.

7. Idem., 265–66.

по сути, иностранцами. Французы были католиками, а британцы — протестантами; французы были «феодалами» по своему законодательству и институциональному наследию, в то время как британские купцы боролись за безусловное право собственности на землю и создание земельных кадастров с целью повышения ликвидности и стимулирования развития лесозаготовительной индустрии; французы занимались сельским хозяйством, в то время как англичане были торговцами; и, самое важное, — устремления французов были локальными, в то время как британцы мечтали об амбициозных инфраструктурных проектах и нации, которая не уступала бы Соединенным Штатам. Эту проблему того, что делать с иностранцами в стране, ясно выразили члены Конституционной ассоциации Монреаля:

Половину века [мы] находились под доминированием партии [в Ассамблее], чья политика заключалась в сохранении характерных особенностей иностранцев и подавлении в остальных духа предпринимательства, которому они не способны или не готовы подражать... Верхняя Канада и Соединенные Штаты являются предостаточным доказательством процветания, ставшего результатом беспрепятственного предпринимательства и справедливых законов и являющегося вознаграждением за их усилия. Нижняя Канада, где доминирует другой народ, представляет собой единственное исключение в этом общем потоке улучшений... Было невероятно предположить, что [британское] меньшинство, составляющее почти одну треть всего населения, зараженное тем самым стремлением к улучшениям, которое достойно выделяет эту расу во всей Северной Америке, и обладающее неоспоримым контролем над всеми великими интересами колонии, подчинится парализующему влиянию большинства, которое имеет с ним такие разные взгляды по всем важным вопросам, в то время как им был открыт любой путь освобождения<sup>8</sup>.

Эти чувства нашли отклик в Верхней Канаде. В 1836 году губернатор Верхней Канады сэр Джон Колборн ясно дал это понять: «Особенное положение Нижней Канады и похожая конституция, в рамках которой функционируют институты обеих колоний, не позволяют рассматривать с безразличием либо без глубокого сожа-

---

8. Christie (1866), 263.

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

ления, тревоги и опасений разногласия в этой провинции; неблагоприятные последствия такого влияния уже были испытаны; несомненно, они препятствуют эмиграции и притоку капитала в эту страну»<sup>9</sup>. Такие взгляды были настолько сильны, что в 1837 году Ассамблея Верхней Канады проголосовала за то, чтобы выразить свою готовность аннексировать «город и остров Монреаль»<sup>10</sup>.

Акт Питта о Канаде от 1791 года имел и второй роковой недостаток: он позволял британским сюзеренам, которые доминировали в законодательных и исполнительных советах Верхней и Нижней Канады, не считаться с купцами и фермерами. В конце XVIII века, когда почти никто не жил в Верхней Канаде, а Нижняя Канада была преобладающе французской, это не представляло собой большой проблемы. Но когда в результате иммиграции англоговорящего населения стало очень много, купцы и фермеры все чаще стали требовать большей политической власти. Так, вторым кирпичиком в конституционных ассоциациях стало требование больших прав в избрании верхних палат законодательных органов. Они хотели, чтобы центральное правительство не было бы коррумпированным и не допускало бы исключений из правил. Конституционная ассоциация Монреаля в ноябре 1834 года откровенно призвала к форме Законодательного совета:

Хотя Законодательный совет в том виде, в каком он сейчас существует, внушает нам уважение, поскольку состоит преимущественно из независимых членов, мы считаем, что он пока включает слишком много людей, занимающих зависимое положение от короны и могущих быть подверженными ненадлежащему влиянию. То, что должности в основном получают члены семьи и приближенные ведущего члена Законодательного совета, заслуживает быть выставленным на общественное порицание. Безответственность, с которой управляется Департамент по выделению земель (Land Granting Department), зарплата, непропорциональная исполняемым обязанностям, и другие злоупотребления, связанные со сферой лесопользования, требуют пересмотра<sup>11</sup>.

9. Christie (1866), 155–156.

10. Idem., 347.

11. Idem., 40–41.



Британское правительство изначально попыталось подавить жалобы конституционных ассоциаций, дав понять канадским купцам, что их интересы совпадают с интересами британцев, а не с превосходящими их по численности французами. В 1835 году только что назначенный генерал-губернатор, лорд Госфорд, публично заявил: «Я бы хотел спросить у британцев, и особенно у тех, которые принадлежат к коммерческому классу, как они могут предполагать, что их интересы могут быть каким-либо образом ущемлены, когда всем ясно, что торговля — одна из главных опор британской финансовой системы?»<sup>12</sup>

Попытка Госфорда предотвратить восстание провалилась. В 1837 году недовольство Шато Клико и Семейным пактом, в частности, их контролем над законодательными советами и злоупотреблением ими этим контролем в своих экономических интересах, переросло в яростные, хоть и недолговечные, восстания популистов в Верхней и Нижней Канаде. С восстанием в Верхней Канаде справиться оказалось легко, а вот в Нижней Канаде — сложнее, что вызвало беспокойство как у канадских купцов, так и у британского правительства.

Восстания 1837 года поставили британских политиков перед серьезной проблемой. С одной стороны, им необходимо было найти способ удовлетворить требования большего политического представительства англо- и франкоговорящих канадцев, с другой стороны, позаботиться о том, чтобы население французского происхождения не могло заблокировать развитие колонии. Решение, которое они нашли в форме Акта унии от 1840 года, было вариантом одного из ключевых требований, поддерживаемых купцами конституционных ассоциаций: он объединял Верхнюю и Нижнюю Канаду в единую провинцию под названием Объединенная провинция Канада с единым законодательством. Акт унии давал каждой из бывших провинций одинаковое число мест в новом законодательном органе, несмотря на тот факт, что население Нижней Канады было гораздо многочисленнее, чем Верхней Канады. Акт, таким образом, гарантировал, что французы не смогут собрать

---

12. Christie (1866), 126.

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

большинство в нижней палате, чтобы заблокировать предложения англичан. Кроме того, британский парламент сохранял права на пересмотр и утверждение ряда вопросов, а также назначал губернаторов и членов Законодательного совета. Однако Акт унии давал некоторое количество голосов местным жителям при выборе членов верхней палаты. В целом Акт унии был победой канадских купцов.

Акт унии также, как выяснилось, оказался недолговечной договоренностью. Канадские купцы получили большую часть из того, что они требовали, но обойти тот факт, что интересы короны не совсем совпадали с их интересами, было никак нельзя. Как и британская политика по отношению к первым американским колониям, так и британская политика по отношению к Канаде чаще придавала больше значения внутренним британским интересам, нежели интересам колонии. Эта проблема усугублялась увеличением англоговорящего населения Верхней Канады за счет волны иммигрантов из Ирландии, Шотландии и Англии во внутренние районы Канады после 1840 года. По мере того как французы теряли свое численное превосходство, растущее британское население требовало все большего политического представительства.

Схема, которая изначально появилась для удовлетворения этих требований — Акт о Британской Северной Америке от 1867 года (также известный как Конституционный акт), — стала основой современной Канады. Акт давал большую политическую автономию канадцам — так что Канада, по сути, стала суверенной нацией, — одновременно ограничивая власть французов. Объединенная провинция Канада вновь была разделена на две части: Верхняя Канада была переименована в Онтарио, а Нижняя Канада — в Квебек. В то же самое время две приморские провинции — Нью Брансуик и Новая Шотландия, — которые по отдельности управлялись Британией с XVIII века, были присоединены к новой стране, в результате чего появилась конфедерация четырех провинций, которая получила название Доминион Канада. Французы оказались в меньшинстве — как в плане доли населения, так и в плане доли французских провинций. В течение нескольких лет британцы загнали по-

следние гвозди в крышку французского гроба, добавив еще три (практически незаселенные) провинции: Манитобу (1870), Британскую Колумбию (1871) и остров Принца Эдуарда (1873). Квебек теперь был всего лишь одной из семи провинций.

Канадская конфедерация создала политическую систему, в которой население французского происхождения, которое составляло примерно треть всего канадского населения в начале 1870-х годов, не могло определять национальную или даже локальную политику<sup>13</sup>. Французские канадцы могли осуществлять власть в пределах своей численности в нижней палате законодательного органа, который избирался локальными округами с учетом населения, но они не могли получить парламентского большинства. Более того, как и в Соединенных Штатах, выборы в нижнюю палату осуществлялись по принципу простого большинства. В таких системах часто побеждали кандидаты от центристских партий, поскольку избиратели знали, что кандидаты из мелких политических партий, даже если они представляли предпочтения этих самых избирателей, не могли победить: голосование за кандидата от мелкой партии означало «выбрасывание на ветер» своего голоса. В результате такие избирательные системы приводят к возникновению двух доминантных политических партий, которые сражаются за голос среднего избирателя, — эта модель в политической науке называется Законом Дюверже.

В Канаде две появившиеся партии имели национальные, а не региональные основы. Даже если бы французские канадцы стали контролировать одну из этих партий и получили контроль над нижней палатой, любые законы, которые они принимали, могли быть отменены сенатом, члены которого назначались пожизненно британским генерал-губернатором. Что было еще хуже с точки зрения французов, так это то, что места в сенате распределялись не в зависимости от численности населения, а пропорционально на каждую провинцию. В середине 1870-х годов это распределение дало Квебеку всего 24 из 96 мест, несмотря на то что там проживало 32%

---

13. Statistics Canada (1983), Series A125-163.

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

населения<sup>14</sup>. Более того, власть французского населения в Квебеке была ослаблена из-за правила, которое предполагало, что в Квебеке только сенаторы будут представлять локальные округа. Это положение гарантировало, что в составе делегации от провинции, состоявшей из 24 членов, будет несколько английских сенаторов, поскольку в Монреале было достаточно многочисленное англоговорящее население<sup>15</sup>.

Более того, членство в сенате Канады, согласно конституции 1867 года, гарантировало, что интересы купцов и банкиров, а также интересы владельцев имущества в целом будут защищены от популистских атак. Все законы должны были получить одобрение сената, который был разработан как орган «здорового переосмысления» для сдерживания перегибов палаты общин. Для обеспечения достаточной здравости мыслей членство в сенате обеспечивалось при удовлетворении определенного имущественного критерия: сенаторы должны были владеть землей на сумму не менее 4000 долларов — этот порог был существенным в XIX веке, но затем это ограничение перестало быть существенным. Однако механизм отбора сенаторов по-прежнему содержит ограничения: сенаторы назначаются губернаторами провинций и утверждаются монархом Великобритании (хотя на практике канадский премьер-министр имеет сильное влияние в вопросе назначения сенаторов). До 1965 года сенаторы назначались пожизненно; с 1965 года они не могут занимать должность после 75 лет. Чтобы сенат не перестал быть защитником консервативных принципов, с одобрения британского монарха могут быть назначены дополнительные сенаторы (до восьми человек). (Это положение было применено всего один раз — в 1990 году, когда оно обеспечило премьер-министру Брайану Малруни большинство, необходимое ему для принятия налоговой реформы в интересах бизнеса.)

14. Statistics Canada (1983), Series A2-14.

15. Британцы, по всей видимости, осознавали необходимость в том, чтобы невыборный сенат рассматривался как легитимный. Генерал-губернатор, таким образом, помнил о необходимости назначать сенаторов, которые представляли свои локальные сообщества, но в то же самое время ему необходим был способ ограничивать размер какого-либо франко-канадского блока в сенате.

Чтобы еще больше ограничить власть французов в Квебеке, Акт о Британской Северной Америке от 1867 года централизовал власть в национальном правительстве. Любые полномочия, которые не были прямым образом переданы провинциям, были оставлены за национальным правительством: эта схема была полной противоположностью американской системе, в которой не перечисленные права были сохранены за штатами. Во-вторых, акт прямым образом передавал полномочия в вопросах торговой, экономической и банковской политики национальному правительству. В-третьих, он, по сути, давал национальному правительству право аннулировать любое действие провинциального правительства при условии, что такое аннулирование «объявлялось парламентом Канады осуществляемым в общих интересах Канады или интересах двух или более провинций»<sup>16</sup>.

## Централизованная банковская система в централизованной федерации

Эти характеристики канадской политической системы имели далеко идущие последствия для банковского законодательства. В Соединенных Штатах до 1980-х годов в выдаче лицензий банкам доминировали фрагментированные решения, принимаемые на уровне штатов, что позволяло локальным коалициям, выступающим за бесфилиальные банки, формировать политику. Эти коалиции, как мы отметили в главе 6, быстро срывали любые попытки учредить крупные банки с многочисленными филиалами. В Канаде власть над банками была централизована с самого начала. Поскольку любые политические договоренности между коалициями должны были заключаться на национальном уровне, изначальной системе крупных банков с многочисленными филиалами никогда ничего серьезно не угрожало.

Как централизация политической власти в Канаде укрепила систему филиальных банков? Политические договоренности на уровне штата или провинции с боль-

---

16. McInnis (1959), 294.

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

шей вероятностью приведут к закону о бесфилиальных банках, чем договоренности на национальном уровне. Во-первых, на национальном уровне все личные интересы суммируются с весами, которые зависят от различных показателей их относительной политической власти. Политика (как, например, политика бесфилиальной банковской системы), которая может выигрывать на локальном уровне в конкретных округах (например, Иллинойсе или Канзасе, где могут доминировать местные бесфилиальные банкиры и «популистские» сторонники бесфилиальных банков) может и не получить поддержку на национальном уровне, где большинство политических тяжеловесов (включая национальные коалиции торговых и промышленных интересов) выступают за филиальные банки. Во-вторых, договоренности на уровне штатов и провинций, по сути, не допускают появления банков с национальными филиалами. Решение правительства штата о филиалах влияет только на этот штат. Даже если, скажем, Канзас примет закон, допускающий филиалы, этот закон не позволяет учредить национальную филиальную сеть, если только законодатели Канзаса не скоординируют одновременные действия законодателей других штатов, что маловероятно.

В Канаде политические битвы в отношении банков были национальными с самого начала. Группы интересов, организованные на национальном уровне, рассматривали возможные последствия выдачи лицензий банкам для организованных в масштабах страны избирательных округов и результаты этих политических столкновений влияли на всю нацию. Региональные распри и проблемы координации, которые были бичом американской банковской политики в течение двух веков, отсутствовали в Канаде по определению.

Кроме того, география Канады означала, что один из ее самых важных классов — купцы — стал ярким сторонником системы с доминированием небольшого числа крупных банков, имеющих возможность открывать филиалы. Природные ресурсы Канады — ее пшеничные поля, леса и запасы полезных ископаемых — располагались в изолированных регионах, отделенных просторными территориями, которые с точки зрения интересов торговли были фактически пустынными. Основной

задачей канадских купцов была не перевозка продуктов из отдаленных районов в города, а промышленников — из одного города в другой, как это было на севере Соединенных Штатов: эта задача заключалась в перевозке сырья через Канаду, а затем через Северную Атлантику в Великобританию. Поэтому канадские купцы считали, что в их интересах продвигать систему национальных банков, которые могли работать с международными векселями и векселями внутренних банков, используемыми контрагентами, находящимися на больших расстояниях друг от друга. Как выразился один ученый, для них было выгодно разработать систему, при которой «банк практически имел право собственности на все сельскохозяйственные продукты, которые перевозились за счет его средств»<sup>17</sup>. В этом смысле канадские купцы были несколько похожи на купцов юга США, которые выступали за филиальные банки, поскольку они облегчали им экспорт хлопка. Однако канадские купцы могли оказывать влияние на национальную политику в банковской сфере, в то время как самое большое, что могли сделать купцы на юге США, — это оказывать влияние на банковскую политику в отдельных штатах.

### Большое влияние изначальных условий

Особый состав институтов и коалиций в Канаде сформировал банковскую систему, которая оставалась удивительно стабильной в течение двух веков. Если говорить о разнонаправленном развитии банковских систем в Соединенных Штатах и Канаде, больше всего удивляет тот факт, что обе страны начинали с альянсов купцов-финансистов и политических элит. В Соединенных Штатах эту узкую коалицию быстро ослабили фермеры-популисты, которые действовали заодно с мелкими банкирами. В Канаде политические институты, возможно, сдерживали популистские течения — и, таким образом, не давали коалиции банкиров и аграрных популистов контролировать политику выдачи банковских лицензий — но они все же вынудили политические элиты

---

17. Johnson (1910), 48.

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

уступить свой монопольный контроль над банками и постепенно увеличить количество лицензий до такой степени, что все рынки стали конкурентными.

Как их и американские коллеги, канадцы в конце XVIII века жаловались на недостаток денег и кредита и стремились создать банки, которые могли предоставлять и то и другое<sup>18</sup>. На них оказал сильное влияние пример Первого банка Соединенных Штатов. Так, почти сразу же, как был принят первый закон в Нижней Канаде в 1792 году, британские купцы в Монреале начали лоббировать создание банка с лицензией.

Как и следовало ожидать, французы возражали против принятия этого закона, и законопроект два раза потерпел поражение. Раздраженные, сторонники Банка Монреала решили продолжать без лицензии, и поэтому банк в ноябре 1817 года начал работу как «ограниченное партнерство» (то есть как акционерная компания без ограниченной ответственности). В следующем году законодатели наконец одобрили лицензию. Однако это было не единственное препятствие: для получения одобрения монарха потребовалось еще четыре года. Банк наконец получил лицензию в 1822 году.

Лицензия Банка Монреала была похожа на гамилтоновскую лицензию Первого банка Соединенных Штатов в 1791 году, хотя они и не были полностью идентичными. Ответственность акционеров изначально ограничивалась стоимостью их акций. Банку было разрешено открывать филиалы по стране, то есть и в Нижней, и в Верхней Канаде. Он был обязан выпускать ежегодный отчет для акционеров, где должен был указывать прибыль, объемы безнадежных долгов и обращающихся банкнот. Ему было запрещено инвестировать в недвижимость или давать под нее кредиты. Общая сумма его долгов ограничивалась трехкратным объемом его оплаченного капитала, а выпуск им валюты ограничивался суммой оплаченного капитала плюс резервы металлических денег. Правительство могло требовать от директоров отчета в ответ на запрос в любой момент времени. В отличие от банка Гамильтона, правительству не принадлежали акции Банка Монреала: его первоначальными акцио-

---

18. See Redish (1984).



нерами были влиятельные в политике купцы<sup>19</sup>. Важно отметить, что банк получил лицензию всего на десять лет. Эта лицензия постоянно продлевалась (в отличие от гамильтоновского Первого банка Соединенных Штатов), и это установило важную норму для всех последующих выдач лицензий канадским банкам.

Банк Монреаля и специфические характеристики его лицензии стали моделью для других банков. Эти характеристики включали в себя ограниченный срок действия лицензии, право выпускать банкноты под залог общих активов банка, право открывать филиалы по стране и требование раскрытия бухгалтерской информации правительству. Несколько новых банков, которые также в основном принадлежали влиятельным в политике купцам, были учреждены сразу после получения лицензии Банком Монреаля. Банк Квебека (Quebec Bank) и Банк Канады (Bank of Canada) в Монреале открыли свои двери в 1818 году и, как и Банк Монреаля, получили десятилетние лицензии от монарха в 1822 году<sup>20</sup>.

Хотя политическое влияние было ключевым фактором получения первых банковских лицензий в Нижней Канаде, партнерство между правительством и банками было еще более очевидным в Верхней Канаде. Прошение о Банке Верхней Канады (Bank of Upper Canada) было благосклонно принято ее законодателями в 1817 году, но не смогло получить одобрения монарха в предусмотренные законодательством два года, поэтому срок действия его лицензии истек. Очевидно, что, хотя его инициаторы были связаны, они были связаны недостаточно сильно. Второй банк, Банк Верхней Канады (Chartered Bank of Upper Canada), был утвержден законодателями в 1819 году и получил лицензию в 1821 году. Почему основателям этого банка удалось получить лицензию, в то время как это не удалось другим, нетрудно угадать, учитывая, кому принадлежал Банк Верхней Канады. Девять из его 15 директоров были членами либо Исполнительного, либо Законодательного совета, а большин-

---

19. McIvor (1958), 30.

20. Банк Канады в Монреале был поглощен Банком Монреаля в 1831 году. В 1833 году получил лицензию City Bank of Montreal, но он функционировал только как локальный институт с ограниченными средствами.

ство других были тем или иным образом связаны с правительством<sup>21</sup>. Банк Верхней Канады мог с таким же успехом носить название «Банк Семейного пакта». Политические связи группы основателей давали дополнительные преимущества, которые повышали стоимость их банка. Его лицензия включала в себя положение, разрешающее правительству подписываться на его акции, что означает, что он получал капитальные субсидии от правительства. Эта субсидия была ценной не только сама по себе, она давала правительству непосредственную финансовую заинтересованность в успехе банка. Неудивительно, что влиятельные политические патроны банка проявляли «решительное сопротивление» в отношении предложений о новых лицензиях от других групп, которые стремились стать банкирами<sup>22</sup>.

Верхняя Канада, возможно, и управлялась кликой влиятельных британских сюзеренов, но это была не банановая республика. По мере того как она заполнялась новыми иммигрантами, расширяла границы и наращивала лесозаготовительную промышленность, спрос на банковские услуги увеличивался<sup>23</sup>. Более того, эти новые иммигранты могли избирать членов Законодательного собрания (нижняя палата), которые могли представлять их интересы. Когда Банк Верхней Канады, таким образом, потребовал новой лицензии для увеличения своего капитала, Законодательное собрание отказалось ее предоставить, если Законодательный совет (верхняя палата, в которой доминировал Семейный пакт) не согласится предоставить лицензию конкурирующему банку, организованному купцами Кингстона. Сделка была скреплена в 1832 году, и обе палаты законодателей утвердили оба законопроекта, увеличив капитал Банка Верхней Канады и одновременно выдав лицензию Commercial Bank of the Midland District. Только одному другому банку удалось получить лицензию в Верхней Канаде в 1830-х годах: Gorge Bank, который в 1836 году получил лицензию с экономической инновацией (которая позже была применена в лицензиях других канадских банков) двойной от-

---

21. McIvor (1958), 34.

22. Ibid., 36.

23. Ibid., 36.

ветственности: то есть сумма ответственности акционеров соответствовала двойному размеру их акционерного капитала<sup>24</sup>. В 1836–1837 годах были поданы заявки еще на девять банковских лицензий, но они были «возвращены с перспективой дальнейшего рассмотрения» монархом; после торгового спада 1837–1839 годов они были отозваны. Как и можно себе представить в случае с быстро развивающимся отдаленным регионом, мелкие частные (нелицензированные) банки время от времени возникали, чтобы конкурировать с лицензированными банками, но большинство из них были недолговечными.

Лицензии почти всех этих первых банков были продлены на второй десятилетний период в начале 1830-х, так что к моменту союза Верхней и Нижней Канады в 1841 году уже были определены базовые очертания современной канадской банковской системы. Канадская банковская система была практически аналогичной системе с небольшим количеством крупных банков с сетью филиалов. Когда был заключен союз, в Нижней Канаде был всего один нелицензированный и три лицензированных банка, а в Верхней Канаде — два нелицензированных и три лицензированных банка. Кроме того, лицензия одного британского банка — Банка Британской Северной Америки (Bank of British North America) — была расширена, чтобы позволить ему работать в Канаде начиная с 1836 года.

## Вызовы и ответы

Специальные лицензии, выдаваемые канадским филиальным банкам, с самого начала порицались популистами, и со временем эти протесты росли<sup>25</sup>. Серьезный

---

24. Двойная ответственность, которая стала обязательной в Канаде и Соединенных Штатах, была способом экономии на оплаченном капитале и снижала необходимость потенциальных акционеров банка использовать свое богатство для инвестиций в акции банка. Неоплаченный капитал акционеров, таким образом, мог служить двойной цели — обеспечивать финансовую устойчивость банка (через расширенную ответственность), в то же время продолжая выполнять свои экономические функции в форме земли, собственности, оборудования, товарно-материальных запасов и других активов.

25. McIvor (1958), 30.

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

вызов был брошен в 1850 году, когда движение аграрных популистов, которое выступало за бесфилиальные банки, призвало законодателей к созданию свободной банковской системы по образцу штата Нью-Йорк. Одним из преимуществ, с точки зрения канадского правительства, было то, что это предложение создало бы механизм для государственного финансирования: свободные банки должны были бы обеспечивать свои выпуски валюты высококлассными ценными бумагами, то есть правительственными облигациями. Следовательно, как и нерегулируемые банки в Соединенных Штатах, банки получали бы лицензию в обмен на кредит правительству. Закон, позволяющий учреждение нерегулируемых банков, был принят. Кроме того, банки, которые не присоединились к новой системе нерегулируемых бесфилиальных банков, были обязаны платить налог в размере 1% на выпуск банкнот. Однако очень важно отметить, что законодатели недостаточно поддерживали отмену оригинальной системы филиальных банков. Более того, несмотря на налог на выпуск банкнот, филиальные банки не присоединились к новой системе. В результате в рамках нерегулируемой банковской системы было создано очень мало банков, и только двум удалось выжить более чем на короткий период. Положения закона о нерегулируемой банковской системе в отношении выпуска банкнот, таким образом, были отменены в 1866 году, а сам закон был отменен в 1880 году<sup>26</sup>.

Вызов банкам со стороны популистов в 1850-х годах был наглядным доказательством необходимости централизовать принятие решений в экономической политике, и архитекторы канадской конституции 1867 года собрались, чтобы создать подразделение власти, находящееся между национальными властями и властями провинций. Национальный уполномоченный орган в банковской сфере (и в экономической сфере в целом) был сознательно создан таким образом, чтобы сохранить существующую национальную систему филиальных банков и продвигать другой смежный курс, который стимулировал бы рынки развиваться как на уровне провинции, так и на международном уровне — включая и политику,

---

26. McIvor (1958), 50.

активно поддерживающую строительство транспортной инфраструктуры, в частности национальной сети железных дорог. Неудивительно, что на самой первой сессии канадского парламента, перед вводом в действие более полного набора законодательных актов в отношении банков, был принят промежуточный «Закон в отношении банков» (“Act Respecting Banks”), который постановлял, что любые банки, получившие лицензию в любом месте Канады, могли иметь филиалы по всей Канаде. Сюда включались не только 19 банков, которые были учреждены в Онтарио и Квебеке, но также и восемь лицензированных банков, уже работающих в Нью Брансуике и Новой Шотландии — провинциях, которые вошли в Канаду по Конституционному акту 1867 года.

Одним из лейтмотивов этой книги является то, что лицензированные банки представляют партнерство между сторонами, контролирующими правительство, основателями и акционерами банков. Выдача лицензий банкам в Доминионе Канада не стала исключением. На самом деле новое правительство, не теряя времени, делало попытки договориться с Банком Монреаля, предлагая ему привилегированное положение в обмен на предоставление финансов правительству. В 1868 году сэр Джон Роуз, первый министр финансов Канады, порекомендовал стране полностью переделать банковскую систему по образцу Закона о национальных банках США, что означало, что все выпуски банкнот должны были на 100% обеспечиваться правительственными ценными бумагами и что бесфилиальные банки с небольшой минимальной капитализацией должны быть созданы в каждом округе. Предложение Роуза имело далеко идущие последствия: право выпускать банкноты теперь требовало предоставления кредита правительству, а существующие банки, которые имели сеть филиалов, могли быть вынуждены стать бесфилиальными банками в момент очередного продления лицензии — за заметным исключением Банка Монреаля, чья роль правительственного бюджетного агента почти несомненно потребовала бы для него разрешения сохранить филиалы. Предложение Роуза, таким образом, было попыткой вернуться к кумовству Шато Клико, но с интересным поворотом. Оно давало фермерам канадского запада кое-

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

что, уже полученное их коллегами в США: бесфилиальные банки, у которых из-за высоких затрат на получение информации о заемщиках издалека не было бы иного выбора, кроме как выдавать им кредиты. Существующие банки, «дружащие» с купцами странами, сильно сопротивлялись этому факту — на самом деле так сильно, что схватка в нижней палате вынудила Роуза забрать свое предложение обратно и уйти с поста министра финансов<sup>27</sup>. Роуза отдали на растерзание и движение за нерегулируемые банки вместе с ним.

Сделка, созданная преемником Роуза, была выгодной для всех давно существующих банков, но вынудила их делиться частью своей прибыли с правительством. Акт о банкнотах Доминиона (Dominion Notes Act) от 1870 года и Закон о банках (Bank Act) от 1871 года запретили банкам выпускать банкноты номиналом менее 5 долларов, оставив нишу более мелких банкнот правительству Доминиона. Затем от банков потребовали хранить часть — от  $\frac{1}{3}$  до  $\frac{1}{2}$  — своих резервов наличных для обеспечения их обращающихся выпусков банкнот в форме банкнот Доминиона. То есть, чтобы выпускать банкноты, они должны были наполнить свои хранилища правительственными банкнотами, по сути, предоставляя правительству бесплатный кредит. Чтобы эта система не сгенерировала бешеную инфляцию, акты создали несколько защитных заслонов: правительству не разрешалось печатать более 9 млн долларов банкнот Доминиона; эти банкноты не конвертировались в золото; правительство должно было поддерживать 20%-й резерв в металлических деньгах по своим банкнотам; и выпуски банками банкнот были ограничены объемом их оплаченного капитала. Тем не менее правительство получило существенное преимущество за счет разницы между стоимостью выпускаемых банкнот и 20%-ми резервами. С 1872 по 1913 год на банкноты Доминиона приходилась примерно пятая часть обращающейся бумажной валюты<sup>28</sup>.

Другие положения банковских актов 1870 и 1871 годов кодифицировали различные аспекты существующей ка-

---

27. См. Curtis (1947), 116; Bordo, Redish, and Rockoff (2011), 10; McIvor (1958), 65–66.

28. McIvor (1958), 66–67.

надской банковской системы, одновременно также усовершенствовал эту систему. Законы создали унифицированную систему выдачи лицензии банка со следующими характеристиками: двойная ответственность, минимальный капитал в размере 500 000 долларов, десятилетние банковские лицензии и предоставление ежемесячных финансовых отчетов банком правительству. Также эти акты определили, что может служить приемлемым залогом по векселям и другим кредитам. Важно отметить, что кредитование под залог земли было запрещено, что нанесло удар по интересам аграриев. То есть канадское банковское законодательство строго придерживалось доктрины «реальных векселей»; ипотечный кредит считался чересчур рискованным. С 1867 по 1874 год оплаченный капитал канадских лицензированных банков удвоился, объем циркулирующих банкнот вырос втрое, а объем депозитов увеличился более чем в четыре раза<sup>29</sup>.

В банковской системе, не ограничивающей филиалы и не предусматривающей страховки по депозитам, есть сильный стимул к консолидации. Вкладчики обычно предпочитают банки, которые кажутся им наиболее платежеспособными и по совместительству обычно являются наиболее широко диверсифицированными и крупными. Бесфилиальные банки или банки, управляемые менее осмотрительно, обычно либо приобретаются другими компаниями, либо банкротятся. Этот процесс был сорван в Соединенных Штатах законами штатов, которые запрещали банкам открывать филиалы; получившаяся в итоге система нестабильных бесфилиальных банков была затем закреплена созданием Федеральной резервной системы в 1913 году, а бесфилиальные банки были далее изолированы от конкуренции благодаря системе страхования депозитов и правилу Q в 1930-х. В Канаде эти факторы не вступили в силу. В 1890-х годах канадская банковская система состояла из 38 лицензированных банков<sup>30</sup>. К 1922 году осталось 17 банков, к 1944 — 10, а к 1966 — всего 8<sup>31</sup>.

---

29. McIvor (1958), 71.

30. Walker E. (1923), 146.

31. Законодательные барьеры вряд ли могут объяснить консолидацию. С 1890 по 1929 год было выдано 25 новых банковских лицензий, но толь-

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

Как выжившие банки и правительство отреагировали на банкротства банков, которые были неизбежным элементом этого процесса консолидации? Когда банк банкротится, он потенциально ставит под угрозу другие банки, поскольку вкладчики могут подумать, что другие банки тоже, возможно, неплатежеспособны. Такие опасения могут стимулировать снятие депозитов и даже привести к панике, и такая паника может стать самореализующимся пророчеством, если банки не могут ликвидировать свои активы достаточно быстро, чтобы удовлетворить запросы своих вкладчиков. Канадская банковская система справлялась с этой проблемой в основном с использованием рыночных механизмов. Когда банк становился неплатежеспособным, Банк Монреаля играл роль главного координатора, чтобы проблема отдельного банка не стала системной<sup>32</sup>. Однако Банк Монреаля не всегда вмешивался: он позволял мелким банкам банкротиться<sup>33</sup>. Это было важной характеристикой системы: если бы вкладчики не знали, что они могут понести убытки, у них бы не было никаких стимулов следить за поведением банкиров. Однако когда банкротился банк, который был достаточно крупным, чтобы поставить под угрозу всю систему, Банк Монреаля вмешивался, чтобы скоординировать ответные меры других банков. Это случилось в 1906 году, когда Банк Онтарио обанкротился, а потом — в 1908 году, когда обанкротился Sovereign Bank of Canada. В данных случаях Банк Монреаля организовал поглощение неплатежеспособных банков. В случае с Банком Онтарио процесс прошел так гладко, что вкладчики обанкротившегося банка даже не знали, что им было чего опасаться.

---

ко 11, по всей видимости, были использованы, в то время как с 1920 по 1966 год было выдано 5 новых банковских лицензий, но использовано только 2. Связывающим ограничением, по всей видимости, является не лицензия, а способность привлечь достаточно капитала, чтобы воспользоваться экономией на масштабах. Carr, Mathewson, and Quigley (1995), 1138.

32. Держатели банкнот были защищены фондом погашения задолженности (Circulation Redemption Fund), сформированным в 1890 году. Каждый банк вносил в этот фонд 5% от объема своих обращающихся банкнот, и банки, по сути, были взаимным гарантом по банкнотам друг друга.
33. Список ликвидированных банков см. в работах Vreeland (1910), 219; Johnson (1910), 127 и Breckenridge (1910), 166–174.



Вечером 12 октября [1906 года] банкиры в Торонто и Монреале с удивлением узнали, что Банк Онтарио попал в беду и не откроется на следующее утро. Его капитал составлял 1500 000 долларов, а его депозиты — 1200 000 долларов. Ведущие банкиры Доминиона опасались последствий, которые могло иметь банкротство такого банка. Банк Монреаля согласился взять себе на баланс активы и выплатить все обязательства при условии, что ряд других банков согласится разделить с ним любые убытки. Его предложение было принято, и представитель Банка Монреаля сел на ночной поезд до Торонто... Банк открылся на следующий день с таким объявлением на дверях: «Это Банк Монреаля»<sup>34</sup>.

Контраст этого метода работы с банкротствами банков с методом, используемым в Соединенных Штатах, просто поражает. В Соединенных Штатах способность банков координировать свои действия в ответ на кризис ограничивалась коллективными мерами клиринговых домов отдельных городов, филиальных банков на Юге или других локальных банковских сетей<sup>35</sup>. Когда экономические потрясения, связанные с рецессиями, создавали серьезные проблемы с ликвидностью у банков США, случалась национальная банковская паника (в 1857, 1873, 1884, 1890, 1893, 1896 и 1907 годах), хотя (за исключением паники 1857 года) это не были периоды серьезных убытков у банков или распространенных банковских банкротств<sup>36</sup>. Четыре из этих рецессионных шоков (в 1857, 1873, 1893 и 1907 годах) стали причиной широкой приостановки конвертируемости: то есть банки отказались погашать свои собственные депозиты.

Американские банкиры пытались справиться с этими системными рисками с помощью коллективных действий, но их попытки провалились. Например, во время паники 1907 года клиринговый дом Нью-Йорка и частный банкир Дж. П. Морган пытались организовать межбанковскую помощь, но Морган полагался преимущественно на моральное воздействие, поскольку его банк являлся лишь небольшой частью системы. Несомненно, фрагментированная структура американской банковской системы означала, что нью-йоркские банки в це-

---

34. Johnson (1910), 124–125.

35. Calomiris (1989, 1990).

36. Calomiris and Gorton (1991).

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

лом были слишком маленькими, чтобы удовлетворить потребности банковской системы в ликвидности. А вот в Канаде, наоборот, Банк Монреаля был огромным институтом, который предоставлял значительную часть кредитов в стране. Его партнеры, с которыми он организовывал помощь проблемным институтам, также были крупными компаниями. В совокупности они представляли почти всю кредитную и депозитную систему.

Канадские банкиры осознавали разницу в деятельности и стабильности между канадской и американской банковскими системами. Они приписывали эти различия фундаментальным структурным различиям между канадской филиальной системой и американской бесфилиальной системой. Как написал канадский банкир Э. Л. Стюарт Паттерсон в 1917 году: «Почти все страны мира, кроме Соединенных Штатов, признали полезность, если не сказать абсолютную необходимость, филиальной банковской системы в управлении такими ликвидными ресурсами, как деньги или кредит. Банковская система без филиалов равноценна городу без системы водоснабжения или стране без железных дорог в той части, в какой это касается равномерного распределения кредита»<sup>37</sup>.

Канадское правительство время от времени оказывало дополнительную поддержку банковской системе. Канадская экономика была преимущественно аграрной, и поэтому существенные сезонные колебания спроса на кредит были постоянным источником стресса для банковской системы. Эти стрессы стали особенно выраженными в 1907 году в результате мирового финансового кризиса 1907–1908 годов. Кстати, именно этот кризис привел к падению трех сравнительно небольших канадских банков — больше, чем обанкротилось в предыдущие (или последующие) годы. В ответ на кризис канадское правительство ввело некоторые изменения в правила, регулирующие обращение банкнот Доминиона, которые были призваны стать источником экстренной ликвидности. Во-первых, в 1907 году правительство выпустило дополнительные банкноты Доминиона, которые оно предоставило займы банковской системе. Во-вторых, в 1908 году оно увеличило лимит по выпускам банкнот со 100 до 115%

---

37. Patterson (1917), 60.

от величины собственного капитала банка на период уборки урожая<sup>38</sup>. Эти изменения были позднее кодифицированы в общем пересмотре канадского закона о банках в 1913 году. И вновь отметим, что контраст с Соединенными Штатами поражает. В ответ на кризис 1907 года Соединенные Штаты создали Федеральную резервную систему, чтобы поддержать свои бесфилиальные банки. Канада просто изменила правила, регулирующие выпуск банкнот во время сезона сбора урожая<sup>39</sup>.

## Постоянная консолидация

Почему политики не стремились изменить курс на банковскую консолидацию? Как получилось, что общество, состоящее преимущественно из мелких фермеров, терпело банковскую систему, в которой они не могли использовать сельскохозяйственные земли в качестве залога, вкладчики могли потерять свои сбережения, а небольшая группа банкиров восточной Канады контролировала потоки и условия кредитования? Фермеры канадского запада на самом деле считали, что банки устанавливали ростовщические процентные ставки по кредитам, платили мизерные проценты по депозитам, зарабатывали избыточную прибыль и стремились контролировать бизнес, которому они выдавали кредиты<sup>40</sup>. Так, некоторые критики утверждали, что канадские банки сформировали «огромный денежный трест», работая «вместе для эксплуатации страны»<sup>41</sup>.

Одним из факторов, смягчающим требования популистов, было то, что канадские сельские местности имели высокий уровень доступа к банковским услугам благодаря врожденной эффективности системы, в ко-

---

38. McIvor (1958), 84.

39. В аграрных экономиках Соединенных Штатов и Канады сезонные колебания спроса на кредит были ярко выраженными. В диверсифицированной филиальной банковской системе типа Канады сезонные колебания в кредитовании обычно приводят к более мягким сезонным изменениям процентных ставок, поскольку эластичность предложения кредита здесь выше (Calomiris [2011a]), однако сезонные колебания спроса на кредит в банковской системе все же могут привести к сильным шокам ликвидности.

40. Swanson (1914), 305–306, 310.

41. *Ibid.*, 313.

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

торой банки могли воспользоваться экономией на масштабах за счет централизации управления и операционной деятельности. Примерно в 1911 году провинции Западной Канады (Альберта, Британская Колумбия, Манитоба и Саскачеван) имели 21 банк с приблизительно 900 филиалами. Среднее самоуправляющееся городское поселение имело всего 900 жителей, однако, представьте себе, два конкурирующих банка. Средняя самоуправляющаяся деревня имела всего 230 жителей (то есть около 40–50 семей), и все же обычно в ней был филиал банка<sup>42</sup>. Хотя эти филиалы не давали кредитов под залог недвижимости, они все же предоставляли кредиты фермерам — так много, что к 1920-м годам сотни мелких частных (без образования юридического лица) банкирских домов, которые кредитовали канадскую сельскую местность в конце XIX века, исчезли<sup>43</sup>.

С более общей точки зрения политические институты в Канаде мешали принять законодательство, которое изменило бы базовые правила игры в канадской банковской системе. Реформы банковского законодательства приходилось разрабатывать в палате общин, где было гораздо сложнее создать и сохранить успешную аграрную коалицию, чем на уровне провинций. Любая реформа, которая проходила через палату общин, должна была затем получить одобрение сената, члены которого назначались генерал-губернатором. Группы, выступающие за статус-кво в банковском законодательстве, могли, таким образом, откладывать реформы, предлагать оттекаемые компромиссы или вообще блокировать изменения.

Особенно наглядный пример представляет десятилетний пересмотр Закона о банках, который был намечен на 1911 год. Коалиция популистов и консерваторов была настроена воинственно: четыре банка обанкротилось в 1906–1908 годах, а в 1910 году обанкротился Farmer's Bank, потеряв каждый цент сбережений своих вкладчиков<sup>44</sup>. Вкладчики банка объединились с акционерами, которые должны были пройти дополнительную оценку капитала, поскольку лицензия канадских банков под-

---

42. Eckardt (1913), 159–163.

43. Neufeld (2001), 327.

44. Carr, Mathewson, and Quigley (1995), 1140.

разумевала двойную ответственность. Они потребовали от правительства выплатить им компенсацию, утверждая, что министр финансов по халатности выдал банку сертификат Казначейского управления, который был нужен ему для активации лицензии в 1906 году. Этот вопрос стал горячей темой во время выборов 1911 года: кандидаты от Консервативной партии даже пообещали компенсацию вкладчикам, если они победят на выборах<sup>45</sup>. Коалиция консерваторов и популистов также потребовала радикальных изменений Закона о банках, включая требование парламентского утверждения любых дальнейших слияний и поглощений банков, установления правительственного контроля над банками и разрешения банкам кредитовать под залог недвижимости.

Противники этих реформ принимали их за то, чем они и являлись: результатом коалиции особых интересов. Так, никто не мог мотивированно утверждать, что разрешение банкам кредитовать под залог недвижимости повысит стабильность банков, учитывая, что в других странах наблюдалась связь между кредитованием на приобретение недвижимости и более высокими рисками банкротства банков. Противники реформы шли на различные ухищрения в парламенте, чтобы постоянно откладывать пересмотр Закона о банках. Эта стратегия, несомненно, работала: когда в 1913 году Закон о банках наконец был пересмотрен, все требования реформ были выхолощены. Вместо правительственного контроля над банками были введены обязательные ежегодные аудиторские проверки финансовой отчетности банков их собственными акционерами. Вместо разрешения кредитовать под залог недвижимости банкам разрешили выдавать кредиты под поголовье скота и запасы зерна. Банковские слияния и поглощения не требовали законодательного утверждения, а требовали всего лишь согласия министра финансов<sup>46</sup>. Что касается идеи, что вкладчики Farmer's Bank заслуживали компенсации убытков, она канула в Лету. Королевская комиссия 1913 года постановила, что в убытках вкладчиков были виноваты менеджеры банка, а не казначейское управление. Следующая попыт-

---

45. Carr, Mathewson, and Quigley (1995), 1139.

46. Swanson (1914), 314; Weaver (1913), 136–142.

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

ка консервативного министра финансов провести закон, компенсирующий вкладчиков, провалилась, когда сенат отложил рассмотрение вопроса на шесть месяцев — и так никогда к нему и не вернулся<sup>47</sup>.

Подобный же пример способности канадских политических институтов ослабить требования популистов можно увидеть в деле банкротства Home Bank в 1923 году. В этом случае вкладчики тоже заявляли, что их убытки (примерно равные 75% их депозитов) должны быть полностью компенсированы правительством, поскольку министр финансов не удосужился вынять предупреждения о мошенничестве в банке еще в 1916 году. Королевская комиссия постановила, что вкладчики имели «моральное право на акционерный капитал». Это означало, что, хотя никаких правовых оснований для компенсации не было, министр финансов не был достаточно внимателен к свидетельствам злоупотребления полномочиями управляющими и директорами банков. Последующее расследование, проведенное правительством, обнаружило, что большая часть убытков была понесена банком до 1916 года, и, таким образом, любое моральное обязательство правительства было ограничено суммой убытков с того момента, которую эксперты оценили в 35% депозитов. Палата общин в 1925 году проголосовала за выплату этого обязательства в 35%, но сенат с этим не согласился. Его члены утверждали, что у правительства не было никаких правовых обязательств перед вкладчиками, и такие выплаты должны были делаться только в случаях реальных трудностей. Финальная версия закона, таким образом, предусматривала компенсацию вкладчикам в размере 35%, только если их депозиты составляли менее 500 долларов или если они могли доказать особые потребности в деньгах. В результате правительство предоставило компенсацию, равную 22% депозитной базы<sup>48</sup>.

---

47. Carr, Mathewson, and Quigley (1995), 1140–1141.

48. *Idem.*, 1142–1143, 1152. Банкротство Home Bank также привело к созданию должности генерального инспектора банков, который нес ответственность за отслеживание платежеспособности банков. Однако это не означало, что правительство принимало на себя ответственность за банкротство банков. Пересмотр Закона о банках в 1927 году дал понять, что правительство не отвечало за убытки вкладчиков, акционеров или кредиторов банков.

Требования к общему страхованию депозитов были оставлены без внимания. Палата общин провела слушания в 1913 и 1924 годах — после банкротств Farmer's Bank и Home Bank соответственно — и оба раза отвергла эту идею. На обоих слушаниях они опирались на свидетельства о неблагоприятных последствиях создания государственных систем страхования депозитов в Соединенных Штатах. Заключение Министерства финансов Канады в этом отношении было однозначным: «[Взаимная гарантия банковских депозитов] доказала свою непригодность в Соединенных Штатах и, по сути, является нездоровой практикой, поскольку она означает, что консервативным и грамотно работающим банкам придется нести убытки, которые навлекли на себя в результате плохого управления, мошенничества или иных причин конкуренты, над которыми у них нет контроля. Финансовые последствия будут катастрофическими, поскольку у населения не будет стимулов выбирать надежные институты, в которых их средствам ничего не грозит»<sup>49</sup>.

### Изменение долгосрочной договоренности: Великая депрессия и не только

Политические институты, которые поддерживали канадскую банковскую систему — а значит, и организационная структура самой банковской системы, — также оказались удивительно устойчивыми к Великой депрессии. Канада была производителем сырья, и когда спрос на лес, минералы и зерно сильно упал, в экономике произошел спад. Ни один канадский банк не обанкротился во время Депрессии<sup>50</sup>. Тем не менее канадские популисты возлагали вину за состояние экономики на традиционную монетарную и банковскую политику страны<sup>51</sup>. Самыми сильными эти эмоции были на западе страны, где популисты

---

49. Цитата в Carr, Mathewson, and Quigley (1995), 1151–1152.

50. Крыжановский и Робертс (Kryzanowski and Roberts (1993)) утверждают, что канадское правительство поддерживало банки через подразумеваемое страхование депозитов. Авторы Carr, Mathewson, and Quigley (1995) доказывают несостоятельность гипотезы о подразумеваемом страховании. Также см. Carr, Mathewson, and Quigley (1994).

51. McIvor (1958), 159.

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

долго сопротивлялись «денежному тресту», который, как они утверждали, руководил страной. В Альберте небольшая политическая партия, поддерживающая теорию неустойчивой экономики, Партия социального кредита (Social Credit Party), одержала сокрушительную победу на выборах в законодательный орган в 1935 году. Федеральное правительство использовало свои конституционные полномочия, чтобы аннулировать большую часть законов, принятых альбертскими законодателями, — которые включали выплату «социальных дивидендов» всему взрослому населению и установление контроля над ценами, базировавшегося на понятии «справедливых цен», — но было ясно, что основные политические партии должны были сделать больше, чем просто заблокировать сумбурные, хоть, возможно, и принятые с благими намерениями экономические реформы.

Канадское правительство поэтому создало комиссию под председательством руководителя центрального банка Англии, который был известным сторонником центральных банков, чтобы собрать информацию и дать свои рекомендации. Как и можно было ожидать, комиссия пришла к выводу, что Канаде нужен центральный банк. Как опять же можно было ожидать, правительство вняло этой рекомендации и создало Банк Канады в 1935 году. С экономической точки зрения создание Банка Канады мало повлияло на систему коммерческих банков: просто-напросто было не так много «поломок», которые нуждались в починке. Так, исследователи канадской банковской истории пришли к выводу, что в рамках системы фиксированного обменного курса Банк Канады мало зачем был нужен финансовой системе<sup>52</sup>. Однако его создание дало правительству возможность удовлетворять требования сторонников инфляционной политики среди западных фермеров — расширять предложение денег за счет создания центрального банка, имеющего полномочия выпускать бумажные деньги. Последующие реформы, опять же продвигаемые требованиями популистов, сделали Банк Канады правительственной организацией (на 1938 год) и дали ему монопольное право на выпуск банкнот

---

52. Bordo and Redish (1987); Bordo, Redish, and Rockoff (2011), 19.



(на 1944 год)<sup>53</sup>. В конечном итоге канадские банки вышли из Депрессии практически в том же состоянии, в каком они в нее вошли. Они потеряли ценную привилегию — право печатать деньги, — но базовая структура банковской отрасли осталась нетронутой.

Специфический канадский набор институтов, управляющих банками, также оказался устойчивым к требованиям повышения доступа к кредитам и появлению новых небанковских посредников после Второй мировой войны. Канадская банковская система была выстроена так, чтобы облегчить кредитование в поддержку торговли между удаленными партнерами, и канадским коммерческим банком было запрещено законом выдавать кредиты под залог недвижимости<sup>54</sup>. Закон против ростовщичества установил лимит в 7% на сумму процентов, которые можно было легально взимать. Эти лимиты ограничивали рискованность кредитов и также создавали непростые отношения между банкирами и фермерами, которые обычно считали, что им отчаянно не хватает кредитов. По мере того как Канада становилась все более индустриализированной и урбанизированной, другие группы населения, такие как мелкие предприниматели, которым был нужен кредит для финансирования основного и оборотного капитала, а также городские жители, которые хотели купить дома, также начали выражать недовольство ограничениями, навязанными банковской системой, неспособной удовлетворять их потребности в кредите<sup>55</sup>.

---

53. Коммерческие банки формально потеряли право выпускать банкноты только после пересмотра Закона о банках в 1944 году. В признании того, что это означало более низкий риск, акции банков с 1944 года больше не предполагали двойной ответственности: ответственность акционеров ограничивалась номинальной стоимостью их акций. См. Curtis (1947), 120.

54. Редиш (Redish (2003)) показывает, что на ипотечный кредит приходилась приблизительно половина всего кредита в финансовой системе Верхней Канады в первой половине XIX века. Эти кредиты предоставлялись местными частными кредиторами, а не лицензированными банками.

55. С последних дней Первой мировой войны были проведены серии небольших фондируемых правительственных программ, которые были призваны упростить ипотечное кредитование через «околобанковские организации» (обычно финансовые компании, управляемые страховыми корпорациями), однако эти попытки дали заурядные результаты. Например, благодаря Закону о жилье Доминиона (Dominion Housing Act) от 1935 года удалось профинансировать строительство всего

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

Требования этих групп стали особенно выраженными во время и после Второй мировой войны. Во время войны канадские промышленники существенно нарастили производство: по сути, они производили большую часть военного оборудования для британских вооруженных сил. Это расширение стимулировало рост городского рабочего класса. В период с 1939 по 1944 год количество производственных работников выросло почти втрое: к концу войны на них приходилась практически треть гражданской рабочей силы<sup>56</sup>. После войны возвращение сотен тысяч канадских солдат, моряков и летчиков еще сильнее стимулировало процесс урбанизации — и потребности в городском жилье соответственно<sup>57</sup>. Правительство приняло ряд мер для предоставления кредита на покупку жилья этим, несомненно, важным группам городских избирателей. Важно отметить, что это было сделано не через банки, которым по-прежнему было запрещено выдавать кредиты под залог недвижимости — и которые не боролись за свое право это делать<sup>58</sup>. На самом деле, пересмотр Закона о банках в 1944 году еще больше снизил вероятность того, что банки смогут обслуживать растущий рынок городских кредитов, поскольку он снизил проценты, которые они могли легально брать по таким кредитам, с 7 до 6%, таким образом снижая стимулы для рискованного кредитования. Скорее правительство попыталось удовлетворить потребности в кредитовании на покупку недвижимости за счет пересмотра национального закона о жилье (National Housing Act) в 1944 году и учреждения Центральной корпорации ипотечного строительства (Central Mortgage and Housing Corporation (СМНС)) в следующем году. СМНС была «коронной» корпорацией, финансируемой за счет продажи облигаций казначейству. Ее целью было предоставление

---

4899 единиц жилья в период с 1935 по 1938 год. См. [Canadamortgage.com](http://Canadamortgage.com) (дата не указана); Curtis (1947), 120.

56. К 1944 году число занятых в промышленности достигло чуть больше 2 млн человек, в то время как общее число гражданской рабочей силы составляло немногим более 4,5 млн человек. Statistics Canada (1983), Series D124-133 and R1-22.

57. В 1944 году в канадских вооруженных силах было почти 800 000 солдат, моряков и летчиков. Statistics Canada (1983), Series D124-133.

58. Neufeld (2001), 328.

дополнительного финансирования, а также явных правительственных гарантий для финансирования компаний (которые обычно принадлежали страховым компаниям), чтобы стимулировать их выдавать ипотечные кредиты домовладельцам, строителям и девелоперам. В 1947 году СМНС также было разрешено выдавать прямые кредиты домовладельцам или строителям в определенных округах<sup>59</sup>. Короче говоря, канадские налогоплательщики субсидировали страховые компании, чтобы они могли участвовать в ипотеке, а когда этот рынок выглядел для страховщиков непривлекательным (даже с учетом правительственных гарантий), налогоплательщики напрямую субсидировали строителей жилья<sup>60</sup>.

В 1940-е годы банки не слишком боролись против этих реформ. Канадские банкиры, очевидно, не воспринимали эту форму Игры банковских договоренностей как борьбу, в которой «победитель получает все». Почему не бросить несколько крох неудачникам (тем, кто хотел стать домовладельцем), чтобы не дать им сформировать коалицию с фермерами, которая могла разрушить всю игру?

Однако к 1950-м годам эти крохи начали выглядеть уже как целые ломти, а в 1960-е годы казалось, что небанковским посредникам скоро уже будет разрешено открыть свои собственные пекарни. В 1955 году финансовые компании, сберегательные институты и трастовые компании — которые коллективно назывались в Канаде околбанковскими организациями, — контролировали 24% активов финансовых институтов. К 1962 году они контролировали 32%, а к 1967 году — 36%<sup>61</sup>. Поэтому банки начали выступать против околбанковских

---

59. [Canadamortgage.com](http://Canadamortgage.com) (дата не указана); Curtis (1947), 120.

60. Двадцать шесть процентов всего жилищного строительства в период между 1944 и 1953 годами — всего более 200 000 домов — финансировалось в рамках национального закона о жилье, а СМНС предоставляла 36% средств (оставшуюся часть предоставляли финансовые компании). Начиная с 1944 года правительство также предоставляло кредит мелким и средним промышленникам, создав Industrial Development Bank (банк промышленного развития), 100%-ю дочернюю компанию Банка Канады. Капитализация банка составляла 25 млн долларов, и он мог выдавать кредиты на срок до 15 лет. См. Curtis (1947), 120; [Canadamortgage.com](http://Canadamortgage.com) (дата не указана).

61. Leach (1969), 135.

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

организаций, добившись изменений, которые лишили их преимуществ в 1954 году и пересмотра Закона о банках — в 1967 году<sup>62</sup>. При пересмотре в 1954 году СМНС вышла из бизнеса совместного кредитования с околобанковскими организациями: вместо этого она предоставляла ипотечную страховку для кредитов в рамках национального закона о жилье, а также прямые субсидии для строительства жилья. Кроме того, пересмотр 1954 года позволил банкам прийти на ипотечный рынок, участвуя в страхуемой СМНС программе<sup>63</sup>.

Пересмотр Закона о банках в 1967 году вогнал «кол в сердце» околобанковских организаций, поскольку снял множество ограничений с операций лицензированных банков. Закон устранил лимиты на проценты по банковским кредитам. Он также позволил банкам прийти на традиционный (незастрахованный) ипотечный рынок. И наконец, он изменил нормы резервов по банковским депозитам с 8% по всем счетам до 4% по срочным депозитам и 12% по депозитам до востребования<sup>64</sup>. Самое лучшее, что околобанковские организации, похоже, могли сделать в этом перетягивании законодательного каната, — это заставить правительство ограничить сумму традиционных (незастрахованных) ипотечных кредитов банка величиной, равной 10% его депозитов, и ввести страхование депозитов на счета до 20 000 долларов, защищая, таким образом, свою депозитную базу от вторжения банков. Неизвестно, боролись ли банки активно против какого-либо из этих лимитов: потолок в 10% в то время был необязательным<sup>65</sup>, и с точки зрения банков ограниченный размер страховки по депозитам не мог обеспечить слишком большую субсидию их конкурентам — околобанковским организациям. То есть они, возможно, думали, что могут победить финансовые и трастовые компании и тоже получить правительственную субсидию<sup>66</sup>.

---

62. Leach (1969), 134–135; Neufeld (2001), 329.

63. See [Canadamortgage.com](http://Canadamortgage.com) (дата не указана); Freedman (1998), 7, 22.

64. Leach (1969), 134.

65. Freedman (1998), 8.

66. Страхование депозитов, однако, привело к росту риска банкротства банков, которые полагались на эту страховку (Carr, Mathewson, and Quigley [1994], 58–64). В период с 1949 по 1966 год ни одна трастовая или ипо-

Пересмотры Закона о банках в 1980, 1987 и 1992 годах, по сути, сняли все угрозы, которые могли представлять околобанковские организации. В 1980 году банкам было разрешено иметь дочерние компании ипотечного финансирования, таким образом, обходя лимиты, которые были установлены по их традиционным ипотечным кредитам. Пересмотр 1987 года снял ограничения на брокерскую деятельность банков в сфере ценных бумаг. В течение года пять крупнейших банков пришли на этот рынок либо за счет покупки одного из крупнейших брокеров страны, либо за счет создания своего собственного брокерского бизнеса<sup>67</sup>. В 1992 году были сняты все оставшиеся ограничения: банкам было разрешено иметь собственные страховые, ипотечные и трастовые компании; а их собственное ипотечное кредитование больше не ограничивалось законом. Кроме того, пересмотр Закона о банках 1992 года снял резервные требования по депозитам. В итоге канадские банки смогли покупать околобанковские организации, которые не могли с ними конкурировать и превращались в гигантские финансовые конгломераты<sup>68</sup>. В конце 1990-х годов на них приходилось две трети неипотечного потребительского кредитования (автомобильных кредитов и кредитных карт) и 55% ипотечного жилищного кредитования. Канадские банки также стали основными поставщиками промышленных финансов. Например, в 1998 году кредиты от банков составляли такую же сумму, как и средства, привлеченные бизнесом от продажи ценных бумаг, в три раза превышали сумму, полученную от продажи облигаций, и на порядок превосходили объем рынка коммерческих бумаг. Банкам также принадлежали крупные дилеры на рынке ценных бумаг<sup>69</sup>.

Канадская банковская система также оказалась устойчивой к угрозе со стороны американских банков, которые начали приходить на канадский рынок после 1980 года. До этого времени иностранным банкам было запреще-

---

течная компания в Канаде не обанкротилась. В период с 1968 по 1985 год обанкротилось 22 института.

67. Bordo, Redish, and Rockoff (2011), 23.

68. Freedman (1998), 8–15.

69. Ibid., 22–28.

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

но открывать дочерние компании в стране или покупать контрольные доли в канадских банках<sup>70</sup>. Серия пересмотров законодательства (в 1980 и 1985 годах) позволила иностранным банкам открывать дочерние компании с собственным капиталом, но размеры этих компаний имели ограничения<sup>71</sup>. Эти лимиты впоследствии были сняты Соглашением о свободной торговле между Канадой и Соединенными Штатами в 1989 году. Пересмотр Закона о банках в 1997 году пошел еще дальше: он позволил иностранным банкам открывать филиалы в Канаде без учреждения дочерней компании с самостоятельной капитализацией<sup>72</sup>.

Однако канадские банки могли изолировать себя от иностранных конкурентов через законодательные и регуляторные механизмы. Канадские банки делятся на три группы: банки категории I (национальные банки с канадскими лицензиями); банки категории II (иностранные банки с канадскими лицензиями) и банки категории III (филиалы, принадлежащие иностранным банкам, работающие без канадских лицензий). Крупные банки категории I не могут быть приобретены иностранным банком, поскольку они должны иметь «широкое распространение». Иностранные филиалы не могут принимать депозиты размером менее 150 000 долларов или участвовать в системе страхования депозитов, и они связаны различными другими ограничениями на свою деятельность, а также их правовым статусом кредиторов<sup>73</sup>. Банки категории II (иностранная дочерняя компания) сталкиваются с тремя видами барьеров: во-первых, они должны преодолеть многочисленные

---

70. Пересмотр Закона о банках в 1967 году признал незаконным владение акционером более 10% акций банка; иностранные акционеры в совокупности не могли владеть более 25% акций. Freedman (1998), 8.

71. Изначально активы дочерних компаний иностранных банков не могли превышать 8% общих национальных активов канадских банков. В 1985 году этот лимит был повышен до 16%. Freedman (1998), 8–9.

72. Freedman (1998), 8–9.

73. Freedman (1998); Gouvin (2001); Davies Ward Phillips & Vineberg LLP (дата не указана). Банки категорий I и II могут применить гарантию Закона о банках — этот правовой компонент может быть полезен как защита от убытков по кредитам. Иностранные филиалы полагаются исключительно на правила безопасности, используемые в провинциях, которые в некоторых случаях могут носить второстепенный характер. См.: Uniform Law Conference of Canada (дата не указана).

разовые препятствия для получения лицензии; во-вторых, что еще важнее, как только они получили лицензию, их возможность расти может быть ограничена произвольным регулированием показателей достаточности капитала, ликвидности и произвольными лимитами, установленными на объемы различных видов их активов<sup>74</sup>. Даже если эти ограничения и не применяются, то, что они могут быть применены, как только иностранный банк станет серьезным соперником национальному банку, отбивает желание развиваться. В-третьих, ключом к успешной конкуренции является сеть филиалов, однако требование «широкого распространения» делает практически невозможным для иностранных участников выстроить большую сеть филиалов через приобретения. Единственная альтернатива — построить сеть «с нуля», что требует много времени и затрат. Эти лимиты делают конкуренцию за канадский рынок депозитов и кредитов очень дорогой для дочерних компаний иностранных банков. В результате этих различных законодательных и регуляторных барьеров канадский банковский рынок остается преимущественно именно канадским. В конце 2011 года, более чем двадцать лет спустя после подписания Соглашения о свободной торговле между Канадой и США, на иностранные банки приходилось всего 7,1% активов банковской системы<sup>75</sup>.

### А была ли оборотная сторона?

По сравнению с американской банковской системой канадская система является необыкновенно стабильной. Однако стабильность может достигаться в ущерб эффективности. Например, представьте банковскую систе-

---

74. В соответствии с работой Davies Ward Phillips & Vineberg LLP (дата не указана) канадские банковские регуляторы имеют право установить любые лимиты и условия, которые «руководитель считает необходимыми», а сюда входят и «ограничения на активы, которые банк может иметь на своем балансе; более высокие минимальные требования к достаточности капитала; депозиты акционеров, а также ограничения на рост бизнеса банка в отдельных секторах или в отношении различных видов деловой деятельности».

75. Canadian Bankers Association (2012).

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

му, состоящую из одного монополиста, который ничего не платит за депозиты и выдает кредиты только заемщикам с рейтингом AAA, которые лично знакомы с директорами банка. Такая система была бы необыкновенно устойчивой, но эта стабильность достигалась бы за счет более медленного экономического роста и более низкой социальной мобильности. Предприниматели с интересными идеями, но не имеющие за плечами реализованных проектов или личных связей, испытывали бы дефицит в кредите; мелкий бизнес не смог бы заимствовать для преодоления краткосрочных спадов в деловом цикле, а домохозяйства не смогли бы финансировать крупные траты, такие как покупка домов или обучение в колледже.

Теперь давайте тщательно рассмотрим факты, чтобы понять, достигалась ли стабильность канадской банковской системы именно такой ценой, учитывая мнение, которого долгое время придерживались и ученые, и население — что канадская банковская система является комфортной олигополией, ограничивающей кредит, чтобы увеличивать процентные спреды и зарабатывать сверхприбыли<sup>76</sup>.

Реальность всегда бледнеет в сравнении с утопией, и, таким образом, любой аргументированный ответ на вопрос, пожертвовала ли Канада эффективностью ради стабильности, требует от нас сначала ответить на вопрос: «Эффективная по сравнению с чем?» По сути, есть два способа ответить на этот вопрос. Первый — сравнить эффективность канадской банковской системы с банковской системой другой страны, например США. Второй — найти свидетельства того, что канадская банковская система работала так, как она работала бы и в идеально конкурентной рыночной структуре. При таком подходе сравнение делается с гипотетической банковской системой, состоящей из фирм, максимизирующих прибыль, которые активно конкурируют друг с другом по ценам и затратам.

Самый простой способ сравнить эффективность канадской и американской банковских систем — спросить о цене кредита: она в Канаде исторически была выше или ниже, чем в Соединенных Штатах? Ответ, выве-

---

76. Bordo, Rockoff, and Redish (1994), 326.



денный из нескольких исследований, которые сравнили данные за XX век, заключается в том, что в среднем процентные ставки, которые брали по кредитам, были одинаковыми в обеих странах. А вот процентные ставки, выплачиваемые по депозитам, в Канаде были *выше!*<sup>77</sup> Канадские банки даже предлагали *меньшие* процентные спреды, чем американские банки. Эти факты предполагают, что канадская система, состоящая из очень небольшого числа очень крупных банков с сетью филиалов, породила большую ценовую конкуренцию, чем американская система, состоящая из тысяч мелких банков, оперирующих на ограниченных локальных рынках.

Данные по стоимости кредита также предполагают, что разница в процентных ставках между регионами в Канаде была преодолена гораздо раньше, чем в Соединенных Штатах. В США до Гражданской войны, когда страна была меньше, а Юг был объединен сетью филиальных банков (и время от времени Первым и Вторым банками Соединенных Штатов), разница в процентных ставках между регионами была незначительной<sup>78</sup>. Однако по мере того, как Соединенные Штаты росли и стали все больше зависеть в предоставлении кредитов от сегментированных бесфилиальных банков, разница в процентных ставках между регионами стала огромной. В 1890-х годах процентные ставки по самым качественным кредитам (известным как первоклассные векселя с двумя подписями, поскольку эта бумага была совместной ответственностью двух сторон с хорошей кредитной историей) в западных американских городах были обычно на 4–8% выше, чем в восточных городах, и такие большие различия все еще наблюдались в 1920-х годах<sup>79</sup>. Такого не было в Канаде, где в последние два десятилетия XIX века процентные ставки на Западе никогда не превышали больше чем на 1–2% ставки в Монреале или Торонто на кредиты с идентичными характеристиками риска<sup>80</sup>. В 1920-х годах разница в процентных ставках ме-

---

77. Bordo, Rockoff, and Redish (1994), 325–41; Nichols and Hendrickson (1997), 681.

78. Bodenhorn (2000), 128–164.

79. Breckenridge (1899a); Riefler (1930), 79–95; Calomiris (2000), 30–33; Breckenridge (1899b), 5, 55.

80. White H. (1902), 53–54.

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

жду регионами Канады оставалась небольшой. Как отметил один современник: «Распределение капитала происходит так идеально, что между самым высоким классом заемщиков в Монреале или Торонто и обыкновенным купцом на северо-западе разница в уплачиваемых процентах составляет не более одного-двух процентов»<sup>81</sup>.

Если канадские банки исторически функционировали в более конкурентной среде, чем американские банки, как канадским банкам удалось заработать больше денег, чем американским банкам? Хотя этот факт поддерживает мнение, что канадские банки представляли собой уютную олигополию, настоящий ответ заключается в том, что канадская в общем менее ограничительная регуляторная среда — которая в том числе подразумевает и способность иметь национальную сеть филиалов — позволила канадским банкам воспользоваться экономией от масштабов затрат на бэк-офисные операции, функционировать с меньшим объемом капитала, чем американские банки и более эффективно применять этот капитал<sup>82</sup>. Например, в 1920 году канадские банки поддерживали коэффициент «капитал — активы» на уровне 8,6% по сравнению с 11,5% в Соединенных Штатах. В тот же самый год кредиты в активах канадских банков составляли 72,7% по сравнению со всего лишь 53,1% в Соединенных Штатах. Эти различия оставались необыкновенно стабильными в последние годы XX века. Более того, эти различия в составе баланса, наряду со сравнимыми различиями в административных затратах, обеспечивают практически всю разницу в прибыльности между канадскими и американскими банками<sup>83</sup>.

---

81. Willit (1930), 185.

82. Как стала возможной эта тройная победа риск-менеджмента? Тому было две причины. Во-первых, межбанковская координация, которую обеспечивал Банк Монреала, ограничивала системный риск. Во-вторых, филиальные банки обеспечивают превосходную диверсификацию кредитов. Если банк имеет сеть филиалов по всей стране, он может объединить кредитные риски различных регионов, специализирующихся на различных продуктах. Так, кредитный портфель банка с филиалами по всей стране характеризуется меньшими рисками, чем банка, выдающего кредиты только в одной местности. Более низкий кредитный риск позволяет банку с филиалами по всей стране иметь более высокую долю кредитов по отношению к активам, не беря дополнительный риск на каждый доллар активов.

83. Bordo, Rockoff, and Redish (1987), 336; Nichols and Hendrickson (1997), 681.

Кредит в процентах к ВВП

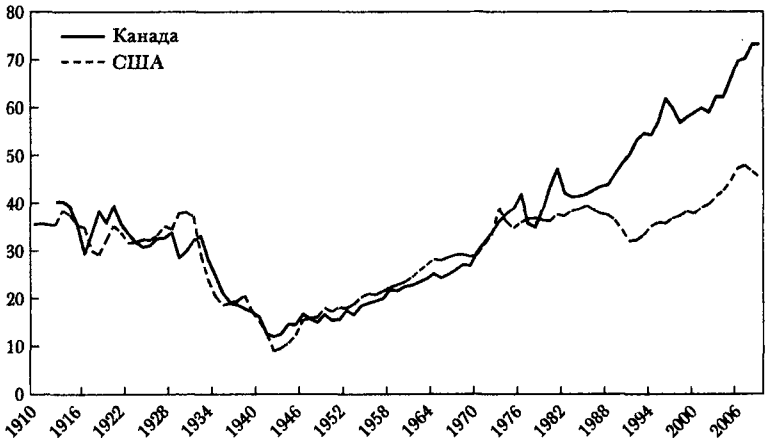


РИС. 9.1 Частные кредиты коммерческих банков по отношению к ВВП (в %)

Источник: Statistics Canada (1983); Bank of Canada Statistical Review (various dates); Bank of Canada Review (various dates); Federal Reserve Board (1943, 1971); United States Bureau of Economic Analysis (various dates); Federal Deposit Insurance Corporation (n.d.).

ПРИМЕЧАНИЕ. В данных по Канаде не учтено иностранное кредитование.

Каковы были размеры предоставляемых кредитов? На рис. 9.1 сравниваются кредиты лицензированных коммерческих банков частному сектору в процентах к ВВП в Канаде и Соединенных Штатах с 1910 по 2010 год. Этот рисунок иллюстрирует три факта, каждый из которых предполагает, что концентрированная банковская система Канады не препятствовала предложению кредита. Во-первых, в среднем в течение длительного времени величина кредитов по отношению к ВВП Канады — такая же, как в Соединенных Штатах, или больше.

Это удивительно, учитывая меньшую плотность населения в Канаде. Во-вторых, усиливающаяся концентрация канадской банковской системы была связана с ростом предложения кредита, как с течением времени, так и по сравнению с Соединенными Штатами в те же периоды времени. В-третьих, росту кредитования в Канаде сильно способствовало приобретение банками околобанковских организаций и то, что лицензированные банки с течением времени осваивали новые виды дея-

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

тельности — это стало возможным в результате регулярного обновления канадского банковского регулирования. Эти периодические пересмотры позволяли банкам воздействовать на регуляторов, с тем чтобы их не теснили небанковские посредники, связанные с финансовыми инновациями. Для сравнения, как мы показываем в главе 6, американские банки теряли долю на рынке из-за теневой банковской системы, особенно после 1960-х годов, поскольку сберегательные ассоциации, финансовые компании, кредитные союзы, взаимные фонды, инвестиционные банки и хедж-фонды росли в ущерб коммерческим банкам.

А как распределялся этот кредит — в частности, насколько доступен был кредит в сельских местностях? И тут вновь возникает вопрос: «По сравнению с чем?» Если сравнивать с Соединенными Штатами, три наблюдаемых параметра предполагают, что канадская филиальная система служила сельским клиентам более эффективно, чем американская бесфилиальная система. Во-первых, как мы уже отмечали, в сельских местностях в Канаде, в отличие от Соединенных Штатов, стоимость кредита была почти такой же, как и в городах.

Во-вторых, более низкие информационные затраты за счет системы филиалов в Канаде облегчали сделки с банковскими акцептами и векселями между удаленными контрагентами — это было крайне важно для финансирования движения сельскохозяйственной продукции. Как мы отмечали ранее, филиальная система банков в Канаде позволяла одному банку управлять движением и экспортом зерна и сохранять право собственности на транспортируемые товары, которые выступали залогом, что позволяло экономить на стоимости кредита<sup>84</sup>. Это было невозможно в Соединенных Штатах, и поэтому кредитование перевозки зерна с помощью банковских акцептов или векселей было сравнительно редким явлением.

В-третьих, сельские местности в Канаде были более обеспечены банковскими услугами, чем в Соединенных Штатах. Как правило, странам с низкой плотностью населения типа Канады трудно предоставлять кредит фермерам, поскольку рассредоточенное население

---

84. Johnson (1910), 48.

сельской местности не генерирует достаточно активности, чтобы оправдать открытие локальных офисов банка. Данные о количестве банковских офисов (головных офисов или филиалов) на душу населения предполагают, что этот показатель в Канаде был выше, чем в Соединенных Штатах. В районе 1912 года в Канаде был один офис банка на каждые 2847 жителей, в то время как в более плотно населенных Соединенных Штатах один банковский офис обслуживал каждые 3407 жителей<sup>85</sup>. К 1940 году эта разница в доступе к банковским услугам увеличилась: Канада имела один банковский офис на 340 жителей, а Соединенные Штаты — на 7325 жителей<sup>86</sup>. Основной причиной большей доступности банковских услуг в Канаде была ее филиальная система. Поскольку канадские банки могли консолидировать администрирование в одном бэк-офисе, дополнительные затраты на открытие филиала в городе с населением всего 200 человек были незначительными.

Одно дело — показать, что канадская банковская система была не более монополистической, чем банковская система США, совсем другое — показать, что она обладала высокой конкурентоспособностью. Американская система все же состояла из сегментированных монополий в течение большей части XX века. Сказать, что канадская система «лучше» предоставляла кредит, чем американская, все равно что сказать, что нью-йоркский гангстер Джон Готти был хорошим гражданином, поскольку он лучше всего вел себя в одиночной камере тюрьмы. Чтобы утверждать, что канадская система была достаточно конкурентной, необходимо провести гипотетическое сравнение с системой, в которой рынки высоко конкурентны. Два новаторских эмпирических исследования использовали эконометрические методы, чтобы оценить степень конкурентности канадских банков<sup>87</sup>. Несмотря на высокую концентрацию канадской банковской системы, которая свойственна системе, базирующейся на сети национальных филиалов, оба исследования опровергают мнение, что канадские банки являются монополиста-

---

85. Patterson (1917), 62.

86. Chapman and Westerfield (1942), 342–343.

87. Nathan and Neave (1989); Shaffer (1993).

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

ми за счет своих крупных размеров. Одно из этих исследований идет еще дальше. Оно оценивает наклон функции кривой маржинального дохода банков (которую экономисты используют, чтобы измерить рыночную власть фирм) за период 1969–1985 годов, чтобы оценить, насколько банки действуют как ведомые участники рынка. Автор приходит к выводу, что кривые маржинального дохода являются плоскими, и заключает, что «оценки соответствуют идеальной конкуренции»<sup>88</sup>.

Канадские банки также исторически гораздо более эффективны в плане управления рисками, чем банки в США. В частности, им удалось достичь более низкого риска дефолта по своим долгам. Эти различия проявились рано. Держатели канадских банкнот были защищены после 1890 года системой взаимной страховки между банками, но эта система не распространилась на депозиты. Однако вкладчики в среднем не имели больших рисков убытка. В период между 1867 и 1889 годом 13 канадских банков обанкротилось, данные по убыткам есть по 11 из этих случаев. В восьми из них убытки вкладчиков практически равнялись нулю<sup>89</sup>. С 1890 по 1966 год обанкротилось всего 12 банков, и убытки вкладчиков равнялись нулю в шести случаях. Остальные шесть были такими мелкими заведениями, что убытки, которые понесли их вкладчики, оказались незначительными: в среднем убытки этих шести банков составляли 0,2% от общего объема банковских депозитов<sup>90</sup>. Оглядываясь назад на всю канадскую банковскую историю и сравнивая средние уровни убытков вкладчиков в США и Канаде, можно сказать, что убытки вкладчиков в Канаде были на 30% ниже, чем в Соединенных Штатах<sup>91</sup>.

Превосходная способность канадских банков управлять рисками сохранилась. На рис. 9.2 демонстрируется поразительная разница между управлением рисками в Канаде и в Соединенных Штатах в последние годы. Канадская банковская система избежала банковского кри-

---

88. Shaffer (1993), 57. Последующие исследования приходят к тому же выводу; см. Allen and Engert (2007).

89. Vreeland (1910), 219.

90. Carr, Mathewson, and Quigley (1995), 1139.

91. Williamson (1989). Коэффициент рассчитан путем деления убытков вкладчиков обанкротившихся банков на общий объем депозитов в системе.

Процент просрочки

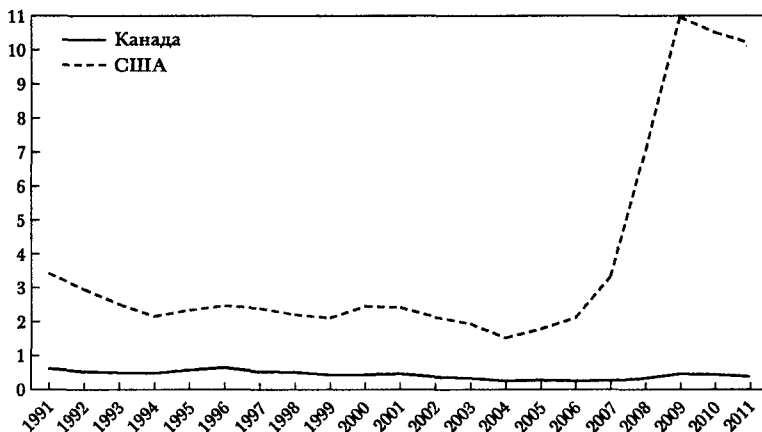


РИС. 9.2. Ипотечные кредиты с просрочкой в США и Канаде, 1991–2011

Источник: Совет управляющих ФРС (дата не указана); Canadian Bankers Association (2012).

Примечание. В США ипотечный кредит считается просроченным, если платеж просрочен на 30 дней, в Канаде — если он просрочен на 90 дней. Таким образом, наиболее корректное сравнение — это коэффициент по двум странам за определенный период времени.

зиса 2007–2009 годов, который ударил по Соединенным Штатам и большей части стран Западной Европы. Ослабление стандартов оценки платежеспособности заемщика, о котором мы говорили в главе 7, увеличило просрочку по жилищной ипотеке в Соединенных Штатах в пять раз. Для сравнения: просрочка по жилищным ипотечным кредитам в Канаде оставалась на удивление низкой<sup>92</sup>.

Несмотря на образцовую историческую эффективность канадской банковской системы, растущая с 1990 года концентрация контроля над финансовой системой в руках пяти банков вызывает обеспокоенность. Когда горстка банков контролирует финансовую систему, есть риск, что банки, по отдельности или группой, смогут обеспечить себе чрезмерное политическое влияние — это может позволить им ослабить эффективность регулирования и заставить правительство терпеть неконкурентное поведение. Отчет Bain & Co. от 2003 года

92. Kiff (2009); Ratnovski and Huang (2009).

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

собрал некоторые тревожные свидетельства, которые, по крайней мере, не опровергали, если уж не были доказательством снижения конкуренции в канадской банковской системе с 1990 года. Две тысячи филиалов закрылись по всей стране в период с 1990 по 2003 год. При этом процентная маржа канадских банков снизилась меньше, чем у банков в других странах<sup>93</sup>.

Канадская политическая система оказалась устойчивой к давлению банков и сохраняла конкурентную среду. В 1998 году министр финансов отклонил две предложенные сделки слияния, к ужасу канадских банкиров. Объясняя это решение, министр дал понять, что с точки зрения правительства дальнейшая консолидация отрасли не соответствует интересам населения по трем причинам. Во-первых, она может привести к нежелательному ослаблению конкуренции. Во-вторых, это может подвергнуть экономику риску кредитного кризиса, если проблемы одного банка заставят его ограничить предложение кредита. В-третьих, в ответ на первые два риска Канада может быть вынуждена снизить барьеры для банков с иностранным контролем, что приведет к «существенному снижению доли собственности и контроля Канады» в банковской системе. Другими словами, правительство в 1998 году решительно дало понять канадским банкам, что дальнейшая консолидация не будет допущена<sup>94</sup>.

---

93. Исследование Bain & Co. от 2003 года включено в отчет Canada Department of Finance (2003). Конечно, кто-то может возразить, что снижающиеся спреды, наблюдаемые в банковских системах других стран в 2000-х, свидетельствовали о проблемах с недооцененностью рисков, а не о конкурентных преимуществах и что эти проблемы впоследствии проявили себя во время кризиса 2007–2009 годов, которого Канада избежала.

94. Объяснение министра финансов в 1998 году (Canada Department of Finance [2003]) было понятным: «По любому стандарту Канада уже имеет одну из наиболее концентрированных банковских систем в мире. Допустить слияния означало бы оставить решения о распределении кредита — которые так важны для эффективного функционирования экономики — в руках еще меньшего количества более крупных институтов, вызывая тем самым серьезную тревогу, которая не ограничивается уже вопросом конкуренции... Такая сильная концентрация решений в отношении кредита в руках такого малого количества институтов также имеет свои последствия с точки зрения того, насколько хорошо мы управляем экономикой в целом. Ни один крупный институт не должен быть настолько крупным, чтобы оказывать сильное влияние на общую доступность кредита в стране. Если бы обстоятельства сложились таким образом, что крупному доминирующему институту пришлось бы огра-



Мы не утверждаем, что канадская банковская система идеально конкурентна на сегодняшний день. Как и многих критиков нас беспокоит, что канадская банковская система стала слишком концентрированной. Тем не менее основная масса эмпирических данных по канадской банковской системе и политике предполагает, что устойчивые договоренности в Канаде продолжают обеспечивать невероятно устойчивую комбинацию стабильной банковской системы, изобильных кредитов и направленности на сохранение конкуренции в сфере финансовых услуг.

## Заключение

У Канады и США много общего. Обе страны были североамериканскими колониями Великобритании. В обеих странах существовали сильные популистские движения, соперничавшие за контроль над финансовыми системами. В результате в Соединенных Штатах происходили частые структурные изменения в банковской системе, которые отражали меняющиеся политические коали-

---

ничить кредитование, это могло бы привести к кредитному кризису с неблагоприятными последствиями для экономики в целом».

Министр однозначно указал на потенциальные непреднамеренные последствия для иностранных участников допущения дальнейшей национальной консолидации:

«В Канаде так исторически сложилось, что, когда финансовый институт сталкивается с трудностями, одним из вариантов решения проблемы является его продажа другим сильным канадским игрокам. Однако после такого слияния продажа национальной фирме может серьезно ослабить уровень конкуренции в канадском секторе. Если бы это было неприемлемо, мы бы могли столкнуться с ситуацией, когда единственным вариантом осталась бы продажа иностранному институту. Однако учитывая размер банков, которые получились бы от предложенных сделок слияния [RBC/ВМО, CIBC/TD], такая продажа активов иностранным институтам привела бы к серьезному снижению доли собственности и контроля Канады.

Таким образом, если бы мы имели фирму с финансовыми затруднениями и меньшее количество национальных институтов, то могли бы оказаться в ситуации, в которой нам нужно было бы ставить под сомнение другие фундаментальные задачи, такие как необходимость в конкуренции или канадском контроле, чтобы сохранить нашу способность решать потенциальные проблемы. Другими словами, сам размер институтов, которые бы получились в результате этих сделок слияния, ограничил бы альтернативы, доступные регуляторам и правительству».

## ДОЛГОВРЕМЕННЫЕ ПАРТНЕРЫ

ции, оказывающие влияние на банковское регулирование. Необычные политические институты Канады, которые были результатом ее географии и колониальной истории, обеспечивали устойчивость партнерства между банкирами, купцами и политическими партиями, контролирующими правительство.

Многие исследователи канадской банковской системы объясняют ее высокую эффективность структурой регулирования. С этой точки зрения консервативный риск-менеджмент в банке возник в связи со скрупулезным надзором регулирующих органов, а также из-за опасений, что несоблюдение буквы и духа законов повлечет за собой утрату ценных привилегий. Как мы уже подчеркнули, Канада практикует регулярное принятие новых законов в банковской сфере, которое совпадает с перевыпуском банковских лицензий. Эта постоянная переделка всех банковских лицензий, согласно мнению ряда ученых, имеет очевидное влияние на поведение банков: банки боятся попасть в немилость правительства<sup>95</sup>. Одним из наиболее сильных орудий в арсенале правительства является отмена законов, которые дают канадским банкам привилегированные позиции по сравнению с иностранными участниками — например, установление минимума в 150 000 долларов для депозитов филиалов иностранных банков или различные барьеры для банков категории II. Несомненно, что-то в этой точке зрения есть. Когда у страны есть страховочная сетка в виде системы страхования депозитов, она может столкнуться с угрозой недобросовестности, и, таким образом, пруденциальные регуляторы становятся важным бастионом для защиты от чрезмерного принятия рисков банкирами.

Однако эффективное регулирование и надзор не могут полностью объяснять стабильность канадской банковской системы. В первую очередь, на протяжении большей части истории Канады не существовало ни системы страховок, ни значительного регулирования правительством риска. Во-вторых, применяемая Канадой практика периодического пересмотра Закона о банках и выдачи новых лицензий банкам — это не просто кнут, при помощи которого дисциплинируют непокорных

---

95. Vittas, Frazer, and Metaxas-Vittas (1988); Bordo, Redish, and Rockoff (2011).

банкиров: это также и прятник для поощрения эффективного риск-менеджмента за счет обеспечения сохранения франшизной стоимости банков<sup>96</sup>. Когда человек знает, что у его бизнеса есть будущее, он испытывает мощные стимулы сохранить свой бизнес для этого будущего. В Канаде периодический пересмотр регулирования позволяет правительству сделать так, чтобы банки не остались позади из-за финансовых инноваций, таким образом, позволяя им сохранить и активные и пассивные операции в клиентских отношениях. Что касается активных операций, например, когда канадские банки поняли, что они уходят на второй план из-за отсутствия их на ипотечном рынке в 1950-х и 1960-х годах, правительство решило переписать законы, чтобы разрешить им прийти на этот рынок. В результате коммерческие банки давили и поглощали околобанковские организации. Что касается пассивных операций, банки смогли сохранить свои базовые депозиты. В отличие от банков в Соединенных Штатах, фондирующих свои кредитные операции преимущественно деньгами, которые они занимают на оптовых рынках, канадские банки держатся за традиционных вкладчиков. Это позволяет им предоставлять более дешевые кредиты заемщикам и избегать рисков, которые возникают, когда банки полагаются на более волатильные оптовые денежные рынки<sup>97</sup>.

С более фундаментальной точки зрения эти преимущества канадской системы регулирования не должны рассматриваться как независимые причины успеха канадской банковской системы. Скорее канадская система регулирования — лицензии с ограниченным сроком действия, сеть филиалов по всей стране и консервативное регулирование — является результатом канадской Игры банковских договоренностей. Если бы успех Канады определялся только разумным регулированием, его можно было бы легко скопировать. К сожалению, в остальных странах мира дела обстоят совсем не так.

---

96. Для сравнения, как мы отметили в главе 8, банки с низкой франшизной стоимостью могут решить не управлять рисками должным образом, предпочитая принимать на себя риски, разрушающие стоимость. Также см. анализ связи между банковской концентрацией и стабильностью в главе 15.

97. Ratnovski and Huang (2009), 17–18.

Раздел III  
*Авторитаризм,  
демократические преобразования  
и Игра банковских договоренностей*



## ГЛАВА 10

# Мексика:

### в хаос хорош и непотизм

Слабые, неприспособленные, те, кто не могут выйти победителями в ходе эволюции, должны умереть и уступить право бороться тем, кто сильнее.

*Хосе Лимаантур,  
министр финансов Мексики, 1901 год*

**Д**ЛЯ ПОНИМАНИЯ структуры и развития банковских систем в авторитарных политических системах необходимо учитывать несколько принципиальных факторов. Во-первых, не может быть никакой банковской системы без стабильного правительства. Во-вторых, централизованные авторитарные правительства могут с легкостью экспроприировать собственность у своих банковских систем, из-за чего их банковские системы становятся меньше, чем в демократиях. В-третьих, авторитарные правительства и банкиры могут согласовывать свои интересы, формируя партнерства, генерирующие ренту. Опыт Мексики иллюстрирует все эти принципы сразу. С 1997 года превращение Мексики из централизованного авторитарного государства в молодую демократию оказало сильное влияние на политическую договоренность, которая поддерживает банковскую систему и, таким образом, саму структуру банковской системы.

Более того, история Мексики представляет собой естественную лабораторию для изучения отношений между политическими институтами и банковскими системами. С момента признания независимости страны в 1821 году и до 1876 года мексиканскую политическую систему можно охарактеризовать как хаос. Были попытки создать стабильные республиканские правительства, но все они были обречены на провал, став жертвами иностранных вторжений, внутренних переворотов или гражданских войн. Нет необходимости говорить,

что в Мексике в этот период не было ничего даже напоминающего банковскую систему. Какой инвестор в здравом уме тратил бы свое богатство на то, чтобы предоставлять капитал для основания банка в обстановке, в которой правительства и группировки, стремящиеся прийти в правительство, имели все стимулы экспроприировать это богатство, чтобы удержаться у власти или захватить ее?

Военной диктатуре пришел конец, когда чрезвычайно влиятельный политик генерал Порфирио Диас понял, что можно зарабатывать прибыль на внешней торговле и инвестициях, и эту ренту можно использовать, чтобы уравнивать интересы конкурирующих политиков для создания стабильной авторитарной системы. Одним из ключевых элементов «*Pax Porfiriana*»<sup>1</sup>, который продлился с 1877 по 1911 год, было создание банковской системы, предоставлявшей кредиты его правительству и обеспечивавшей ему финансовые ресурсы для консолидации власти. Диас и мексиканские финансисты создали набор институтов, призванных привлечь капитал в банковскую систему, систематически ограничивая конкуренцию.

Рента, генерируемая этой системой сегментированных монополий, затем делилась между банкирами (которые кроме получения дивидендов и директорских вознаграждений использовали банки для фондирования своих нефинансовых предприятий), миноритарными акционерами банков (которые зарабатывали высокие дивиденды), правительством (которое получало доступ к дешевым кредитам) и лицами, контролирующими правительство (которые получали места в правлениях для себя и членов своих семей, а также кредиты, которые банки им «прощали»). Все, кто не входил в эту коалицию — а это было подавляющее большинство населения Мексики, — были оставлены за бортом. У этих людей не было никакого политического влияния, доступа к кредитам, а их возможности экономической мобильности были ограничены.

---

1. Аналогия с «*Pax Romana*» (лат.) — Римский мир — длительный период мира и относительной стабильности в пределах Римской империи эпохи Принципата. — *Примеч. науч. ред.*

МЕКСИКА: В ХАОС ХОРОШ И НЕПОТИЗМ

Отсутствие возможностей — как у простых людей, так и у элит, не входящих в правящую коалицию, — привело к восстанию против Диаса в 1910 году, в результате которого он был отправлен в ссылку во Францию в 1911 году. Победители в этой революции, однако, скоро начали борьбу между собой. В период с 1911 по 1928 год Мексику разрывали гражданские войны, восстания, военные перевороты и политические убийства. Банковская система быстро распалась, поскольку каждая участвовавшая в этом процессе группировка, независимо от заявленной идеологии, охотилась за банками для финансирования своих военных кампаний.

Политическая стабильность в итоге восстановилась в 1929 году, когда военные диктаторы, которым удалось пережить Мексиканскую революцию и ее кровавые последствия, решили создать политическую партию для урегулирования разногласий друг между другом. Организация, которую они создали, изначально называвшаяся Национально-революционной партией (Partido Nacional Revolucionario — PNR), не была политической партией в обычном смысле слова: в ней не было кандидатов, придерживавшихся какой-то определенной политической платформы. Скорее это был форум, на котором урегулировались интересы военных диктаторов, политических боссов и коррумпированных лидеров профсоюзов. Эти лидеры потом решали, кто будет избран на какой пост и каким будет подсчет голосов. Со временем эта модель политической партии в виде форума, предварительно решавшего результаты выборов, была официально закреплена, и появилась Институционно-революционная партия (Partido Revolucionario Institucional — PRI), которая, по сути, монополизировала власть до конца 1990-х.

Эта партия убивала, заключала в тюрьмы и пытала своих оппонентов. Она контролировала информационные потоки за счет своих рычагов в СМИ. Она финансировала предвыборные кампании своих кандидатов непосредственно из федеральной казны. Она контролировала выборы в Мексике и вела подсчет голосов. Неудивительно, что она выигрывала все президентские выборы в период с 1929 по 2000 год, пока, наконец, не была вынуждена признать, что ее кандидаты



проиграли кандидатам от оппозиционной партии. Она также доминировала в обеих палатах конгресса Мексики, а также во всех законодательных органах штатов до конца 1990-х годов. PRI использовала свой контроль над каждой ветвью правительства для формирования систем правового регулирования в Мексике: политики из PRI назначали всех федеральных судей и судей штата, федеральных чиновников и директоров правительственных фирм.

Гегемония PRI была такой полной, что было трудно стимулировать инвесторов предоставлять капитал для банковской системы. Инвесторов так беспокоила возможность экспроприации их средств правительством, что система коммерческих банков в период с 1920-х до 1970-х годов имела мизерные размеры, даже по стандартам порфирианской Мексики. Однако PRI была нужна банковская система, чтобы поддерживать свою власть: она опиралась на политическую поддержку городских рабочих — членов профсоюзов, а трудовые федерации, в свою очередь, были официальными элементами партии, и обеспечение надежных рабочих мест для этих работников требовало достаточно крупного промышленного сектора и банковской системы, которая бы могла его финансировать. Поэтому правительство создало сложную систему банков развития, которые выступали кредиторами второго уровня, выкупая кредиты, выданные коммерческими банками через специальные программы, призванные направлять кредит в секторы, которые PRI считала ключевыми.

Мексиканская банковская система поддерживалась косвенными правительственными гарантиями. Банкиры, акционеры и вкладчики коммерческих банков не несли рисков невыплаты кредитов: скорее этот риск несли на своих плечах налогоплательщики, которые не только финансировали банки развития, но и в конечном итоге стали владельцами свыше 1000 неэффективных предприятий. Эти предприятия были продуктами системы, в которой безрассудные сделки могли покрываться правительственными банками, учрежденными, чтобы гарантировать пожизненную занятость рабочим — членам профсоюзов, которые поддерживали PRI.

## Потерянный XIX век

Если попытаться описать мексиканское общество, каким оно было в течение долгого времени, одним словом, то это будет слово «неравенство». Пирамиды Теночтитлана, великого города-государства в сердце Ацтекской империи, строились за счет сбора дани с сотен менее крупных и менее влиятельных городов-государств, раскиданных по центральной Мексике. Военно-политические элиты этих зависимых городов-государств, в свою очередь, собирали дань в натуральной форме и в форме трудовых повинностей с миллионов мелких земледельцев. Испанцы, когда они завоевали Теночтитлан в 1521 году, просто поставили себя на вершину иерархии — а затем модернизировали ее, заставив коренное население платить налоги деньгами, а не отработками и кукурузой.

Путь к мексиканской независимости, особенно если сравнивать его с тем, который прошли Соединенные Штаты, дает представление о том, как неравномерно были распределены в этой стране политическая власть, богатство и человеческий капитал. В Соединенных Штатах колониальные элиты, состоящие из людей, добившихся успеха своими силами, мобилизовались и повели армию из грамотных граждан, владеющих собственностью, против британского правления. В Мексике европейская колониальная элита, опасаясь того, что может с ней произойти, если множество необразованных и нищих индейцев и метисов придут к власти, присоединилась к наместнику испанского короля и его армии, чтобы подавить народное движение за независимость, которое возникло в 1810 году. Эти элиты так боялись, что независимость может привести к революции «снизу», что выставили головы казненных лидеров восстания Идальго 1810 года на всеобщее обозрение, где они пребывали 11 лет, до тех пор пока те же самые элиты не объявили независимость в 1821 году.

Но это не значит, что убеждения мексиканских элит изменились. Скорее они объявили независимость, поскольку пришли к выводу, что испанская армия — та же сама организация, что породила Франсиско Франко веком позже, — была чересчур либеральной. Событи-

ем, которое привело к восстанию, стало принятие испанской конституции 1812 года королем Фердинандом VII — он был вынужден принять ее из-за мятежа армейских офицеров в 1820 году. Мексиканские колониальные элиты сочли эту конституцию, которая давала всем мужчинам право голоса и устанавливала конституционную монархию, опасной и объявили независимость от Испании. Понятия равенства и свободы, которые разожгли Американскую революцию, не присутствовали в мексиканском реакционном, антиреспубликанском движении за независимость. Этот контраст ярко иллюстрируется сравнением первых руководителей этих стран. В Соединенных Штатах Джордж Вашингтон, военный лидер революции против Великобритании, стал первым президентом, а в Мексике Агустин де Итурбиде, роялист-генерал, который боролся против движения за независимость в 1810 году, сам провозгласил себя императором.

Итурбиде продержался у власти всего восемь месяцев, но даже когда он был смещен, политическая власть в стране осталась сконцентрированной в руках узкой элиты. Одна подгруппа этой элиты, консерваторы, пыталась сохранить все политические и экономические институты колониальной эпохи, включая централизацию политической власти и освобождение от разбирательств в гражданских судах для армии и духовенства. Вторая группа, либералы, хотела создать федеральную республику, в которой штаты бы получили значительную автономию, а политика и экономика страны основывались бы на принципах невмешательства. Обе стороны сходились во мнении относительно одного вопроса: право голоса должно быть ограничено, а править страной должны европеизированные элиты. Право голоса в начале XIX века в Мексике, таким образом, было ограничено имущественным и образовательным цензом, в связи с чем им обладала лишь небольшая прослойка населения<sup>2</sup>.

Мексиканские консерваторы и либералы сходились на лишении права голоса большинства населения, но не могли сойтись на других вопросах. Их конфлик-

---

2. Engerman et al. (2012), 24.

МЕКСИКА: В ХАОС ХОРОШ И НЕПОТИЗМ

ты стимулировали бесконечные перевороты и гражданские войны с момента получения независимости и до 1876 года. С 1821 по 1876 год в Мексике сменилось 75 президентов. На каждого президента, избранного в соответствии с конституцией, приходилось четыре временно исполняющих обязанности президента. Один военный лидер, Антонио Лопес де Санта Ана, занимал пост президента 11 раз<sup>3</sup>. Все стороны этой бесконечной чехарды власти претендовали на права собственности своих оппонентов. Каждое правительство, которое приходило к власти, также наследовало истощенную казну и не имело готового источника дохода. Для удовлетворения своих потребностей в государственных финансах правительства Мексики в XIX веке занимали деньги у богатых купцов-финансистов, которые имели частные банки. Многие такие кредиты были практически вымогательством. Когда правительства менялись или когда действующие правительства сталкивались с серьезными угрозами, они отказывались от своих долгов, часто разоряя этим самым купцов-финансистов<sup>4</sup>.

На фоне этой политической нестабильности и банкротств мексиканское государство распадалось на части, оставалось слабым, разрозненным и проблемным. Провинции отделялись практически по своей воле: первыми — штаты Центральной Америки в 1822–1823 годах, затем Техас — в 1836 году, а потом (временно) Юкатан — в 1841 году. Оставшиеся провинции управлялись как независимые территории своими губернаторами, некоторые из которых были больше военными, чем политиками. Мексику завоевывали и иностранные державы: Соединенные Штаты отобрали половину национальной территории в 1846–1848 годах, а Франция вторглась в страну в 1862–1863 годах и навязала ей марионеточное правительство, возглавляемое императором Максимилианом, который правил до своего свержения в 1867 году.

Уйти от этого равновесия оказалось сложным. Солдатам, полиции и бюрократам надо было платить. Транспортные барьеры, которые усиливали независимость

3. Stevens (1991), 11; Haber, Razo, and Maurer (2003), 42.

4. Meyer Cosío (1985); Tenenbaum (1986); Walker (1987), chapters 5, 7, 8.

провинциальных военных диктаторов, нужно было преодолеть путем строительства национальной сети железных дорог (Мексика — гористая страна, и в ней почти нет судоходных рек). Все это было дорого, а центральное правительство не имело готового источника дохода. Налоги нельзя было повышать, поскольку они собирались штатами, а не центральным правительством. В действительности лидеры, которые правили провинциями, были полностью заинтересованы сорвать любые попытки федерального правительства реформировать налоговую систему, поскольку их, по сути, феодальные владения были бы уничтожены централизованным сбором налогов<sup>5</sup>. Получение иностранного кредита не могло быть решением проблемы: Мексика, будучи традиционным неплательщиком, по сути, не имела доступа на международные рынки капитала<sup>6</sup>. Частных банкиров страны уже практически лишили всего из-за постоянных дефолтов по долгам за десятилетия после обретения независимости.

Сложность этой проблемы подтверждается одним из самых отчаянных шагов мексиканского правительства. Именно потому, что кредит был таким дефицитным, в 1830 году промышленники страны принудили правительство к учреждению банка промышленного развития, *Banco de Avío*, который финансировался за счет повышения импортных тарифов. В 1842 году из-за нужды в деньгах правительство распродало его активы, то есть разорило свой собственный банк<sup>7</sup>.

В этот период в Мексике не было сколько-нибудь значительной банковской системы. Использование капитала для финансирования лицензированного банка потребовало бы от инвесторов сделать публичное заявление о банковских активах, что дало бы повод для их изъятия. Если какое-то финансовое посредничество и имело место, оно осуществлялось через частные банкирские дома купцов-финансистов. Однако такому посредничеству не хватало преимуществ лицензированных банков, которые были у других стран. Они не могли мобилизовать капитал за счет продажи акций внешним инве-

---

5. Carmagnani (1994), 268–69; Haber, Razo, and Maurer (2003), 84.

6. Marichal (2002), 95–100; Maurer and Gomberg (2004), 1090.

7. Potash (1983), 118–119.

## МЕКСИКА: В ХАОС ХОРОШ И НЕПОТИЗМ

сторам, защищенным ограниченной ответственностью. Они не имели права первой очереди как кредиторы в случае, если заемщик банкротился. Над ними не осуществлялось эффективного надзора правительства, которое могло бы поддержать их репутацию надежных институтов. Их банкноты не имели статуса официального платежного средства и не были защищены правительством от подделки. Частные банкирские дома Мексики, таким образом, были неизбежно ограничены по масштабу<sup>8</sup>.

Когда Мексика, наконец, выдала свою первую банковскую лицензию в 1863 году, она досталась иностранной компании (Bank of London, Mexico, and South America), и эта лицензия была выдана марионеточным императором Максимилианом. Этот банк и небольшой американский банк с лицензией, выданной северным штатом Чиуауа, были единственными двумя банковскими корпорациями во всей стране до конца 1870-х годов<sup>9</sup>.

### Создание коррумпированной банковской системы при стабильной диктатуре

В последние десятилетия XIX века Порфирио Диас наконец принес в Мексику политическую стабильность. Как и многие президенты до него, Диас пришел к власти в результате военного переворота. В отличие от своих предшественников, Диасу удалось продержаться у власти 35 лет, с 1876 по 1911 год.

Хотя режим PRI, который пришел на смену Диасу, упорно пытался выставить его абсолютным диктатором, режим Диаса, на самом деле, был хрупким компромиссом между Диасом и другими военно-политическими фигурами и экономическими элитами. Первоначально Диас очень старался не сталкивать интересы других сторон со своими. Например, с 1880 по 1884 год он отказался от поста президента в пользу одного из своих политических союзников — генерала Мануэля Гонсалеса (который все же позволял Диасу «дергать за ниточки»). Затем Диас «победил» на выборах президента

---

8. Meyer Cosio (1985); Cerutti (1985); Walker (1986), chapter 5.

9. Maurer (2002), 18.

в 1884 году — эта победа была гарантирована, когда армия арестовала и убила одного политика, который осмелился предложить свою кандидатуру на пост президента. Однако возможности Диаса применять военную силу были ограничены, поскольку губернаторы штатов часто имели вооруженные отряды, численность которых превышала численность федеральной армии.

Поэтому Диас больше ориентировался на постепенное уничтожение своих политических соперников или на привлечение их в свой лагерь, вместо того чтобы открыто на них нападать. Он постепенно заменял «непослушных» губернаторов штатов своими сторонниками, когда бывший губернатор умирал или уходил в отставку. Он также создал должность политического шефа — федерального назначенца, которого получал каждый крупный город или штат. Их работа заключалась в осуществлении федерального контроля на муниципальном уровне, подрывая, таким образом, власть губернаторов. Эти шаги позволили Диасу представлять списки предпочитаемых кандидатов в конгресс лояльным ему губернаторам штата, чтобы они могли обеспечить «правильный» исход выборов. Имеющие политическую власть губернаторы, сенаторы, конгрессмены и члены кабинета министров затем получали места в правлениях и другие привилегии от экономических элит, связанных с режимом Диаса.

К 1890-м годам конгресс и сенат Мексики практически не влияли на принятие политических решений; подавляющее большинство членов сената были единогласны при поименном голосовании. Неудивительно, что закон от 1890 года переписал конституцию, позволив Диасу переизбираться любое количество раз. Другие реформы 1890-х годов сконцентрировали сбор налогов в руках центрального правительства, еще больше сократив независимость губернаторов штатов. В результате Диас все больше принимал политические решения непосредственно с влиятельными экономическими элитами, а не с губернаторами, сенаторами или конгрессменами. Ему, таким образом, удалось то, чего не удалось ни одному президенту до него: он установил политический порядок и стимулировал инвестиции в экономику, которые практически прекратились после обретения страной независимости.

Однако он сделал это за счет официального закрепления коррупции и стимулирования геронтократии<sup>10</sup>.

У Диаса было преимущество в этой программе политической централизации, которого не было ни у одного предыдущего мексиканского президента: способность интегрироваться с американской экономикой. В середине XIX века экономика США с точки зрения Мексики была отдаленной теоретической абстракцией. Однако к моменту, когда Диас пришел к власти, американский центр экономической активности сместился к Западу, куда протянулись и американские железные дороги. К северу от Мексики теперь была не пустыня, а одна из крупнейших мировых экономик. Теперь Мексика могла вести торговлю с Соединенными Штатами так, как раньше нельзя было и представить. Возможность торговли, в свою очередь, означала, что можно было зарабатывать прибыль за счет инвестиций в секторы, которые производили экспортные товары, а именно в горнодобывающую промышленность и сельское хозяйство. Несмотря на афоризм «Бедная Мексика! Так далеко от Бога и так близко к США!», близость к Соединенным Штатам была преимуществом, которое режим Диаса вполне успешно эксплуатировал.

Что Диасу нужно было больше всего, так это найти источник финансов, который мог запустить цикл политического порядка, централизации, частных инвестиций и налоговых доходов. Простому обещанию не действовать так, как его предшественники, никто бы поверил — мексиканские политические институты не могли ограничить властные полномочия Диаса. На самом деле, в первые годы своего правления Диас и сам отказывался от своих долгов перед некоторыми банками, которые были основаны в Мехико<sup>11</sup>. Неудивительно, что в этот период банковская система оставалась крошечной: в 1884 году во всей стране по-прежнему было всего восемь банков, пять из которых были лишь небольшими компаниями в Чиуауа<sup>12</sup>.

---

10. Knight (1986), 15–30; Haber, Razo, and Maurer (2003), 42–51; Luna Argudin (2006), 267–272, 505–551; Razo (2008), 65–77.

11. Maurer and Gomberg (2004), 1096.

12. Haber, Razo, and Maurer (2003), 84.



Решение, которое нашли Диас и его финансисты, было похоже на то, которое использовала Англия в 1694 году: создать полуофициальный супербанк, инвесторам которого компенсировало бы риск экспроприации предложение исключительно высоких ставок доходности. При этом его монополия в государственных финансах не давала бы правительству возможности выборочных дефолтов перед одними кредиторами и получения новых кредитов от других. Супербанк был создан путем слияния двух банков в Мехико, в результате которого и появился Banco Nacional de Mexico (Banamex).

Лицензия, которую получил Banamex, наряду с сопутствующим законодательством, защищавшим его монополию (Торговый кодекс от 1884 года), в некотором отношении была похожа на ситуацию с появлением Банка Англии. Объединенному банку было позволено увеличить свой неоплаченный капитал на 8 млн песо, правительство получало кредитную линию от банка на ту же самую сумму (по ставке ниже рыночной, равной -6%), а банку затем предоставлялся набор исключительно доходных привилегий. Это были права на выпуск банкнот (на сумму, в три раза превышающую сумму резервов), на монопольное кредитование правительства, на управление монетным двором и на сбор в свою пользу таможенных поступлений (в обмен на регулярные фиксированные платежи правительству). Кроме того, правительство установило 5%-й налог на все банкноты, а затем освободило Banamex от этого налога. Важно отметить, что Торговый кодекс 1884 года отобрал у губернаторов штатов право выдавать лицензии банкам, что означало, что правительства штатов не могли отменить монополию Banamex. На самом деле министр финансов Мексики не только контролировал выдачу лицензий новым банкам, его согласие было необходимо, если банк хотел увеличить свой капитал<sup>13</sup>.

Однако здесь была одна фундаментальная проблема: некоторые группы, оказывающие влияние на политику, могли много на этом потерять. Одной из этих

---

13. Batiz V. (1985), 286, 287, 293; Ludlow (1985), 334–336; Haber (1991), 568; Maurer (2002), 23–24; Haber, Razo, and Maurer (2003), 84–86; Maurer and Gomburg (2004), 1097–1100.

групп были финансисты, владевшие немногими уже существующими банками, в частности, акционеры Banco de Londres y Mexico — BLM, который получил лицензию в 1863 году. Другой группой были военные лидеры, ставшие губернаторами штатов, которые были заинтересованы в выдаче лицензий их приближенным в обмен на кредиты им и их правительствам. Поэтому BLM подал иск в федеральный суд и добился запрета на применение Торгового кодекса 1884 года на тех основаниях, что он нарушал антимонопольное положение конституции Мексики от 1857 года.

В связи с этим Диасу пришлось искать способы удовлетворить требования всех сторон этого спора или нейтрализовать их. В краткосрочной перспективе решением стала выдача министром финансов лицензий банкам штатов выборочно, в то время как Banamex выступал в качестве единственного финансового агента казначейства. В долгосрочной перспективе министр финансов в правительстве Диаса, Хосе Лимантур, устроил сделку, которая удовлетворила все стороны конфликта. Эта сделка, официально закрепленная в виде общего закона о банковской деятельности от 1897 года, была примечательна тем, как она разделила рынок на сегментированные монополии. Лимантур признал это, когда написал: «Нет никаких сомнений, что, следуя этому плану, новый закон приведет к созданию, по крайней мере в первые годы своего действия, некоторого рода банковской олигархии»<sup>14</sup>.

## Общий закон о банковской деятельности от 1897 года

Закон о банковской деятельности от 1897 года разделил банковскую систему на три сектора: эмиссионные банки, которые выпускали банкноты, занимались учетом векселей и выдавали коммерческие ссуды; ипотечные банки, которые выдавали долгосрочные кредиты на сельскохозяйственную или городскую недвижимость; и промышленные банки (*bancos refaccionarios*), которые

---

14. Quoted in Maurer (2002), 34.

должны были выдавать долгосрочные кредиты сельскохозяйственным, горнодобывающим и промышленным предприятиям. Однако только один из этих секторов, эмиссионные банки, процветал при новом режиме. Ограничения на количество лицензий, которое правительство было готово выдать ипотечным банкам, наряду со сложностями осуществления контрактных прав на недвижимость, означали, что во всей стране никогда не было более трех ипотечных банков<sup>15</sup>. С 1897 по 1911 год общие активы ипотечных банков составляли в среднем всего 6% от общих активов банковской системы<sup>16</sup>.

У промышленных банков дела также шли не очень хорошо. Они имели явный недостаток по сравнению с эмиссионными банками, поскольку не могли выпускать банкноты. Однако им приходилось конкурировать на тех же рынках, что и эмиссионные банки, поскольку те могли обходить законы, которые ограничивали сроки их кредитов (до шести месяцев), постоянно продляя кредиты, когда подходил срок их погашения<sup>17</sup>. В результате в стране никогда не было более шести промышленных банков, а их совокупные активы в среднем составляли всего 10% банковской системы. Более того, крупнейший банк этого типа (*Banco Central Mexicano*) в действительности вообще не выдавал кредитов. Вместо этого он функционировал как клиринговый дом для банкнот, который конкурировал с *Banamex*; лицензия промышленного банка была всего лишь уловкой, которая позволяла ему легально осуществлять свои операции<sup>18</sup>.

Реальная банковская система в Мексике — в противоположность той, которая существовала на бумаге, — была сконцентрирована вокруг эмиссионных банков, на которые приходилось 84% всех банковских активов и которые разделялись на сегментированные территориальные олигополии. На первом плане среди эмиссионных банков был *Banamex*, который по-прежнему был освобожден от налогов и сохранял особые привилегии, полученные в 1884 году. *Banamex* приходилось делить рынок

---

15. Riguzzi (2002).

16. Haber (2008a), 222.

17. Maurer (2002), 95.

18. Haber (2008a), 222–223.

МЕКСИКА: В ХАОС ХОРОШ И НЕПОТИЗМ

Мехико, а также право открывать филиалы по стране с ВЛМ. Для ВЛМ было установлено то же самое соотношение «банкноты/активы» на уровне 3:1, что и для Banamex (для всех других эмиссионных банков было установлено соотношение 2:1). Banamex сохранил свое положение бюджетного агента федерального правительства, хотя он согласился снизить свою комиссию и открыть дополнительную кредитную линию в размере миллиона песо правительству. Это значит, что Banamex снова выдал кредит правительству Диаса, а в обмен получил набор выгодных привилегий<sup>19</sup>.

Закон 1897 года удовлетворил губернаторов штатов, поскольку позволил министру финансов выдавать лицензии эмиссионным банкам, деятельность которых ограничивалась конкретными территориями, границы которых обычно совпадали с границами штатов. Это, по сути, означало, что губернатор каждого штата мог организовать выдачу лицензии группе своих приближенных, которые затем, в обмен, выдавали кредит правительству штата. В некоторых случаях губернатор входил в совет директоров банка. Чуть реже случалось, что банки выдавали кредиты губернатору штата, а потом «прощали» эти кредиты<sup>20</sup>.

Серия регуляторных ограничений выхода новых банков на рынок привела к тому, что только один территориальный эмиссионный банк мог вести деятельность на определенной закрепленной за ним территории. Во-первых, банкам без федеральной лицензии было запрещено выпускать банкноты, что означало, что они, по сути, не могли соперничать с лицензированными банками. Во-вторых, поскольку банки с территориальными лицензиями не могли открывать филиалы за пределами их концессионной территории, банки, имевшие лицензию на деятельность в одном штате, не могли оспаривать монополию банка в соседнем штате. В-третьих, правительство установило минимальные требования к капиталу эмиссионного банка на уровне 250 000 дол-

---

19. Maurer (2002), 40–44; Haber, Razo, and Maurer (2003), 86–87.

20. Haber, Razo, and Maurer (2003), 89–90; Cerutti (2003), 187, 192–219; Gamboa Ojeda (2003), 105, 122–213; Rodriguez Lopez (2003), 255, 269–324; Romero Ibarra (2003), 218–219, 223–226.

ларов — в пять раз больше минимальной суммы, которая была необходима для учреждения национального банка в Соединенных Штатах. В-четвертых, правительство взимало налог в размере 2% на капитал банка и 5% на банкноты банка — однако освобождало от этого налога первый эмиссионный банк в каждом штате. И наконец, поскольку правительства штатов не могли выдавать лицензии банкам, эти барьеры на вход не могли быть устранены через законодательную конкуренцию; все лицензии банкам, как и увеличение банковского капитала, должны были утверждаться министром финансов. По сути, единственной угрозой монополии банка штата мог стать филиал *Wanameth* или *WLM*<sup>21</sup>.

Чтобы снизить риск экспроприации эмиссионных банков центральным правительством, влиятельные фигуры в правительстве Диаса получили места в правлениях крупных банков и стали получали директорское вознаграждение и акции — тем самым их интересы стали совпадать с интересами мексиканских банкиров. В совет директоров *Wanameth*, например, входил председатель конгресса, заместитель министра финансов, сенатор федерального округа, глава секретариата президента и брат министра финансов. Председатель правления *WLM* был никем иным, как военным министром. Его «соседом» в правлении был влиятельный федеральный сенатор. Банки с ограниченными территориальными концессиями были подобным же образом заполнены влиятельными политиками, единственная разница заключалась в том, что в их правлениях были губернаторы штатов, а не кабинетные министры. С точки зрения банковских инсайдеров, эти назначения служили своего рода политикой страхования. Диас был не склонен перекраивать эти выгодные сделки, поскольку часть ренты от этих сделок направлялась непосредственно в руки влиятельных лиц в его администрации<sup>22</sup>.

Эти банки не были, как это утверждает экономическая теория, независимыми кредитными посредниками, принимающими депозиты и выдающими неза-

---

21. Marichal (1985), 257–325; Haber (1991), 567–658; Maurer (2002), 23–33; Haber, Razo, and Maurer (2003), 84–87.

22. Haber, Razo, and Maurer (2003), 88–90; Razo (2008), chapters 5 and 6.

МЕКСИКА: В ХАОС ХОРОШ И НЕПОТИЗМ

висимые кредиты различным фирмам и населению. В первую очередь, у них были очень небольшие депозитные базы: в 1897 году на депозиты (за исключением тех, которые обеспечивали кредитные линии) приходилось всего 2% от общих обязательств банков. Уже в 1910 году на них приходилось всего 16%<sup>23</sup>. Скорее, большая часть банковских обязательств состояла из выпусков банкнот. Именно эти банкноты, обеспеченные долевым акционерным капиталом, и выдавались банками в качестве кредитов. Во-вторых, самыми крупными частными дебиторами банков были члены их собственных советов директоров, которые по совместительству были также и самыми важными промышленниками в Мексике. В период с 1886 по 1901 год 100% всех неправительственных или не гарантированных правительством кредитов, выдаваемых Banamex, получали «свои». Оценки, сделанные по другим банкам, демонстрируют, что от 29 до 86% их неправительственных кредитных портфелей направлялось их собственным директорам или членам их семей. В Banco de Coahuila целых 72% кредитов в 1908 году было выдано единственной фирме, принадлежащей членам семьи директора<sup>24</sup>.

Статус акционера банка, несомненно, был выгоден инсайдерам банка, которые получали специальные банковские концессии от правительства, выстраивали систему договоренностей с влиятельными правительственными чиновниками по поводу раздела ренты и вели банковскую деятельность по большей части для того, чтобы фондировать свои собственные промышленные предприятия. Но какую пользу получали миноритарные акционеры, которые вносили свои деньги в капитал банка? У банковских инсайдеров было разрешение печатать деньги — в форме банкнот, — а затем выдавать эти банкноты в виде кредита, преимущественно самим себе. Более того, они были инсайдерами не только в том смысле, что являлись основателями банков и мажоритарными акционерами, но также и в том смысле, что у них были связи с влиятельными фигурами в диктатуре Диаса. Что удержало бы контролирующих акционеров от экс-

---

23. Haber (2008a), 224.

24. Maurer and Haber (2007), 562–653.

проприации средств миноритарных акционеров через вывод активов в свою пользу и мошенничества, пока правительство Диаса смотрело в другую сторону?

Ответ на этот вопрос состоит из трех частей. Во-первых, партнерство между правительством Диаса и банками генерировало поток прибыли и дивидендов, которые делились с миноритарными акционерами. Средний годовой доход на балансовую стоимость акционерного капитала в эмиссионных банках в период с 1901 по 1912 год составлял 12%. Более того, не было ни одного года, в котором средняя ставка доходности была бы отрицательной, и однажды (в 1908 году) она равнялась нулю. Мексиканские банки выплачивали высокие и регулярные дивиденды. По сути, инвестор, который вложился бы в индекс банковских акций, взвешенный по рыночной капитализации, заработал бы среднюю доходность 9% в год — это вдвое больше доходности от инвестиций в промышленный индекс Доу-Джонса. Поэтому инвесторы благосклонно относились к акциям банков: акции банков торговались со средней премией 33% к их балансовой стоимости<sup>25</sup>.

Во-вторых, у директоров банка был капитал, которым они рисковали. Торговый кодекс Мексики требовал от группы основателей (которые становились директорами) подписываться на первый транш капитала банка.

В-третьих, миноритарные акционеры не были безымянными людьми, чаще всего они были другими банками и настаивали на назначении независимых директоров<sup>26</sup>. Это означало, что существовала плотная сеть перекрещивающихся директоратов, которая осуществляла перекрестный контроль<sup>27</sup>. Более того, у директоров — как у инсайдеров, так и у независимых — были мощные стимулы тщательно следить друг за другом, поскольку значительная часть денег, которыми они оперировали, принадлежала им самим. Депозитные базы этих банков были невелики (их суммы никогда не превышали 16% от активов), и, таким образом, их коэффициенты достаточности капитала были высокими по современным

---

25. Maurer and Haber (2007), 565–658.

26. Ibid., 561.

27. Razo (2008), chapter 6; Musacchio (2009a).

стандартам — обычно в районе от 25 до 30% — и большая часть этого капитала принадлежала самим директорам<sup>28</sup>. В результате директора банков следили друг за другом как ястребы; кредиты для инсайдеров выдавались обычно на достаточно консервативных условиях и чаще выдавались директорам как частным лицам, а не их предприятиям. Кроме того, они обычно обеспечивались ликвидными активами, такими как денежные средства, правительственные или корпоративные ценные бумаги, физическими держателями которых был банк. Если по кредиту объявлялся дефолт, банк мог просто забрать эти ценные бумаги<sup>29</sup>.

Факты свидетельствуют о том, что мексиканские банки выдавали кредиты преимущественно своим собственным директорам, поскольку эти кредиты считались самыми безопасными. Надежность достигалась за счет системы, при которой стимулы заемщиков и кредиторов уравнивались их участием в структурах власти. Мексиканская инсайдерская кредитная сеть отражала не только доминирование давно существующих властных элит, но также и уникальные информационные преимущества, которые сопровождают инсайдерское кредитование, отмеченное также и в других странах<sup>30</sup>. Опыт научил мексиканских банкиров, что у них нет хороших механизмов оценки качества сторонних заемщиков. Будучи неспособными отличить качественные кредитные риски от некачественных, они создали неблагоприятные требования для сторонних заемщиков, но это породило «негативный отбор»: то есть эти требования были приемлемы только для сравнительно отчаявшихся низкокачественных заемщиков<sup>31</sup>.

Протоколы заседаний советов директоров дают понять, что директора считали инсайдерские кредиты менее рискованными, чем кредиты сторонним заемщикам. В одном особенно показательном споре между членами совета директоров Banamex некоторые члены высказались против кредита другому банку — до того как им со-

---

28. Haber (2008a), 224.

29. Maurer and Haber (2007), 563.

30. Lamoreaux (1994); Cull, Haber, and Imai (2011).

31. Maurer (2002), 97–98; Maurer and Haber (2007), 561–652.



общили, что банк-получатель был надежным заемщиком, поскольку он выдавал кредиты только своим собственным членам правления!<sup>32</sup> В действительности инсайдерские кредиты считались такими высококачественными, что, когда правительство организовало спасение мелких банков страны в 1908 году (поскольку американский кризис 1907 года перекинулся на Мексику) лицензированным банком *Caja de Prestamos*, чьей задачей был выкуп высококачественных банковских кредитов и выпущенных банками ипотечных облигаций с целью вливания ликвидности в банковскую систему, этот банк выкупил инсайдерские кредиты<sup>33</sup>.

Эта операция спасения стала, по-видимому, первой секьюритизацией кредитов в истории, что также свидетельствует о развитости и инновационности мексиканской банковской системы на рубеже XIX и XX веков. Чтобы читатели не выразили скептицизм относительно качества этих кредитов и не сделали вывод, что банкиры передавали свои плохие кредиты правительству, стоит отметить, что акционеры *Caja de Prestamos* были крупнейшими банками Мексики, а случай с *Caja de Prestamos* был одним из немногих случаев спасения банков в истории, на котором в реальности были заработаны деньги — реальная прибыль для претендентов на его активы, превосходящая прибыль инвестора, который вместо этого вложил бы свои деньги в акции, входящие в промышленный индекс Доу-Джонса<sup>34</sup>.

Устойчивость мексиканской банковской системы в 1907–1908 годах на фоне финансовых шоков, импортированных из-за кризисов, разразившихся в Соединенных Штатах, отразила присущую ей стабильность. Банковская система периода правления Диаса на самом деле была исключительно стабильной — по крайней мере, пока Диас оставался у власти. Как показывает рис. 10.1, количество банков, предоставляющих отчетность, и общие активы банков стабильно росли. В 1897 году, когда, наконец, появилась созданная Диасом система регулирования, вся банковская система, включая ипотечные,

---

32. Maurer (2002), 98.

33. Onate (1998), 191–199; Maurer (2002), 97; Maurer and Haber (2007), 564–655.

34. Maurer and Haber (2007), 566, 569.

МЕКСИКА: В ХАОС ХОРОШ И НЕПОТИЗМ

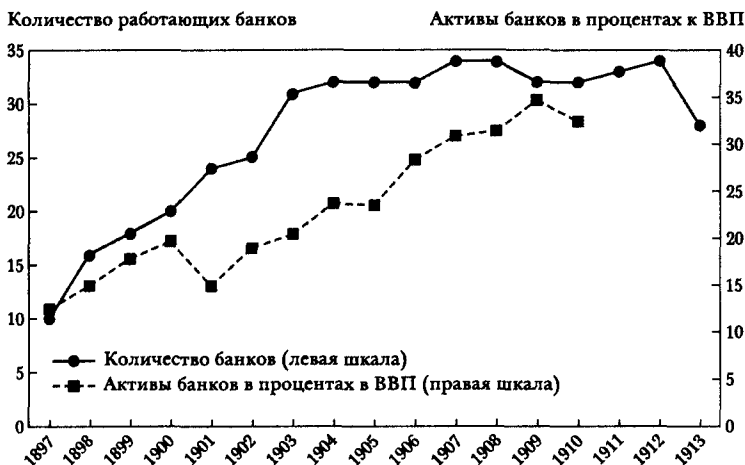


РИС. 10.1. Размер банковской системы Мексики, 1897–1913

Источник: Maurer and Haber (2007), 559.

инвестиционные и эмиссионные банки, состояла всего из десяти банков с общими активами, равными лишь 12% ВВП. К 1910 году (последний полный год Диаса у власти до его свержения) существовало 32 банка с общими активами, равными 32% ВВП. В течение этих 13 лет был всего один спад, в 1908–1909 годах, когда обанкротилось семь мелких эмиссионных банков; двум впоследствии были выданы лицензии инвестиционных банков, а другие были куплены более крупными и платежеспособными банками<sup>35</sup>.

Рынки банкнот и банковских депозитов в эпоху “Рах Роггiana” были, по всей видимости, конкурентными, и оба класса держателей банковских обязательств, похоже, дисциплинировали мексиканские банки. Одно исследование приходит к выводу, что фундаментальные показатели банков в период 1900–1910 годов можно использовать для прогнозирования изменений в обращающихся объемах депозитов и банкнот. Другими словами, банки, которые демонстрировали финансовую устойчивость держателям банкнот и вкладчикам, могли увеличивать свой долговой рычаг в форме банкнот и депозитов. В 1904 году при содействии Banco Central Mexicano (кли-

35. Maurer and Haber (2007), 565.

рингового дома, который был учрежден более мелкими банками, чтобы обойти монополию Вапатех на клиринг банкнот) банками была создана система взаимной защиты для предоставления помощи в виде ликвидности. Количество участвующих в этой системе банков было незначительным, и каждый был хорошо информирован об остальных. По этим двум причинам система, по всей видимости, функционировала неплохо. В отличие от множества экспериментов с взаимной защитой в Соединенных Штатах, но, как и во многих успешных системах взаимной защиты в Огайо и Индиане до Гражданской войны в США, которые тоже имели эти две ключевые характеристики (см. главу 6), мексиканская система взаимной защиты помогла банкам-участникам пережить последствия кризиса 1907–1908 годов и избежать нарушения рыночной дисциплины<sup>36</sup>.

### Совсем не рай

Банковская система периода правления Диаса была значительно лучше прежней. Впервые у Мексики была стабильная банковская система, способная предоставлять кредиты для индустриализации. Поскольку банковская система являлась также источником финансов для правительства, Диасу не пришлось охотиться за правами собственности, чтобы удержаться у власти. Надежность стимулировала инвестиции и рост производительности. С помощью директоров Вапатех, которые заработали комиссионные на сделке, Диасу удалось реструктурировать внешний долг Мексики (который страна не платила уже несколько десятилетий), что позволило Мексике вновь получить доступ к международным рынкам капитала<sup>37</sup>.

Короче говоря, стратегия Диаса по созданию банковской системы за счет предоставления заманчивых привилегий и создания барьеров на вход работала: банковское партнерство между правительством и элитой дало ему финансовую передышку, необходимую для медленного перекраивания налоговых кодексов, действующ-

---

36. Huybens, Jordan, and Pratap (2005), 763.

37. Marichal (2002).

щих в горнодобывающей, топливной промышленности и межштатной торговле, а также постепенного увеличения правительственных налоговых доходов до такой степени, чтобы бюджеты были сбалансированы<sup>38</sup>. Губернаторы штатов получали подобное же преимущество от своей доли в банковских договоренностях: банки штатов были стабильным источником кредитов для правительств этих штатов<sup>39</sup>.

Однако у этой системы было несколько недостатков, если сравнивать ее с системой, имеющей более конкурентную структуру. Как показал Ноэль Маурер, концентрированная природа системы означала, что два крупнейших банка (Banamex и BLM), которые контролировали более половины всех активов, могли использовать свою рыночную власть для управления размерами кредитования, чтобы увеличивать свою доходность. Они это делали за счет сохранения избыточной ликвидности, то есть держали в форме денежных средств больше своих активов, чем было в действительности необходимо. В результате их акционеры зарабатывали существенную прибыль: отношение рыночной стоимости их акций к балансовой стоимости их активов было значительно выше, чем у других банков<sup>40</sup>.

Даже если Banamex и BLM не лимитировали бы кредитование, банковский капитал, а значит, и банковское кредитование все равно были ограничены из-за слабых стимулов к конкуренции. Проще говоря, в системе, в которой обычно было не более трех банков на каждом рынке, у банков было мало стимулов искать новых заемщиков. С точки зрения директоров, не стоило утруждать себя учреждением частных и государственных институтов, которые позволили бы им выдавать кредиты независимым структурам (например, создавать кредитные бюро, регистрировать права на залоговое обеспечение, отстаивать права кредиторов в судах), когда они просто могли выдавать кредиты своим собственным торговым, промышленным и горнодобывающим компаниям.

---

38. Carmagnani (1994); Haber, Razo, and Maurer (2003), 192–198, 237–246.

39. Aguilar (2003), 66–67; Ludlow (2003), 143, 158; Romero Ibarra (2003), 225; Olveda (2003), 305; Rodriguez Lopez (2003), 266–267.

40. Maurer (2002), chapter 4.

В этом отношении опыт Мексики отражал более общую тенденцию авторитарных режимов в период до Второй мировой войны, которая была зарегистрирована в других странах: при авторитарии отношение суммы кредитов к ВВП обычно меньше, чем при демократии<sup>41</sup>.

Эта политика инсайдерского кредитования не была секретом для миноритарных акционеров. Они покупали акции банков, отдавая себе отчет, что директора будут выдавать кредиты своим нефинансовым фирмам. Порфирианские банки, по сути, действовали как инвестиционные клубы: богатые люди покупали акции банков, которые обеспечивали выпуски банкнот (в соотношении 1:2 или 1:3, в зависимости от банка), а затем банки выдавали эти банкноты в форме кредита предприятиям, которые принадлежали директорам банков и их семьям. Эта система управления и кредитования мало отличалась от системы, существовавшей в Новой Англии в XIX веке, при которой банки, принадлежащие промышленникам, выступали как финансовые подразделения крупных промышленных и коммерческих групп в регионе<sup>42</sup>.

Однако было одно существенное различие между Мексикой и Новой Англией: в Мексике было несколько десятков банков, в то время как в Новой Англии их были сотни. Так, в Мексике большинство банков имело всего три банка: филиал Banamex, филиал BLM и банк, который имел территориальную концессию штата. Логическим следствием небольшого числа банков и высокого уровня инсайдерского кредитования был дефицитный кредит и необычно высокий уровень концентрации финансово-зависимых перерабатывающих отраслей. Эти феномены отражены в структуре мексиканской хлопчатобумажной отрасли — отрасли, которая в большинстве стран из-за сравнительно небольшого наименьшего экономически эффективного масштаба считается хрестоматийным примером идеальной конкуренции. Но не в порфирианской Мексике! Мексиканская хлопчатобумажная промышленность не только демонстрировала коэффициенты концентрации, вдвое превышавшие подобные коэффициенты в других крупнейших странах — производите-

---

41. Bordo and Rousseau (2012).

42. Lamoreaux (1994).

МЕКСИКА: В ХАОС ХОРОШ И НЕПОТИЗМ

лях текстиля, но эта концентрация только увеличивалась по мере роста отрасли. Это не тот результат, которого можно было бы ожидать от отрасли, характеризующейся постоянной отдачей от масштаба, но это предсказуемое последствие существования всего нескольких банков, директора которых являлись также и владельцами основных производственных компаний в стране<sup>43</sup>.

### Когда все идет не так: Мексиканская революция

Порфириат посеял семена своего собственного падения. Режим Диаса создал успешное партнерство с избранной группой крупных землевладельцев, банкиров, промышленников и горняков. Однако этим самым режим строил против себя другие элиты, которые, хоть в целом им и был выгоден экономический рост, были, по сути, исключены из выгодных схем, поддерживающих партнерство правительства и элит. В стране, которая была преимущественно аграрной, большинство фермеров и скотоводов — даже крупных — не имело доступа к кредиту. Коммерческие банки в основном занимались финансированием промышленных и горнодобывающих предприятий своих собственных директоров. В Мексике также был крупный и быстрорастущий горнодобывающий сектор, но горняки платили гораздо более высокие цены за динамит, чем могли бы, поскольку существовала национальная динамитная монополия, управляемая группой влиятельных промышленников и «своих» людей режима. Как отметил один наблюдатель того времени в отношении этой фирмы: «Это страна, в которой утверждают, что правительство не допустит монополии, но когда у правительства есть свой интерес, а основные чиновники являются акционерами — это совсем другое дело»<sup>44</sup>.

В 1910 году эти недовольные элиты собрались вместе и мобилизовали две группы, обойденные режимом Диаса: мелких фермеров, которые потеряли свои земли

---

43. Haber (1991, 1997); Haber, Razo, and Maurer (2003), 131–132; Maurer and Haber (2007), 573–574.

44. Quoted in Haber, Razo, and Maurer (2003), 137.

из-за санкций режима, и растущий класс горняков, железнодорожных рабочих и заводских рабочих, чьи усилия по созданию профсоюзов были встречены пулями и повешениями. Эта коалиция разных групп сформировалась вокруг Франсиско Мадеро — наследника богатых горняков и фермеров с севера страны, который выставил свою кандидатуру на президентские выборы 1910 года. Он был заключен в тюрьму за то, что не понял, что никто не должен был соперничать с Диасом. Мадеро вскоре сбежал из заключения, и коалиция его сторонников выступила с оружием против Диаса. Однако как только члены коалиции отправили Диаса в ссылку во Францию в 1911 году, борьба началась в их собственных рядах. В результате последовало десять лет переворотов, восстаний и гражданских войн, которые в совокупности называют Мексиканской революцией.

Все стороны этого конфликта грабили банковскую систему, чтобы поддерживать свои военные кампании. Несомненно, этого требовала логика конфликта: банки были источником готовых денег, и любая группа, которая бы не награбила денег, была бы повержена группой, имевшей меньше моральных принципов. Ирония Мексиканской революции заключалась в том, что самыми агрессивными хищниками для банков были две фигуры, наиболее тесно связанные с бизнес-интересами, — Викторiano Уэрта, армейский генерал периода правления Диаса, который попытался восстановить прежний режим, и Венустиано Карранса, богатый землевладелец, который возглавлял коалицию сначала против Уэрты, а затем против более радикальных элементов революции, стремившихся к перераспределению имущества и богатства. К моменту, когда с ними было покончено, банковская система Мексики находилась в плачевном состоянии: практически все банки эпохи Диаса были расформированы, за исключением Banamex и BLM, но эти банки лишили большей части их активов.

Крупномасштабное истребление банков началось в 1913 году при контрреволюционном правительстве Уэрты, который был вынужден отдать все силы борьбе с Эмилиано Сапата, Панчо Вилья и Карранса. После того как кредитные линии, открытые правительству в банке Banamex, были использованы, Уэрта принял-

ся за вымогательство, угрожая налогами на банковские депозиты, если банки не будут выдавать ему кредиты. Когда вымогательство не принесло достаточных доходов, Уэрта начал изымать банковские резервы металлических денег. Когда они были истощены, он объявил банкноты официальным платежным средством, чтобы повысить их стоимость (до того момента их принятие было добровольным), а затем заставил банки выдавать все более и более крупные кредиты правительству — финансируемые, конечно же, выпусками банкнот<sup>45</sup>. Результатом стала высокая инфляция — последний источник налогов правительства и следствие создания официального платежного средства. В последние годы режима Диаса (1901–1910) инфляция в среднем составляла менее 4%; с 1910 по 1921 год уровень цен вырос вдвое<sup>46</sup>.

Соперники Уэрты использовали почти такую же тактику, только в меньших масштабах. В 1913 году войска Вилья ограбили офисы Banamex в Торреоне (город в северном штате Коауила), изъяли его резервы металлических денег и выписали векселя на 30 000 долларов на Нью-Йорк, 30 000 франков — на Париж и 2000 фунтов — на Лондон. Карранса был ничем не лучше. В 1914 году он конфисковал имущество банков и филиалов банков в Соноре, ликвидируя их активы, чтобы финансировать свои военные походы, в то время как связанные с ними вооруженные формирования забрали свыше полумиллиона песо в филиале BLM в Дуранго<sup>47</sup>.

Смертельный удар банковской системе был нанесен, когда Уэрта был побежден и Карранса столкнулся лицом к лицу с Сапато и Вилья. По иронии судьбы этот удар пришел со стороны выступающего за интересы бизнеса движения Каррансы, а не более радикальных движений Сапаты и Вилья. Похоже, в идеологии Карранса хищнические действия прикрывались циничным покрывалом легальности. Как только Карранса получил контроль над Мехико в 1915 году, он восстановил положения общего закона о банках 1897 года, а затем объявил, что прави-

---

45. Haber, Razo, and Maurer (2003), 93–97.

46. Инфляция определяется на основе индекса оптовых цен в Мексике, INEGI (дата не указана), table 19.7.

47. Haber, Razo, and Maurer (2003), 93–97.



тельство ликвидирует банки, которые выпустили больше банкнот, чем разрешал закон, — отлично зная, что банки на это вынудил Уэрта. Три недели спустя Карранса отправил комиссии, чтобы выяснить, какие банки не нарушили закон. Тем, которым не удалось выполнить почти невыполнимое задание, дали всего 45 дней, чтобы исправить нарушение, или они были бы объявлены банкротами правительством — что дало бы правительству право изъять запасы металлических денег и ликвидировать их другие активы. Когда банкиры выразили протест, правительство арестовало управляющих банков. Из 27 банков, которые действовали, когда Карранса захватил Мехико, осталось всего 9<sup>48</sup>.

На следующий год, все еще нуждаясь в средствах для ведения войны против Вилья и Сапаты, Карранса начал изымать резервы металлических денег оставшихся банков. 15 сентября 1916 года каррансисты взяли под контроль банки и назначили советы для контроля над их деятельностью. Для сохранения видимости легальности Карранса не дал советам просто ограбить хранилища банков. Вместо этого он изменил общий закон о банках с тем, чтобы увеличить официальный коэффициент «резервы металлических денег/банкноты» с 50 до 100% для банков с лицензиями, ограниченными определенными территориями. Затем он объявил их банкротами, поскольку объемы выпущенных ими банкнот превышали новое резервное требование, и дал советам право ликвидировать активы банков и изымать их резервы металлических денег.

Карранса также набросился на Banamex, сначала потребовав от него выдавать кредиты под угрозой захвата, если банк откажется, а затем конфисковал его резервы золота и серебра, позволив советам изъять депозиты Banamex из территориальных банков, находящихся под их контролем. К 1917 году Banamex балансировал на грани банкротства. Однако, не удовлетворившись тем, что он забрал у Banamex последний сентаво, в 1919 году Карранса сказал директорам Banamex, что, если они гарантируют оплату денежного перевода за импорт 4000 тонн пшеницы из Соединенных

---

48. Haber, Razo, and Maurer (2003), 96–97, 108.

Штатов, он отменит указ, отдавший мексиканские банки под надзор советов. Как только они согласились и гарантировали оплату, Карранса отказался отменять советы и оплачивать денежный перевод<sup>49</sup>.

При изучении истории партнерства режима Диаса с мексиканскими банкирами возникает вопрос — почему Карранса решил лишить банки имущества вместо того, чтобы сформировать новое партнерство с ними для получения взаимной выгоды? На самом деле в условиях военного хаоса Мексиканской революции формирование стабильной коалиции было просто неосуществимой задачей. Для автократа, который боролся за свое выживание, ни приобретение доверия за счет выполнения обещаний, ни наличие банковского кредита для фондирования внутреннего производства не было приоритетом.

Ущерб, который причинили Уэрта и Карранса, демонстрируется простой статистикой: отношением совокупных банковских активов к ВВП, которое является примерным показателем величины банковской системы. В 1910 году это отношение составляло 32%. К 1921 году оно равнялось всего 5%. Для сравнения: в 1910 году банковская система Мексики была примерно равна по размеру (по отношению к ВВП) сегодняшней, в то время как в 1921 году она была примерно такого же размера, как и современная банковская система Чада<sup>50</sup>.

### Вся королевская конница, вся королевская рать...<sup>51</sup>

Отсутствие функционирующей банковской системы ставило под угрозу выживание мексиканских правительств после 1920 года. В реальности, чтобы назвать

---

49. Haber, Razo, and Maurer (2003), 97.

50. Поскольку у нас есть подробные данные по активам и пассивам банковской системы, мы знаем, что большая часть ущерба была нанесена президентствами Уэрты и Каррансы, так как в декабре 1913 года активы, депозиты и резервы банковской системы все еще оставались на дореволюционных уровнях. См. Mexico, Secretaria del Estado y del Despacho de Hacienda y Credito Publico y Comercio (1913), 272–273.

51. Отсылка к известному стихотворению о Шалтае Болтае (русский перевод — С. Я. Маршак). — *Примеч. науч. ред.*

их правительствами, требовалось намного больше стабильности и институционализации, чем было на самом деле. Мексиканская политическая система в 1920-х годах представляла собой не более чем хрупкую коалицию военных, объединенных с коррумпированными профсоюзными лидерами и возглавляемых двумя политическими военными фигурами, которые участвовали в движении каррансистов — Альваро Обрегеном и Плутарко Элиасом Кальесом. Обрегон пришел к власти в 1920 году путем организации переворота против Каррансы и его убийства. Обрегон правил до 1924 года, уйдя с должности, чтобы позволить Кальесу выиграть подтасованные выборы, а Кальес, в свою очередь, подтасовал результаты выборов 1928 года в пользу Обрегона. Возможно, они так и передавали бы президентский пост друг другу, если бы Обрегон не был убит религиозным фанатиком через день после «победы» на выборах 1928 года.

Режим Обрегона — Кальеса пережил несколько угроз своему существованию, включая две попытки военного переворота, вооруженное восстание, возглавляемое министром финансов, и церковно-государственную гражданскую войну, известную под названием Восстания кристерос, которая продолжалась в течение трех лет. Обрегон и Кальес старались получить доходы, которые были нужны им для борьбы с этими движениями, повысив налоги на горнодобывающую и топливную отрасли, но им это не удалось<sup>52</sup>. Это означало, что у них были мощные стимулы создать банковскую систему, у которой они могли занимать средства. В то же самое время частный сектор — преимущественно промышленники страны — призывал к созданию банковской системы, которая бы финансировала его деятельность. Учитывая тот факт, что Обрегон и Кальес старались удержать хрупкую коалицию и что важнейшей стороной этой коалиции, которая даже обеспечивала военизированную поддержку, были только что объединенные в профсоюзы промышленные рабочие, сохранение фабрик было такой же важной задачей, как и нахождение источника государственных финансов.

---

52. Haber, Razo, and Maurer (2003), 208–212; 262–266.

МЕКСИКА: В ХАОС ХОРОШ И НЕПОТИЗМ

Правительство Обрегона сначала попыталось возродить банковскую систему, возродив систему времен Диаса. В 1921 году, намереваясь восстановить доверие, оно вернуло владельцам двенадцать банков, которые были изъяты во время революции. К сожалению, только пять из них были достаточно устойчивы, чтобы вновь открыться, а некоторые были настолько слабы, что обанкротились в первые же двенадцать месяцев.

Затем Обрегон попытался решить свои проблемы, создав государственный банк. Он возродил Caja de Prestamos (предприятие времен Диаса, которое было создано, чтобы организовать спасение банковской системы в 1908 году), который, хоть и был неактивным, все еще существовал в форме юридического лица. Он выпустил облигации, чтобы купить акции, которыми все еще владели частные банки. Он объявил о планах обслуживать облигации из доходов банка. Однако проблема заключалась в том, что Обрегону нужен был каждый сентаво, который он мог прибрать к рукам, чтобы сохранить свою шаткую власть, поэтому он так и не сделал ни одной обещанной выплаты процентов держателям облигаций.

Волатильная политическая ситуация также означала, что банковские активы распределялись также хаотично и нерационально: кредиты выдавались клиентам, которые имели влияние в политике, их величины превышали стоимость предоставленных в обеспечение залогов, и такие кредиты никогда не погашались. Для понимания всей ситуации достаточно ответа генерала Арнульфо Гонсалеса на требование о выплате: «Как вы видите, мои долги имеют политическое происхождение. Когда руководство банка [финансировало меня], оно это делало по личной договоренности с президентом республики, у которого я непосредственно попросил кредит для финансирования политической кампании... На мой взгляд, естественно, что, поскольку этот институт напрямую зависит от правительства, он должен служить политическим интересам правительства и предоставлять ему средства... со справедливостью и беспристрастием, источником которых я себя считаю»<sup>53</sup>. Неуди-

---

53. Haber, Razo, and Maurer (2003), 100.

вительно, что Caja de Prestamos обанкротился через год после своего учреждения.

Обрегон и Кальес, таким образом, вернулись на исходные позиции и решили представить план уговорить частных банкиров страны вложить свой капитал в банковскую систему, у которой правительство могло бы брать кредиты. Для этого они последовали примеру режима Диаса: они дали самим банкирам право в значительной степени определять устройство системы, чтобы они могли рассчитывать на сверхприбыли, которые компенсировали бы им риски экспроприации. В конце 1924 года министр финансов Альберто Пани созвал специальный Конвент правительственных чиновников и банкиров, некоторые из которых были важными фигурами в дореволюционной банковской системе.

### Конвент 1924–1925 гг.

Законы, разработанные Конвентом в 1924–1925 годах, были призваны стимулировать банкиров вкладывать свой капитал за счет повышения ставок доходности через создание барьеров на вход. Во-первых, все уже существующие банки были освобождены от новых правил. Во-вторых, действующие банкиры были назначены в только что созданную национальную банковскую комиссию, что давало им существенное влияние на блокирование входа новых банков, а также на другие аспекты банковской и кредитной политики. В-третьих, чтобы осложнить другим банкам вход на рынок, минимальные требования к капиталу были установлены на уровне 500 000 песо (около 250 000 долларов 1924 года). Для банков, которые хотели иметь филиал или офис в Мехико, минимальные требования к капиталу были установлены на уровне один миллион песо. В-четвертых, получение банковской лицензии требовало специального одобрения министра финансов и президента. В-пятых — и это было новым поворотом, — конвент учредил новый коммерческий банк, Banco de Mexico (Banxico), акции которого принадлежали и частным банкам, и правительству. Задача у Banxico была тройная: выступать в качестве бюджетного агента казначейства, пере-

МЕКСИКА: В ХАОС ХОРОШ И НЕПОТИЗМ

учитывать векселя банков-акционеров и выдавать кредиты коммерческим предприятиям.

При создании Banxico был реализован сложный механизм обязательств, возникших из политических договоренностей между ведущими банкирами и политиками Мексики. Поскольку банкиры беспокоились об экспроприации через вынужденное кредитование или выборочные дефолты, Banxico получил монополию на кредитование правительства, поэтому он не мог объявить дефолта по долгам перед одними банкирами, продолжая заимствовать у других. Если бы правительство аннулировало права собственности одного банка, оно бы аннулировало права собственности всех банков, поскольку все они имели акции Banxico. Коллективный риск означал снижение индивидуального риска.

Банкиры также боялись, что правительство может отменить эту схему, чтобы выплатить свои международные обязательства. Чтобы предвосхитить эти опасения, Кальес объявил дефолт по внешнему долгу Мексики. Чтобы эта схема была еще более обязывающей, правительство использовало возможности Banxico переучитывать векселя, чтобы была гарантия его хорошего поведения. Когда частные банки брали кредит у Banxico, они получали золото, которое вывозили из страны. Это золото было бы потеряно, если бы правительство захватило национальные активы банков. На самом деле в период с 1926 по 1929 год 7,5% всех активов мексиканских коммерческих банков было вложено в зарубежные депозиты<sup>54</sup>. Любое правительство, готовое ради наживы на все, должно было взвесить выгоды от своих хищнических действий относительно почти верной потери какой-то части капитала Banxico.

Конечно, была еще одна группа населения, чьи стимулы должны были быть уравнены с новой институциональной схемой, — военные лидеры, которые стали политиками, возглавлявшими правительство. Если бы они ничего не потеряли от отказа от своих обязательств, не было никаких причин верить, что они будут соблюдать условия сделки. Преимущество, которое они бы поставили под угрозу, заключалось в кредитах — при этом

---

54. Maurer (2002), 177.

крупных — от Ванхисо их частным коммерческим предприятиям. Список заемщиков Ванхисо можно озаглавить как «Справочник администрации Кальеса». В него входили министр иностранных дел Аарон Саенс, министр образования Мойзес Саенс (брат Аарона), министр промышленности, торговли и труда Луис М. Моронес (который также возглавлял федерацию по труду, представлявшую членов профсоюзов), министр финансов Альберто Пани (который организовал банковский Конвент 1924–1925), бывший министр финансов Луис Кабрера, бывший президент Альваро Обрегон и сам президент Кальеса, а также несколько членов его семьи<sup>55</sup>.

Хотя эта сделка не была надежной, она все же привлекла некоторый капитал обратно в банковскую систему. Доля банковских активов в ВВП, на самом деле, упала с 5% в 1921 году до 4% к 1925 году, но затем выросла до 8% в 1926 году и 12% в 1929 году. Тем не менее эти показатели не впечатляли. В первую очередь, даже при 12% в ВВП эта банковская система все еще представляла всего одну треть от размера банковской системы, которая существовала в конце периода правления Диаса. Во-вторых, этот рост преимущественно приходился на Ванхисо, большая часть акций которого принадлежала правительству, а не на частные коммерческие банки. На рис. 10.2 показаны кредиты коммерческих банков без учета кредитов Ванхисо, и результаты не впечатляют: кредиты коммерческих банков (без учета кредитов Ванхисо) составляли всего 4% ВВП в 1925 году и 5% в 1929 году.

## Банковская система при идеальной диктатуре PRI

Мексиканские банкиры имели все основания быть осторожными, поскольку им вскоре пришлось иметь дело с новым режимом — партийной диктатурой. В 1929 году, после убийства Обрегона, Кальес организовал оставшихся военных лидеров Мексики в политическую партию — Национально-революционную партию (Partido Nacional Revolucionario (PNR)). PNR была не совсем пар-

---

55. Haber, Razo, and Maurer (2003), 106–107.

МЕКСИКА: В ХАОС ХОРОШ И НЕПОТИЗМ

Процент к ВВП



РИС. 10.2. Источники кредита в Мексике, 1925–1982

Источник: Mexico, INEGI (2009).

тей в обычном смысле слова: у нее не было цели победить на выборах, поскольку эта победа была делом уже решенным. Скорее она существовала для рассмотрения споров между военными лидерами и деления добычи мирным и прогнозируемым путем. После серий реформ 1930-х и 1940-х годов, которые интегрировали мексиканское организованное рабочее движение и крестьянскую конфедерацию в ее организационную структуру, эта партия стала называться Институционно-революционной партией (Partido Revolucionario Institucional (PRI)).

PRI принадлежала полная монополия на политическую власть. Она финансировала свои кампании из федерального казначейства, решала, какие партии могут выступать против нее, контролировала выборы, подсчитывала голоса и утверждала результаты. Неудивительно, что она «выигрывала» все губернаторские и сенатские выборы с конца 1920-х до 1980-х годов и все президентские выборы до 2000 года. Для сохранения видимости демократии она разработала сложные правила проведения выборов, которые позволяли другим партиям (некоторые из которых даже субсидировало правительство) выигрывать места в палате депутатов (нижняя



палата мексиканского конгресса) — но при этом у PRI в этой палате было подавляющее число голосов до конца 1990-х годов.

### PRI как централизованная авторитарная сеть

Способность PRI побеждать на выборах с подавляющим преимуществом зависела от распределения патроната по двум крупным группам: мелким фермерам и городским рабочим, объединенным в профсоюзы<sup>56</sup>. PRI изобрела сложные механизмы для контроля над этими группами, создав, таким образом, одно из самых влиятельных, централизованных и долгих авторитарных правительств XX века. Гениальность партии заключалась частично и в том, что она обернула весь этот контроль в мантию социальной справедливости, хотя население практически не имело права голоса в политике.

Система патроната, которая связывала миллионы мелких фермеров с PRI, уходила корнями в особый характер мексиканской постреволюционной аграрной реформы. Под давлением аграрных радикалов Карранса согласился на статью 27 Конституции 1917 года, которая создала правовые основы для земельной реформы. Однако до 1930-х годов президенты Мексики преимущественно игнорировали эту статью конституции<sup>57</sup>. Эта ситуация кардинально поменялась, когда президент Ласаро Карденас (у власти в 1934–1940 годах) решил преобразовать PNR в партию масс, организованных по профессии. В этом процессе Карденас перераспределил 45,4 млн акров — почти 10% общей площади земель в Мексике — в пользу около 723 000 семей. Земельная реформа не закончилась на Карденасе: его преемники распределили еще 78,1 млн акров в период с 1940 по 1970 год<sup>58</sup>.

---

56. Материал этого раздела преимущественно заимствован из работы Haber et al. (2008), chapter 2.

57. Карранса, Обрегон и Кальес в совокупности перераспределили всего приблизительно 4% мексиканских сельскохозяйственных земель, и большая часть этих земель попала под контроль влиятельных революционных генералов или политиков — в том числе и Обрегона с Кальесом. В 1930-х годах Кальес, который в то время правил через марионеточного президента, объявил о провале аграрной реформы и призвал к окончанию перераспределения земель. Markiewicz (1993), 55, 59.

58. Haber et al. (2008), 30–31.

Для сохранения централизованного контроля над своими сельскими избирателями мексиканская земельная реформа не давала индивидуальным фермерам права собственности на землю, которую они обрабатывали. Вместо этого она создала эхидо — форму общинного землевладения, при которой ни эхидо, как корпоративная структура, ни общинные землевладельцы как частные лица не могли легально продавать или арендовать свои земли. Неотчуждаемость таких земель означала, что никто не хотел выдавать кредиты под залог такой земли. Общинные землевладельцы были, таким образом, почти полностью зависимы от правительственных банков развития для финансирования покупки семян, инструментов и удобрений<sup>59</sup>.

Эхидо была исключительно неэффективной формой выращивания продуктов питания, но на удивление эффективным способом получения голосов для PRI. Эхидо были производственными единицами, но они были членами Национальной конфедерации крестьян (National Peasants' Confederation), которая сама по себе формально входила в состав PRI. Эхидо была похожа на ловушку для тараканов: войти туда было можно, а выйти — нет. Именно потому, что эхидо не были частной собственностью, эффективные общинные землевладельцы не могли расширять свои владения, покупая соседние участки, или брать кредиты у коммерческих банков, чтобы повышать свою производительность. В то же самое время неэффективные землевладельцы не могли отказаться от земли, не потеряв право ее возделывать. PRI могла использовать эхидо как механизм получения миллионов голосов — через коллективные и несекретные схемы голосования — в обмен на предоставляемые государством эхидо преимущества, такие как кредит, увеличение земельных площадей, инфраструктурные проекты, коммунальные услуги и субсидированные покупки продукции эхидо. Эти покупки были особенно важны для землевладельцев, поскольку правительство удерживало искусственно низкие цены на продукцию в городах, чтобы обеспечить себе поддержку городских избирателей. Землевладельцев могли лишить

---

59. Haber et al. (2008), 31.

всех этих преимуществ, если бы они не проголосовали за PRI<sup>60</sup>.

Самая большая ирония в отношениях PRI и мелких мексиканских фермеров заключалась в том, что эта партия присвоила образы аграрных революционеров, таких как Эмилиано Сапата и Панчо Вилья. Но правда заключалась совсем в другом. Сапата и Вилья не имели ничего общего с созданием PRI. В действительности те, кто победил революцию и в конечном итоге создал PRI — Обрегон и Кальес, приказали убить Сапату в 1919 году и Вилью — в 1923 году. Более того, тот же самый механизм патроната, через который PRI контролировала сельских избирателей, обеспечивал низкую сельскохозяйственную производительность и низкие доходы<sup>61</sup>.

Городских избирателей тоже контролировали через патронатные сети. Поскольку городское сообщество было в социальном плане более неоднородным и мобильным, избирателями было сложнее манипулировать. Городские демонстрации было так же легко организовать и сложнее подавить. Однако PRI не нужна была поддержка всех городских избирателей или даже большинства из них: ей нужно было лишь достаточное число городских жителей, которых можно было мобилизовать как активистов — сторонников партии. Профсоюзные рабочие идеально для этого подходили, поскольку у профсоюзов было монопольное право организовываться, и они формально входили в состав PRI. В обмен на преданность PRI эти профсоюзные рабочие, которые составляли меньшинство даже в городских центрах, получали множество преимуществ, недоступных другим членам общества.

Среди самых политически важных схем были те, которые защищали позиции лидеров профсоюзов и их рядовых членов. «Официальные» трудовые лидеры сохраняли мир в промышленных отношениях и надежно поставляли голоса членов профсоюзов в пользу PRI. На самом деле мексиканские профсоюзы были частью национальной федерации, Конфедерации мексиканских рабочих (Confederation of Mexican Workers (CTM)), ко-

---

60. Haber et al. (2008), 30–33.

61. Idem., 32.

торая была формальным подразделением PRI. Профсоюзы давали льготы рядовым рабочим. Самым главным из них была гарантия занятости: было практически невозможно уволить члена профсоюза. Гарантия занятости дополнялась ограничивающим конкуренцию контрактным правом: федеральный трудовой кодекс установил тарифную сетку и правила внутреннего распорядка для всей отрасли, таким образом, по сути, уравнивая затраты на рабочую силу для всех предприятий, которые они регулировали<sup>62</sup>.

Профсоюзные рабочие и их семьи также имели привилегированный доступ к правительственным программам социального обеспечения, включая трудовые пенсии и субсидированное правительством медицинское обслуживание. Рабочие в официальном секторе, где было сосредоточено входящее в профсоюзы население, страховались Мексиканским институтом социальной защиты (IMSS), который в 1950 году страховал только 16% рабочей силы в стране. Профсоюзные рабочие также могли пользоваться льготными правительственными жилищными программами. В 1972 году правительство создало Национальный институт жилищных фондов рабочих (INFONAVIT) — федеральное агентство, которое собирало с работодателей 5%-й налог на зарплаты большинства работников официального сектора и использовало эти доходы для строительства субсидируемого жилья. На практике целевой группой этих льготных программ являлись профсоюзы, которые были аффилированы с Конфедерацией мексиканских рабочих<sup>63</sup>.

Чтобы защитить работников профсоюзов и промышленных союзников PRI, мексиканское правительство сохраняло высокие барьеры для иностранной торговли. В 1947 году PRI ввела систему импортных лицензий. Со временем эта система стала распространяться на все товары, импортируемые в страну. Для сохранения гарантии занятости в рамках жестко контролируемой сети эта система лицензий была практически идеальной. Бизнесмены не могли обратиться за лицензией до тех пор, пока импортируемые товары не прибывали на таможен-

---

62. Haber et al. (2008), 33–34.

63. Ibid., 35.

ню, а в этот момент правительство могло отказать в разрешении на ввоз. Ни один человек в здравом уме — даже постмодернистский профессор английского языка в американском университете — и не подумал бы об импорте товаров с использованием этой системы, если только он не вступил уже в PRI. Доступ к импортным лицензиям, таким образом, служил не только для блокирования иностранной конкуренции; он также блокировал и внутреннюю конкуренцию, ограничивая доступ к иностранному капиталу и промежуточным товарам<sup>64</sup>.

Эта комплексная система патроната позволяла PRI сохранять доминирование на выборах в течение нескольких десятилетий подряд. Таким образом, она контролировала мексиканскую систему регулирования и права: лидеры PRI назначали федеральных судей и судей штатов, директоров государственных компаний и распределяли посты федеральных чиновников. Другими словами, как выразился перуанский писатель Марио Варгас Льюса, это была «идеальная диктатура».

## PRI и банки

Как только эта партийное диктаторство начало формироваться в 1930-х годах, правительство стало отбирать у частных банкиров политические властные полномочия которые им делегировал режим Обрегона — Кальеса. В 1932 году правительство превратило Banxico в центральный банк. Следующая реформа, проведенная в 1936 году, потребовала от коммерческих банков держать резервы денежных средств в Banxico, то есть банки должны были отдавать часть своей депозитной базы правительству в качестве кредита. Тот же закон также передал многие надзорные функции над банками от Национальной банковской комиссии, в которой доминировали банкиры, Banxico. В ходе других реформ, проведенных в 1941 году, правительство вынудило коммерческие банки выделить свой инвестиционный бизнес в отдельные корпорации, называемые *financieras*<sup>65</sup>.

---

64. Reynolds (1970), 221–222; Haber et al. (2008), 41–44.

65. Del Angel-Mobarak (2002), chapter 3.

Как только правительство начало менять условия сделки, которая была заключена в 1924–1925 годах, мексиканские финансисты стали сокращать свою активность. Как показывает рис. 10.2, банковская система, какой бы мизерной она уже ни была, начала еще больше сокращаться; кредиты коммерческих банков упали с 7% ВВП в 1933 году до 3% к 1939 году, даже несмотря на то, что мексиканская экономика росла быстрыми темпами в конце 1930-х годов<sup>66</sup>. Банковское кредитование оставалось на этих заниженных уровнях в следующие 40 лет. Эта схема не меняется, даже если мы учтем кредиты от отдельных инвестиционно-банковских операций, которые увеличивали сумму совокупных частных кредитов от частных банков лишь на небольшой показатель в 1960-х. На самом деле на своем пике совокупные кредиты коммерческих и инвестиционных банков составляли всего 17% ВВП, и этот уровень был повторен только в 1972 году. То есть в период с 1925 по 1978 год объем кредитов, выданных частными банками, относительно ВВП никогда не превышал уровень 1910 года<sup>67</sup>.

Все большее недоверие к правительству Мексики со стороны ведущих финансистов и промышленников поставило PRI перед проблемой: чтобы удержаться у власти, партии нужна была альтернатива частным банкам для поддержки растущего промышленного сектора и сохранения, таким образом, лояльности промышленных рабочих. Выборная стратегия PRI способствовала появлению привилегированного класса профсоюзных работников городских служб и промышленных рабочих, которые не только давали партии огромное число голосов, но и могли использоваться для митингов и демонстраций, целью которых было дать понять остальному городскому населению, что протестовать против PRI было бесполезно. Тот факт, что владельцы мексиканских промышленных предприятий также часто были владельцами банков, еще больше усложнял проблему

---

66. Cardenas (2000), 195–211.

67. По нашим подсчетам, банки в период правления Диаса имели достаточно стандартные соотношения «кредиты/активы» на уровне примерно 50%, это предположение согласуется с тем, что мы знаем о составе их балансов. Так, отношение их активов к ВВП, в 1910 году составлявшее 32%, транслируется в отношении кредитов к ВВП на уровне 16%.

PRI. Если бы она не нашла способ сохранить банковскую систему, она не смогла бы финансировать растущую промышленную базу, а без этой промышленной базы она бы не могла монополизировать власть<sup>68</sup>.

Чтобы решить эту проблему, PRI создала широкий спектр правительственных банков развития. Первые из них были основаны в 1920-х годах для предоставления кредитов сектору сельского хозяйства — а также генералам революции, которые превратились в землевладельцев, — но в 1930-х и 1940-х годах правительственные банки росли как грибы и все больше использовались для предоставления долгосрочного финансирования растущему сектору обрабатывающей промышленности Мексики. Как показывает рис. 10.2, к 1950-м годам объем кредитов банков развития превысил объем кредитов коммерческих банков и инвестиционных банков вместе взятых. Так, к 1970-м годам объем кредитов от государственных банков развития был настолько велик по сравнению с кредитами коммерческих и инвестиционных банков, что правительство позволило этим частным банкам объединяться, создавая предприятия, называемые мультибанками.

В теории правительственные банки развития должны были предоставлять кредиты малым и средним предприятиям, чтобы уравнивать их возможности с возможностями крупных промышленных конгломератов, которые получали кредиты от коммерческих и инвестиционных банков. Мексиканские промышленные конгломераты обычно владели и коммерческим, и инвестиционным банком, и портфели этих банков обычно состояли из акций предприятий, входивших в конгломераты<sup>69</sup>. Коммерческие и инвестиционные банки были, по сути, финансовыми подразделениями конгломератов. Однако на практике правительственные банки развития обычно выдавали большую часть кредитов тем самым промышленным конгломератам, которые получали финансирование от частных банков. Политическое давление, заставляющее их кредитовать крупные фирмы, у кото-

---

68. Более полное описание источников поддержки PRI на выборах см. в работе Haber et al. (2008) 27–37; Magaloni (2006).

69. Del Angel-Mobarak (2002), chapters 4, 5; Del Angel-Mobarak (2005), 44.

рых обычно было много рабочих — членов профсоюзов, имеющих политическое влияние, просто не давало им исполнить их первоначальные задачи. Это означало, что промышленные и коммерческие конгломераты могли финансировать рискованные предприятия скорее с использованием банков развития, а не с помощью подконтрольных им частных банков<sup>70</sup>.

Коммерческие банки, инвестиционные банки и банки развития, таким образом, работали вместе на финансирование крупнейших промышленных и коммерческих предприятий Мексики. Банки развития обычно обслуживали заемщиков второго уровня, выкупая кредиты, выданные коммерческими банками через специальные программы, созданные для направления кредита тем секторам, которые правительство считало критически важными. Известно, что в 1942 году правительство требовало от частных банков выдавать 60% кредитов именно на такие целевые кредитные программы<sup>71</sup>. Эти программы предоставляли правительственную гарантию частным банкам, поскольку весь риск дефолта несли банки развития. Неудивительно, что мексиканская банковская система стала стабильной и прибыльной.

Однако, несмотря на всю ее стабильность, банки развития привели к появлению системы, которая поощряла безрассудное поведение. Поскольку акционеры и вкладчики коммерческих и инвестиционных банков не несли риск просрочки кредитов, этот риск несли налогоплательщики, которые в конечном итоге субсидировали банки развития. Банки развития также выдавали кредиты непосредственно промышленникам, еще больше субсидируя крупные промышленные фирмы и частные банки, которые были связаны с ними, ставя под угрозу средства налогоплательщиков. Крупнейший банк развития, *Nacional Financiera (NAFIN)*, основанный в 1934 году, получал свой капитал от продажи гарантированных правительством облигаций, а затем выдавал долгосрочные кредиты промышленникам. Эти кредиты были обеспечены блоками акций, выпускаемыми этими фирмами. Предполагалось, что *NAFIN* дол-

---

70. Cardenas (2000), 190, 195.

71. Del Angel-Mobarak (2002), 299.



жен был выдавать кредиты малым и средним производственным компаниям, которые часто не могли получить финансирование от коммерческих и инвестиционных банков. Однако на практике NAFIN выдавал большую часть кредитов тем самым промышленным конгломератам, которые получали финансирование от частных банков<sup>72</sup>. Что еще хуже, так это то, что из-за политического влияния их рабочих, правительство стало использовать NAFIN как механизм спасения промышленников, которые были экономически нежизнеспособными. Но еще хуже, что политика спасения стимулировала проблему недобросовестности: зная, что их спасут, промышленники занимались очень рискованной деятельностью, обещающей сомнительную выгоду<sup>73</sup>.

В конечном итоге мексиканское правительство, а вернее сказать, мексиканские налогоплательщики стали владельцами огромного числа коммерческих и промышленных предприятий сомнительной ценности, включая сахарные и сталелитейные заводы, авиалинии и отели. К началу 1980-х годов существовало 1155 таких государственных компаний, большинство из которых были постоянно убыточными<sup>74</sup>. Как показывают следующие главы, это равновесие не было устойчивым.

---

72. Cardenas (2000), 190.

73. Ibid., 195.

74. Haber et al. (2008), 53.

## Г Л А В А 11

# Когда автократия не работает: банковская система и политика в Мексике с 1982 года

Мы не слева и не справа,  
мы совсем на противоположной стороне.

*Кантинфлас*  
(известный мексиканский комедийный актер),  
высмеивая Луиса Эчеверриа Альвареса,  
президента Мексики

**М**ЕКСИКАНСКИЕ банкиры всегда с опаской относились к Институционно-революционной партии (Partido Revolucionario Institucional — PRI). Они знали, что договоренность, которую они заключили с этой партией, была не более чем ситуативным союзом. Эти опасения оказались оправданными. В 1982 году президент Хосе Лопес Портильо экспроприировал банковскую систему простым росчерком пера. В следующие девять лет банковская система существовала фактически для того, чтобы финансировать дефициты федерального правительства, направлять кредиты государственным фирмам и предоставлять финансирование для политически важных производителей и групп потребителей, используя для кредитования критерии, не имеющие ничего общего с экономической жизнеспособностью. Экономика вошла в штопор. Экономическая стагнация 1980-х — так называемое потерянное десятилетие в Мексике — имела значительные политические последствия: население Мексики все больше теряло веру в PRI, а оппозиционные партии набирали вес на муниципальных выборах, выборах штатов и федеральных выборах.

В ответ на это президент Карлос Салинас де Гортари (занимал должность с 1988 по 1994 год) решил приватизировать большую часть государственных компаний, в частности банков. Но кто бы купил банк у правитель-

ства, которое всего девятью годами ранее его захватило — особенно, когда правительство явно давало понять, что оно хотело получить самую высокую цену? Ответ: это был кто-то, кто в действительности и не собирался использовать много собственного капитала, поскольку мог сделать так, чтобы правительство позволило ему оплатить банк деньгами, которые он у самого банка и взял в займы, а залогом выступили бы сами акции этого банка! Ниже мы подробно рассматриваем эти довольно странные сделки, но достаточно будет сказать, что недавно приватизированная на тот момент банковская система рухнула всего лишь через три года, а ее спасение стоило мексиканским налогоплательщикам 15% ВВП; экономика резко сократилась, а симпатии избирателей переметнулись к оппозиционным партиям. В 1997 году PRI, впервые в истории, потеряла контроль над нижней палатой конгресса. В 2000 году ее кандидат проиграл президентские выборы.

Мексика строила демократию с 1997 года, и этот процесс был неизбежно медленным: чтобы появились демократические институты, которые одновременно дают избирательные права гражданам и сдерживают полномочия и свободу действий избранных (и неизбранных) чиновников, могут потребоваться многие годы. Одним из первых событий в медленном процессе демократизации Мексики был односторонний разрыв правительством партнерства с банкирами, которое просуществовало весь XX век. По состоянию на 1997 год иностранным банкам было позволено покупать контрольные пакеты в мексиканских финансовых институтах. Иностранные банки поспешили воспользоваться этой возможностью: через несколько лет все мексиканские крупные банки стали принадлежать иностранцам. Проведенные позднее реформы изменили законы о банкротстве, с тем чтобы банкам было легче обратиться за залогом. Недавно правительство еще больше открыло банковскую систему для конкуренции.

Эти изменения не устранили все недостатки мексиканской банковской системы за один день: Мексика продолжает характеризоваться высококонцентрированной банковской системой, которая предоставляет меньше кредитов, чем банки в других странах с доходами выше

среднего уровня. Тем не менее изменения в регулировании мексиканской банковской системы, произошедшие за последнее десятилетие, были бы невозможны в период правления PRI.

## Непрочные договоренности

Ситуативный союз между мексиканскими банкирами и диктатурой PRI всегда был непрочным. Главное, что не давало ему развалиться, — это необходимость PRI вознаграждать организованную рабочую силу за политическую поддержку. Члены профсоюзов работали в промышленных конгломератах, а эти промышленные конгломераты обычно также имели банки, которые действовали как их финансовые подразделения. Тесные связи между банками и промышленными конгломератами обеспечивали банкам толику защиты, поскольку PRI не могла настроить промышленников и банкиров друг против друга; однако не было понятного механизма, посредством которого банки могли бы отомстить, если бы правительство решило экспроприировать их имущество. Промышленные рабочие не устроили бы общую забастовку, если бы правительство повысило резервные требования для банков. Отношения PRI с банкирами существовали как аналитическая абстракция, а не как повседневное рабочее партнерство. Если бы политические расчеты лидеров PRI изменились, банкиры мало что могли бы сделать для своей защиты.

Такое изменение началось в 1970-е годы, когда правительственные расходы сильно превысили доходы, и в результате партнерство между PRI и банкирами сошло на нет. Однако прежде чем это произошло, правительство попыталось решить свои бюджетные затруднения за счет использования инфляционного налога. В 1950-е годы бюджеты мексиканского правительства были сбалансированы; дефицит бюджета обычно составлял порядка 0,1% ВВП. Однако в 1960-е годы он начал расти темпами, которые опережали рост правительственных доходов: дефициты увеличивались, составляя в среднем 1,9% ВВП в течение этого десятилетия. Ситуация ухудшилась в 1970-е годы: бюджетный дефицит со-

ставлял в среднем 6,6% ВВП. К 1981 году он увеличился до 18% ВВП<sup>1</sup>.

PRI могла бы решить свою бюджетную проблему за счет повышения налогов, но она не стала настраивать против себя банкиров и промышленников, которые, хоть и не доверяли PRI, были ее подразумеваемыми партнерами. В результате отношение налоговых доходов мексиканского правительства к ВВП было примерно таким же, как и в беднейших странах Латинской Америки, таких как Гондурас. Доходы правительства были низкими преимущественно потому, что налог на капитал, по сути, не взимался. Отсутствие налогообложения капитала не было случайностью: в 1961 году правительство собрало выдающихся экономистов, чтобы те посоветовали, как повысить доходы. Они рекомендовали правительству создать реестр акций и облигаций, чтобы можно было собирать налоги с дивидендов и процентных выплат компаний, потребовать от компаний и эмитентов облигаций удерживать налог на проценты, которые они выплачивали физическим лицам, и пересмотреть налоговое законодательство с тем, чтобы обязать обеспеченных граждан подавать налоговые декларации (вместо того чтобы разделять свои доходы на отдельные категории, в которых были более низкие ставки налогов). Эти рекомендации были проигнорированы. Министр финансов даже публично заявил, что налоги для обеспеченных граждан не могут быть повышены без их согласия. В 1970-х годах правительство вернулось к этим рекомендациям, но от них было решено отказаться после серий частных консультаций министра финансов с ведущими промышленниками<sup>2</sup>.

Не желая платить политическую цену за повышение налогов или сокращение расходов, правительство поручило центральному банку увеличить денежную массу, что имело предсказуемое последствие повышения ежегодных темпов инфляции с менее чем 3% в 1960-х годах до двузначных показателей в середине 1970-х годов. К 1981 году инфляция составляла 28%, и мексиканское

---

1. Haber et al. (2008), 58; Bazdresch and Levy (1991), 252.

2. Izquierdo (1995), 69–81; Elizondo Mayer-Serra (2001), 116–117, 131–138; P. Smith (1991), 358, 368; Haber et al. (2008), 38–39.

КОГДА АВТОКРАТИЯ НЕ РАБОТАЕТ

правительство финансировало существенную часть своего дефицита через инфляционный налог.

Как мы рассказывали в главе 2, доходы от инфляционного налога можно делить с коммерческими банками. Однако в Мексике президенты Луис Эчеверрия и Хосе Лопес Портильо существенно повысили требования к банкам по созданию резервов, чтобы обеспечить своим правительствам почти полное владение всеми доходами. Нормы резерва увеличились всего с 3% от депозитов в 1959 году до 46% в 1979 году<sup>3</sup>. Центральный банк платил проценты по этим резервам, но ставка процента была ниже уровня инфляции. Кроме того, правительство установило потолок на процентные ставки<sup>4</sup>. Это означало, что Банк Мексики держал у себя значительную часть депозитов частных банков, по которым банки зарабатывали меньший процентный доход, чем они могли бы получить на открытом рынке. В то же самое время для депозитов, которые были оставлены в распоряжении банков, были установлены ограничения по процентным ставкам. Банки, таким образом, были вынуждены предлагать по депозитам более низкие процентные ставки, чем текущий уровень инфляции. Вкладчики отреагировали предсказуемым образом: они забрали свои деньги из банковской системы. До этого момента величина банковских депозитов по отношению к ВВП росла, увеличившись с 17% в 1960 году до 29% к 1969 году. Инфляционный налог привел к утечке денежных ресурсов из кредитно-финансовых институтов: к 1979 году доля депозитов в ВВП вновь вернулась к 24%<sup>5</sup>.

Сочетание сокращающегося объема депозитов и вынужденного кредитования правительства через резервные требования по депозитам имело предсказуемое последствие. Предложение банковских кредитов для частных целей существенно снизилось. Как показывает рис. 10.2, доля кредитов коммерческих банков и финансовых компаний по отношению к ВВП достигла 17% в 1970 году. К 1977 году она упала до 11%. На этом этапе мексиканские

---

3. International Monetary Fund (дата не указана).

4. Del Angel-Mobarak (2002), 285.

5. World Bank (2012).

банкиры начали беспокоиться, что их имущество может быть экспроприровано<sup>6</sup>.

Ситуация для банкиров ухудшилась в начале 1980-х годов. Кроме печатания денег для фондирования растущих дефицитов, президент Лопес Портильо много заимствовал за рубежом, считая, что растущие цены на нефть и обнаружение новых запасов в Мексиканском заливе позволят ему обслуживать растущий долг. Когда цены на нефть рухнули в начале 1982 года, Лопесу Портильо пришлось постараться, чтобы не допустить дефолта по внешнему долгу. Он конвертировал сберегательные счета, деноминированные в американских долларах, в песо по официальному курсу обмена (который был примерно на треть меньше, чем курс на параллельном валютном рынке), таким образом, по сути, ограбив население и фирмы, у которых были долларовые счета. Когда этих мер оказалось недостаточно, он объявил, что правительство временно приостанавливает выплаты по мексиканскому внешнему долгу — этот шаг только ускорил ослабление песо.

Граждане и бизнес начали конвертировать свои активы в песо в доллары, а затем выводили их из страны, частично с помощью коммерческих банков. Лопес Портильо начал обвинять коммерческие банки в коллапсе обменного курса, а затем одним росчерком пера 1 сентября 1982 года экспроприировал банки. Экспроприация, которая потребовала поправок к конституции, была ратифицирована контролируемым PRI мексиканским конгрессом, практически без каких-либо дебатов. Банкиры получили компенсацию в форме правительственных облигаций, но они были сомнительной ценности: ведь правительство практически прекратило выплаты по своему внешнему долгу, и страна входила в период очень высокой инфляции.

В течение следующих семи лет мексиканские банки должны были удовлетворять простому, политически детерминированному расчету. Банки продолжили принимать депозиты и осуществлять клиринг чеков, но они направляли более половины своих кредитов правительству, чтобы оно могло фондировать свои дефициты. В результате бизнесу и населению катастрофически

---

6. Del Angel-Mobarak and Martinelli Montoya (2009), 21.

КОГДА АВТОКРАТИЯ НЕ РАБОТАЕТ

Кредит в процентах к ВВП

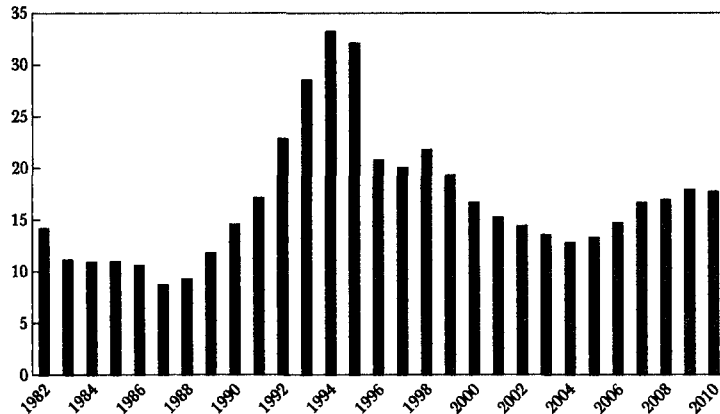


РИС. 11.1. Кредиты частному сектору от депозитных банков в процентах к ВВП, Мексика, 1982–2010 гг.

Источник: World Bank (2012).

не хватало кредитов. Как показывает рис. 11.1, к 1987 году отношение кредитов частному сектору к ВВП составляло всего 9% — что примерно соответствовало 60% уровня, наблюдаемого пятью годами ранее. Хуже того, большая часть этих кредитов частному сектору направлялась политически важным производителям и группам потребителей, и критерием для выдачи этих кредитов вовсе не была способность их погашать. Выгодные с политической точки зрения заемщики обычно представляют собой более рискованных заемщиков, и Мексика не стала исключением; к концу 1980-х доля необслуживаемых кредитов начала заметно расти. Правительству, может быть, и принадлежали банки, но эти банки становились все более убыточными<sup>7</sup>.

### Как продать банки, которые вы только что украли?

В течение остальных 1980-х годов мексиканская экономика влачила жалкое существование. Правительство одновременно пыталось контролировать высокую и ра-

7. Gunther, Moore, and Short (1996).



стущую инфляцию, решать проблему стремительно усугубляющейся безработицы и восстанавливать доверие населения к PRI. В 1970-х годах население заставили поверить, что Мексика скоро станет страной с высокими доходами; но теперь люди видели, что и доходы, и уровень жизни резко упали. Преемник Лопеса Портильо, Мигель де ла Мадрид Уртадо (занимал должность в 1982–1988 годах), делал все что мог, но его ограничивало одно фундаментальное обстоятельство: мексиканское правительство почти двадцать лет подряд тратило больше, чем могло себе позволить. Президент де ла Мадрид не мог, по сути, ни повысить налоги, ни заимствовать за рубежом, чтобы финансировать эти дефициты. Поэтому он стал сокращать расходы и открывать экономику для международной торговли<sup>8</sup>.

Когда президент Карлос Салинас пришел к власти в 1988 году, он столкнулся с чрезвычайно сложной задачей. Ему в наследство досталась стагнирующая экономика, на которую давил огромный государственный долг, и сотни неэффективных государственных предприятий. Он также возглавлял партию, которая быстро теряла легитимность. Он выиграл выборы с самым маленьким отрывом в истории (и даже этот результат многие называли мошенничеством). Этот последний факт стоит подчеркнуть еще раз. Перед Салинасом стояла задача не просто вновь вывести экономику в рост: в его руках была судьба PRI.

В ответ на эти комбинированные бюджетные и политические вызовы Салинас решил распродать обширную коллекцию государственных предприятий, которую собрали его предшественники. Гордостью этой коллекции были банки. Их продажа не только обеспечила правительство дополнительными доходами, которые оно использовало для погашения государственного долга, но также уменьшила убытки от этих (вечно неэффективных) компаний для государственного бюджета, таким образом, способствовал снятию инфляции под контроль. Продажа многих государственных предприятий также обеспечила правительство Салинаса разовыми до-

---

8. Haber et al. (2008), 68–77 — краткое резюме мер, при помощи которых Мексика либерализовала внешнюю торговлю.

ходами, которые можно было использовать как частичное фондирование для социальных программ, бывших важнейшим элементом стратегии PRI, призванной обеспечить победу в президентских выборах 1994 года и восстановить политическое доминирование партии<sup>9</sup>.

Оглядываясь назад, можно сказать, что подход правительства к продаже банков можно назвать близоруким, но для близорукости были веские основания. Политические и бюджетные соображения дали Салинасу сильную мотивацию как можно быстрее продать банки и максимизировать прибыль от этой продажи. В результате приватизация банков была завершена всего за 18 месяцев. Правительство заработало на этой продаже 12,4 млрд долларов — в три раза больше балансовой стоимости этих банков.

Многие, возможно, удивятся, что инвесторы были готовы платить такую высокую цену за банки, которые правительство изъяло всего девять лет назад. Почему они не предложили низкую цену, чтобы компенсировать себе риск, что правительство может снова их экспроприировать? Кроме того, банкиры знали, что правительству не надо было организовывать формальную экспроприацию, чтобы уменьшить их права собственности. Оно могло провести фактическую экспроприацию путем повышения резервных требований по депозитам, увеличения денежной массы (для повышения инфляции) и введения потолка по процентным ставкам. Они это знали, потому что правительство именно так и сделало в 1970-х годах<sup>10</sup>.

Однако банкиры были готовы заплатить в три раза больше балансовой стоимости банков, поскольку они могли заключить сделку, в которой фактически не должны были использовать много своих денег для покупки; они занимали эти средства — иногда у тех же самых банков, которые они покупали. Как мы увидим, этот шаг окончательно решил будущее банковской системы, ускорив серию правительственных решений, которые почти гарантировали, что банки будут управляться не-

---

9. Magaloni (2006).

10. Haber (2005), 2329.

осмотрительно, если не сказать беспечно<sup>11</sup>. Поскольку банкиры рисковали очень небольшим объемом капитала, у них было очень мало стимулов разумно подходить к выдаче денег в кредит. Миноритарные акционеры также не рисковали большими суммами, и поэтому у них не было особых стимулов контролировать или дисциплинировать банкиров. Вкладчики были неограниченно застрахованы от убытков правительством, что давало им все основания вкладывать средства в тот банк, который платил самые высокие процентные ставки, не обращая внимания на рискованность его кредитного портфеля.

Правительство разработало ряд бухгалтерских норм, которые взвинчивали стоимость банковских активов; поэтому никто, включая и его собственные надзорные органы, не знал, что в действительности происходило в банках. Единственная группа, которая рисковала серьезными суммами, не была представлена на переговорах: мексиканские налогоплательщики, которым пришлось бы фондировать систему страхования депозитов, когда бы она рухнула. Конечно, можно подумать, что за счет этой сделки мексиканское правительство и мексиканские банковские инсайдеры совместно экспроприировали мексиканских налогоплательщиков. В ответ налогоплательщики проголосовали против PRI именно потому, что она создала партнерство между правительством и банкирами, которое было обречено на провал.

Ограниченная конкуренция была ключевым признаком великой сделки по приватизации банков в 1990-х годах. Чтобы стимулировать инвесторов предлагать высокие цены за банки, несмотря на возможные риски, администрация Салинаса дала понять потенциальным претендентам, что им не придется вести бизнес в конкурентной среде. После приватизации в 1991 году мексиканская банковская индустрия состояла из 18 банков, четыре из которых контролировали приблизительно 70% совокупных банковских активов. Правительство не стало дробить эти банки, оно продало их в том виде, в кото-

---

11. Материал этого раздела преимущественно заимствован из работы Haber (2005).

КОГДА АВТОКРАТИЯ НЕ РАБОТАЕТ

ром они существовали. Кроме того, правительство предупредило, что будет использовать свои регулирующие органы, чтобы контролировать вход в банковскую отрасль (получение банковской лицензии требовало разрешения министра финансов)<sup>12</sup>. Правительство также дало понять потенциальным претендентам, что им не придется соперничать с иностранными банками, которым, как и ранее, не было разрешено участвовать в банковских аукционах в 1991–1992 годах<sup>13</sup>. Иностранные банки оставались, по сути, исключенными из мексиканского рынка во время переговоров в отношении Североамериканского соглашения по свободной торговле<sup>14</sup>. Правительство, в сущности, продавало права на олигополию<sup>15</sup>.

12. Haber (2005), 2329.

13. Иностранное владение мексиканскими банками всегда было ограниченным. В 1966 году эта ситуация была кодифицирована президентом Густаво Диасом Ордасом, который потребовал, чтобы право собственности в банковской индустрии принадлежало только национальным владельцам. Это было частью более широкой инициативы принудить иностранных инвесторов во многих предприятиях продать контрольные пакеты мексиканским владельцам. См. Izquierdo (1995), 112, 119.

14. Положения, регулирующие банковскую отрасль в Североамериканском соглашении о свободной торговле от 1994 года, серьезно ограничивали участие иностранных банков в банковской системе Мексики. Это соглашение оговаривало, что американским и канадским банкам может принадлежать не более 30% капитала мексиканских банков. Оно также устанавливало, что американские и канадские банки не могли купить контрольный пакет в мексиканском банке, доля которого на рынке превышала 1,5%, и что в совокупности они не могут контролировать свыше 8% рынка. Это ограничение означало, что иностранные банки были практически отстранены от участия в рынке, поскольку было всего два банка с долей рынка 1,5% и менее. Во время шестилетнего переходного периода американские и канадские банки смогли постепенно увеличить свои доли на рынке до максимума в 15% к 2000 году. Даже после этого переходного периода, однако, Североамериканское соглашение о свободной торговле предоставило мексиканскому правительству право заморозить покупки мексиканских банков американскими и канадскими концернами на трехлетний период, если иностранные банки совокупно контролировали свыше 25% рынка. На иностранные банки по-прежнему распространялось правило, что они не могут владеть более 30% акций мексиканских банков. См. Murillo (2005).

15. Ведутся споры о том, настаивал ли Салинас на исключении иностранных банков с рынка как во время приватизации банков, так и во время переговоров в отношении Североамериканского соглашения о свободной торговле потому, что он стремился дать понять о продаже надежной олигополии (см., например Haber [2005]), или потому, что у него были серьезные экономические основания полагать: платежная система должна находиться в руках мексиканских банкиров (см., например, Suarez Davila [2010]). Вне зависимости от намерений Салинаса, с точки зрения

Сократив конкуренцию в банковской системе и подняв, таким образом, потенциальную норму прибыли на капитал, администрация Салинаса затем структурировала процесс банковских аукционов таким образом, чтобы максимизировать цены. Правила аукциона устанавливали, что торги будут закрытыми и что во внимание будет приниматься опыт управления групп претендентов<sup>16</sup>. Последнее условие, однако, применялось, только если вторая по величине заявка отличалась от самой высокой заявки не более чем на 3%<sup>17</sup>.

Правительство также максимизировало цену, которую оно получило, используя принципы бухгалтерского учета, которые не соответствовали общепринятым правилам составления бухгалтерской отчетности. Самое снисходительное правило в мексиканском бухгалтерском учете с периода установления государственной собственности состояло в том, что, когда кредит был просрочен, необслуживаемой считалась только просрочка по процентам. Срок погашения основной суммы по такому кредиту мог быть продлен, и кредит учитывался как обслуживаемый актив. Более того, просроченные проценты могли быть объединены с основным долгом, и капитализированные проценты затем могли быть учтены как доход. Изменение этого правила, как и других, которые завышали банковский капитал и активы, снизило бы балансовую стоимость банковского капитала, повысив отношение проблемных кредитов к общему объему кредитов, снизив отчетную норму прибыли банков и балансовую стоимость активов<sup>18</sup>. Завышая банковский капитал, правила бухгалтерского учета позволяли банкам соблюдать требования достаточности капитала без необходимости привлекать дополнительный капитал. Насколько меньше был бы капитал банков без этих бухгалтерских уловок, сложно сказать. Однако извест-

---

ния мексиканских банкиров, исключение иностранных банков с рынка могло заставить их подавать заявки более активно: они знали, что иностранные участники не смогут ослабить их власть на рынке.

16. Unal and Navarro (1999).

17. Haber (2005), 2329.

18. Резюме этих законов, а также информацию об их реформировании после 1997 года можно найти в работе Del Angel-Mobarak, Haber, and Musacchio (2006).

КОГДА АВТОКРАТИЯ НЕ РАБОТАЕТ

но, что администрация Салинаса привлекала внешние консалтинговые фирмы для определения реалистичной стоимости банков — но результаты этих анализов не обнаружались<sup>19</sup>. Вместо этого правительство сказало банкирам, что они могут получить компенсацию за проблемные банковские активы, как только получат в собственность банки.

Этот пункт стоит особо подчеркнуть: банкиры не могли провести детальный анализ качества активов до аукциона. Вместо этого им пообещали, что после покупки банков они могут получить от правительства компенсацию за активы, которые были оценены неадекватно. Один выдающийся банкир периода до 1982 года даже осмелился сказать, что аукцион напоминал просьбу назвать цену за дом, смотря на него снаружи, в то время как его двери и окна были плотно закрыты. Какой банкир согласился бы участвовать в подобной сделке? Ответ: либо банкир, который играл не на свои собственные деньги, либо банкир, который сам не знал, что делает. Что еще хуже, есть свидетельства того, что правительство впоследствии так и не выполнило свое обещание выкупить неправильно оцененные активы<sup>20</sup>.

Вместо проведения единого раунда закрытых торгов администрация Салинаса продала банки в рамках шести раундов в период с июня 1991 по июль 1992 года. Эта схема повысила конкуренцию среди претендентов на банки, продаваемые в более поздних раундах, создав, таким образом, эффект каскада. Самым важным решающим фактором для определения коэффициента «заявка/балансовая стоимость» (то есть отношение суммы, указанной в заявке, к номинальной стоимости банка) был раунд, в котором этот банк был куплен. При прочих равных условиях (в плане размера банка, его прибыльности и количества претендентов) каждый дополнительный раунд торгов повышал этот коэффициент на 30 процентных пунктов<sup>21</sup>.

В результате таких схем мексиканское правительство получило доход в размере 12,4 млрд долларов, при сред-

---

19. Unal and Navarro (1999).

20. Espinosa Rugarcia and Cardenas Sanchez (2011), 3: 55, 73.

21. Haber (2005), 2330.

невзвешенном коэффициенте «заявка/балансовая стоимость», равном 3,04. Такой размер коэффициента предполагает, что банкиры заплатили существенную премию. Во время слияний банков в Соединенных Штатах в 1980-х, например, средний коэффициент «заявка/балансовая стоимость» составлял 1,89<sup>22</sup>. Мексиканский коэффициент выглядит особенно высоким с учетом того, что банки, продаваемые на аукционах, не были жизнеспособными предприятиями: их портфели просроченных кредитов увеличивались<sup>23</sup>. Анализ рыночной стоимости торгуемых акций в период банковских аукционов согласуется с этой точкой зрения: цены, уплаченные на аукционе, были на 45% выше стоимости этих акций согласно оценке мексиканского фондового рынка<sup>24</sup>.

Правительство знало, что, учитывая риск экспроприации и низкую и сомнительную стоимость кредитного портфеля, будет сложно стимулировать активный спрос на его банки. Но зная, что заявители всегда щедрее, когда предлагают чужие деньги, они обеспечили этим заявителям возможность взять кредиты на благоприятных условиях. Идеальными кредиторами для таких целей были сами банки, и ни бедное правительство, ни заявители не имели причин возражать, чтобы банки помогли фондировать свое собственное приобретение<sup>25</sup>.

Изначальный план выплат, составленный правительством, предусматривал платеж в размере 30% в течение трех дней с момента объявления победителя аукциона, а оставшиеся 70% должны были быть выплачены в течение 30 дней. Однако банкиры убедили администрацию Салинаса дать им больше времени на финансирование их покупок из внешних источников средств.

Согласно новым правилам первый платеж был снижен до 20%, второй, в размере 20%, должен был быть внесен в течение 30 дней, а оставшиеся 60% необходимо было погасить в течение четырех месяцев после второго. Банкиры использовали пятимесячный период между аукционом и последним платежом для привлече-

---

22. Unal and Navarro (1999).

23. Gunther, Moore, and Short (1996).

24. Unal and Navarro (1999).

25. Mackey (1999), 55, 61, 141, 216.

ния необходимых средств от внешних инвесторов<sup>26</sup>. Эти средства обеспечивали мелкие мексиканские инвесторы, облигации, обращающиеся на рынке, другие мексиканские банки и в некоторых случаях банк, который покупался. То есть некоторые акционеры могли профинансировать или рефинансировать свои покупки акций кредитом от банка, который они покупали, в то время как залогом по кредиту выступали сами акции, которые покупались. В случае с Bancomer, самым крупным банком в системе, 20% первого платежа правительству победившими заявителями было профинансировано кредитом заявителям от самого банка — факт, который владелец банка до 1982 года назвал абсурдным<sup>27</sup>. В другом случае группа покупателей профинансировала 75% общих затрат на приобретение банка за счет кредита от этого же банка<sup>28</sup>.

Политика правительства в этом отношении была ужасной, поскольку она означала, что инсайдеры банка и миноритарные акционеры практически не рисковали своим собственным капиталом. Короче говоря, это были совершенно противоположные стимулы, чем те, которые были у банкиров и миноритарных акционеров в период правления Диаса, когда банки преимущественно капитализировали ресурсами инсайдеров, и у них были очень сильные основания следить за кредитованием.

Такие схемы предполагали следующее: чтобы избежать риска банкротства банков, мексиканские регуляторы должны были тщательно следить за банками и налагать на них ограничения. Однако это было невозможно. Мексиканские регуляторы были неопытными и имели в своем распоряжении до невозможности тупые инструменты. Более того, правительство само сформировало чрезвычайно снисходительные стандарты бухгалтерско-

---

26. Unal and Navarro (1999).

27. Espinosa Rugarcia and Cardenas Sanchez (2011), 3: 11–12.

28. Mackey (1999), 55, 61, 141, 216. В случае с Banca Serfin (третий по величине в Мексике) дополнительное отступление от обычных процедур также могло сократить объем капитала директоров, который подвергался риску. Отступив от этих процедур на всех других банковских аукционах, правительство удержало 16% акций от участия в аукционе. Группа, которая купила банк, имела возможность купить оставшиеся акции, когда аукцион был закрыт. Unal and Navarro (1999).



го учета в Мексике для достижения своих целей. У регуляторов были боссы, и эти боссы никогда бы не подержали какую-либо попытку заставить банки признать свои убытки и привлечь достаточно капитала. На самом деле до 1995 года у Национальной банковской комиссии не было технологических средств для своевременного получения информации от банков. У нее также не было правовых полномочий и автономности для надлежащего контроля над банками<sup>29</sup>.

Отсутствие эффективного контроля со стороны органов банковского надзора и регуляторов, а также со стороны директоров банка означало, что мексиканские вкладчики не могли надеяться, что чистая стоимость банков обеспечит буфер против убытков по депозитам. Таким образом, рискованная логика приватизации требовала, чтобы вкладчики были защищены кем-то другим. С технической точки зрения банковские депозиты в Мексике были застрахованы только в пределах имеющихся ресурсов FOVAROA (Fondo Bancario de Protección al Ahorro — банковский фонд защиты сбережений, мексиканская правительственная система страхования депозитов). Однако на практике у FOVAROA была возможность заимствовать у центрального банка<sup>30</sup>. Более того, гарантия Банка Мексики была не просто косвенной вследствие его фидуциарных отношений с FOVAROA: это было явным образом выраженное обещание. Предполагалось, что Банк Мексики в декабре каждого года должен был публиковать максимальный объем обязательств банка, которые будут покрыты защитой FOVAROA в течение следующего года. Однако в его отчетах от 1993, 1994 и 1995 годов не были отражены эти объемы. Вместо этого Банк Мексики заявил, что FOVAROA обеспечит общую гарантию практически всех банковских обязательств (депозитов, займов и кредитов, включая и кредиты от других банков)<sup>31</sup>. На некоторые классы банковских обязательств эта гарантия не распространялась, но на практике страхование депозитов было неограниченным — и даже покрывало некоторые кредиты, ко-

---

29. Mackey (1999), 97.

30. Ibid., 44.

31. Текст отчета Банка Мексики можно найти в работе Mackey (1999), 53.

торые банки выдавали друг другу<sup>32</sup>. Что еще хуже, так это то, что не было никаких общих правил в отношении ограничений по программам FOVAROA. Скорее право на участие определялось в каждом конкретном случае отдельно<sup>33</sup>. Короче говоря, правительство подписало пустой чек на случай катастрофы.

Именно потому, что страхование депозитов было неограниченным, вкладчики банков не контролировали банки путем снятия депозитов из банков с рискованными кредитными портфелями. Неудивительно, что в отличие от доказанного факта действия рыночной дисциплины на рынке депозитов во время Порфириата изменения в росте срочных депозитов и процентных ставок по ним в Мексике в период с 1991 по 1996 год не были связаны с различными параметрами рискованности банков<sup>34</sup>. Короче говоря, мексиканские банковские инсайдеры получили лицензию на участие в игре под названием «Если выпадает орел, я выигрываю, если решка — ты проигрываешь». Если бы их ставки оправдали себя, они получили бы неплохую прибыль. А если бы не оправдали, убытки были бы погашены мексиканскими налогоплательщиками, которым пришлось бы фондировать обязательства системы страхования депозитов.

Объем банковских кредитов рос с головокружительной быстротой, увеличившись в два раза в период с 1991 по 1994 год (см. рис. 11.1). Кредиты на покупку жилья росли еще быстрее: с декабря 1991 по декабрь 1994 года реальный объем кредитов на жилье и недвижимость вырос почти в три раза. Более того, это нижняя граница оценки роста жилищного кредитования, поскольку она включает в себя только обслуживаемые кредиты. Большая часть портфеля жилищных кредитов была необслуживаемой — основной долг и просроченные проценты по этим кредитам постоянно продлялись и учитывались в бухгалтерской категории «переучтенные кредиты». Стоимость этих переучтенных кредитов была почти равна общей стоимости жилищных кредитов в декабре 1994 года, что предполагает рост жилищного кредито-

---

32. Mackey (1999), 55.

33. Ibid., 52.

34. Martinez Peria and Schmukler (2001); Huybens, Jordan, and Pratap (2005).

вания в шесть раз всего за три года<sup>35</sup>. Депозиты не успевали за стремительным ростом кредитования. В период с 1992 по 1994 год объем кредитов превышал объем депозитов приблизительно на 20%; разница фондировалась через межбанковское кредитование, преимущественно от иностранных банков в иностранной валюте<sup>36</sup>.

Быстрый рост банковского кредита обычно предполагает поверхностный анализ заявок на кредит, и Мексика представляет собой хрестоматийный пример этого явления. Кредитный анализ в мексиканских банках практически не существовал<sup>37</sup>. Поскольку эти банки исторически были финансовыми подразделениями промышленных и коммерческих конгломератов, у них не было особой необходимости инвестировать в кредитные системы анализа отчетности. Когда банки принадлежали правительству и управлялись им же, самым крупным должником банков было само правительство, и любые другие кредиты выдавались важным в политическом плане компаниям и группам. Банки не могли полагаться на информацию, собранную другими кредиторами, поскольку в Мексике не было системы отчетности по частным кредитам<sup>38</sup>. Первые частные кредитные бюро в стране появились только в июле 1993 года, а правила, регулирующие их деятельность, были введены только в феврале 1995 года<sup>39</sup>.

В результате объем проблемных кредитов рос быстрее, чем объем кредитования в целом. Общепринятые правила составления бухгалтерской отчетности рассматривают как просроченный основной долг, так и просроченные проценты как необслуживаемые по истечении определенного периода времени — в Соединенных Штатах этот период обычно составляет 90 дней. Как мы уже отметили, неординарные правила бухгалтерского учета в Мексике, разработанные правительством с целью скрыть истинное состояние банков в период приватизации, не следовали этому стандарту. Банкам было по-

---

35. Haber (2005), 2336–2338.

36. Mackey (1999), 60, 98.

37. Ibid., 56.

38. Negrin (2000).

39. Mackey (1999), 25.

зволено разделять просрочку по основному долгу и просрочку по процентам, и только просроченные проценты учитывались как необслуживаемые.

Просроченная основная часть долга могла быть переучтена или продлена, если не сказать, что она продолжалась бесконечно и была «вечнозеленой». В декабре 1991 года объявленный коэффициент проблемных кредитов составлял 3,6%, к декабрю 1994 года он вырос до 6,1%. Это уже сами по себе не очень хорошие коэффициенты, но если учитывать переучтенные проблемные кредиты, процент невозврата составил бы 13,5% в декабре 1991 года и 17,1% в декабре 1994 года<sup>40</sup>.

Практика переучета кредитов в 1995 году изменилась. Банки стали продлевать или реструктурировать невыплаченные основные части долга и учитывали эти продленные кредиты как обслуживаемые. Бухгалтерская практика, которая рассматривает эти продленные кредиты как просроченные, приводит к поразительным изменениям показателей проблемных кредитов: диаграмма для декабря 1996 года вырастает с 5,7 до 32,5%. И даже этот показатель, скорее всего, недооценивает риск дефолта по кредитам, поскольку, начиная с февраля 1995 года, банкам было позволено обменивать многие свои кредиты на векселя от мексиканской системы страхования депозитов в рамках программы спасения (которую мы подробно обсудим ниже). Если мы добавим стоимость этих векселей к стоимости заявленных проблемных кредитов, переучтенных кредитов и реструктурированных или продленных кредитов, доля проблемных кредитов превысит долю стабильных кредитов: для декабря 1996 года доля проблемных кредитов составила бы 52,6%<sup>41</sup>.

Мало того, что мягкие бухгалтерские стандарты Мексики были достаточно тяжелым бременем для налогоплательщиков, но банковская система была еще сильно подвержена риску изменения обменного курса. Мексиканские банковские инсайдеры фондировали свои кредитные портфели за счет заимствований в долларах, а затем выдавали кредиты в долларах мексиканским фир-

---

40. Haber (2005), 2338.

41. Op. cit.

мам, у которых не было долларовых источников дохода. Фактически на кредиты в иностранной валюте приходилась приблизительно треть общего объема кредитов мексиканских банков<sup>42</sup>. Это, несомненно, еще одна ошибка, которую сделал бы только банкир, который либо не знает, что он делает, либо играет на чужие деньги. Эта игра была успешной, пока правительству удавалось поддерживать стабильный фиксированный курс песо к доллару, но к концу 1994 года инвесторы стали понимать, что представляет собой валютный курс со скользящей привязкой, поддерживаемый правительством Салинаса: спектакль, созданный для временного сдерживания инфляции и призванный создать видимость дешевизны иностранных товаров для мексиканских избирателей за счет гигантской переоценки песо. Эта ситуация была неустойчивой. Как только песо начал падать в декабре 1994 года, правительство только что избранного президента Эрнесто Седильо в отчаянии попыталось предотвратить девальвацию, повысив процентные ставки центрального банка, чтобы привлечь инвесторов в ценные бумаги мексиканского правительства. Процентные ставки по ипотеке, которые обычно были плавающими, подскочили до 74% к марту 1995 года с 22% всего пятью месяцами ранее<sup>43</sup>. Но было хуже всего, что песо все равно рухнул почти до половины своей стоимости по отношению к доллару всего за несколько дней.

Компании, которые брали у банков кредиты в долларах, но которые не имели долларовых источников дохода, чтобы обслуживать эти кредиты, столкнулись с увеличением основной части своего долга в два раза почти за две недели. Стремительно растущие процентные ставки и повышение стоимости долларовых кредитов в песо привело к рискованным, но все же обслуживаемым кредитам к дефолту. Банки стали неплатежеспособными.

Правительство отреагировало на эти события тем, что решило спасти банковскую систему — в конечном итоге это стоило мексиканским налогоплатель-

---

42. Krueger and Tornell (1999).

43. Gruben and McComb (1997).

КОГДА АВТОКРАТИЯ НЕ РАБОТАЕТ

щикам приблизительно 15% ВВП<sup>44</sup>. Национальная комиссия по банкам и ценным бумагам (испанский акроним — CNBV) взяла контроль над 12 банками, находящимися в тяжелом финансовом положении, и приостановила действие акционерных прав. Еще три банка де-факто прошли через интервенции (но их акционеры сохранили контроль над банком). Таким образом, 18 из 15 мексиканских банков находились в достаточно сложном финансовом положении, чтобы им потребовались интервенции.

Одной из самых поразительных характеристик этого спасения была программа выкупа кредитов, проводимая FOVAROA. В обмен на свои проблемные активы банки получали неторгуемые бескупонные десятилетние векселя FOVAROA, процентная ставка по которым была чуть ниже ставки по правительственным облигациям. Банкам было поручено собирать выплаты по основному долгу и проценты по кредитам, переданным FOVAROA. Однако на практике они этого не делали<sup>45</sup>. Короче говоря, плохие кредиты банков выкупили мексиканские налогоплательщики.

Мексиканские банкиры, скорее всего, ожидали вмешательства правительства и операции спасения и воспользовались этим, чтобы выручить свои нефинансовые фирмы. Одно исследование показало, что 20% всех крупных кредитов с 1995 по 1998 год было выдано директорам банков. Эти инсайдерские кредиты имели более низкие процентные ставки, чем кредиты сторонним заемщикам (на 4 процентных пункта ниже), они характеризовались более высокой вероятностью дефолта (на 33%) и более низким коэффициентом возмещения при реализации залогов (на 30%)<sup>46</sup>.

Грабеж банков с целью спасения нефинансовых предприятий своих директоров стал возможным благодаря пересмотру правил, регулирующих программу FOVAROA по выкупу кредитов. Когда программа была впервые представлена в 1995 году, правительство

---

44. Более полное описание различных программ, использованных для спасения банков, можно найти в работе Haber (2005), 2339–2343.

45. Krueger and Tornell (1999); Murillo (2002).

46. La Porta, Lopez-de-Silanes, and Zamarripa (2003).

объявило, что просроченные кредиты, кредиты, принадлежащие компаниям в процессе банкротства, переучтенные кредиты банков развития, кредиты, деноминированные в UDIS (расчетная денежная единица, созданная, чтобы защитить дебиторов от риска изменения обменного курса на ранних стадиях спасения), и кредиты связанным сторонам (директорам, их семьям и другим фирмам) не подлежат выкупу. Поскольку ситуация в банковском секторе ухудшилась, правительство сняло эти ограничения<sup>47</sup>. Еще хуже было то, что программы FOVAROA не предусматривали никаких ограничений: все решения принимались в индивидуальном порядке<sup>48</sup>. Неудивительно, что операция спасения FOVAROA не была, как это изначально предполагалось в 1995 году, разовым событием. Скорее она стала бессрочным механизмом — кредиты передавались от банков FOVAROA вплоть до 1999 года. Так, доля банковских кредитных портфелей, состоящая из облигаций FOVAROA, выросла с 9% в 1995 году до 20% в 1996 году, 29% — в 1997 и 1998 и, наконец, достигла максимума в 35% в 1999 году. По той же самой причине банковские интервенции не были разовым событием, а продолжались с 1994 по 2001 год<sup>49</sup>. К июню 1999 года общая стоимость программ спасения составила 692 млрд песо (65 млрд долларов), что примерно равно 15% ВВП Мексики<sup>50</sup>.

## Банковский кризис 1995–1996 гг.: смертельный удар по монополии PRI на власть

Тот факт, что спасение банковской системы потребовало косвенного трансферта от налогоплательщиков акционерам банков, в число которых входили богатейшие люди Мексики, вызвал политическую бурю в Мексике. Это разожгло протестное национальное движение заемщиков, самым ярким проявлением которого было создание организации, известной под названием El Barzon

---

47. Mackey (1999), 70.

48. Ibid., 52.

49. Haber (2005), 2342.

50. Murillo (2002), 24, 27.

(по названию сцепного кольца ярма, при помощи которого присоединялся плуг, в который запрягался вол). Возможно, важнее всего то, что оно способствовало росту оппозиционных политических партий, которые были способны передать гнев миллионов семей среднего класса и владельцев среднего бизнеса, которые стали банкротами из-за резкого роста процентных ставок и сильного сокращения кредитования. В 1997 году, накануне промежуточных выборов в нижнюю палату конгресса Мексики, представители оппозиционной партии настояли на проведении расследования программы банковского спасения, перед тем как они дадут согласие на выделение дополнительных средств. Этот маневр задержал утверждение федерального бюджета на 1999 год на девять месяцев.

В результате растущей власти оппозиционных партий в конгрессе правительство расформировало FOVAROA и заменило его новым, более автономным агентством по страхованию депозитов — Институтом защиты банковских депозитов (известным под мексиканским акронимом IPAB). Большая часть (хотя и не все) облигаций FOVAROA была обменена на облигации IPAB, и IPAB было дано задание взыскать и ликвидировать активы, обеспеченные этими облигациями. Это, де-факто, было признанием того, что кредиты, которые были обменены на векселя FOVAROA, были невозвратными. Конгресс также решил, что ежегодная стоимость банковского спасения будет оплачиваться правительством из бюджета каждого года<sup>51</sup>. Это было признанием того, что новые облигации IPAB имели статус суверенного долга — и что мексиканские налогоплательщики были на крючке.

## Демократизация и создание нового партнерства банкиров и правительства

К 1997 году в руинах была не только мексиканская банковская система, но и PRI. Почти все мексиканские банки были неплатежеспособными и, по сути, были

---

51. McQuerry (1999).



ренационализированы через правительственные интервенции. PRI потеряла поддержку промышленников и банкиров в 1982 году, когда Лопес Портильо экспроприровал банковскую систему. Она потеряла поддержку организованных промышленных рабочих, которые долгое время были ее наиболее верными сторонниками, когда в просчитанной ставке на возобновление роста она отказалась от своей традиционной протекционистской политики и присоединилась к Генеральному соглашению по тарифам и торговле в 1986 году и Североамериканскому соглашению о свободной торговле в 1994 году<sup>52</sup>. Коллапс банковской системы и масштабные индивидуальные банкротства и разорения компаний, которые последовали вслед за этим, подорвали поддержку, которая еще оставалась у PRI.

Избирательные реформы, продвигаемые оппозиционными партиями в 1980-х и 1990-х годах, теперь могли принести плоды. Промежуточные выборы 1997 года впервые в истории партии не принесли PRI большинства в палате депутатов (нижняя палата конгресса). В течение двух лет PRI потеряла контроль почти над половиной мексиканских губернаторских юрисдикций, а в 2000 году ее кандидат в президенты уступил сопернику от оппозиционной партии, выступающей за интересы бизнеса. Мексика переживала стремительный переход к демократии<sup>53</sup>.

Президент Мексики Эрнесто Седильо, таким образом, оказался в трудном положении в 1997 году. Если он хотел, чтобы PRI как партия выжила, ему необходимо было найти способ оживить экономику, что означало, что ему надо было найти способ создать новое партнерство правительства и банкиров<sup>54</sup>. Однако к этому времени банкиры (и потенциальные банкиры) имели все основания не доверять PRI: их имущество экспроприи-

---

52. Анализ решения мексиканского правительства отказаться от протекционизма и перейти к свободной торговле см. в работе Haber et al. (2008), chapter 4.

53. Анализ процесса, посредством которого оппозиционные партии бросили вызов PRI и вынудили принять реформы избирательного права, см. в работе Haber et al. (2008), chapter 5.

54. Материал этого раздела преимущественно заимствован из работы Haber and Musacchio (2013).

ровали в 1982 году, а затем заманили в приватизационную программу, которая превратила их в национальных злодеев. Со своей стороны у Седильо и его команды были все основания не доверять банкирам: процесс приватизации банков в 1991–1992 годах проводился при помощи капитала, который во многих случаях был фиктивным, и как только приватизация начала рушиться, банкиры бросились изымать средства из собственных банков, чтобы спасти свои промышленные предприятия, налогоплательщиков заставили платить по счетам, а PRI — взять на себя вину.

Таким образом, правительство Седильо сделало то, что ни одно мексиканское правительство не делало со времен диктаторства Порфирио Диаса: оно позволило иностранцам владеть мексиканскими банками. У иностранных банков всегда было несколько небольших представительских офисов в Мексике, но сфера коммерческих банков на протяжении всего XX века была оставлена национальным владельцам. В феврале 1995 года, в начале банковского кризиса 1995–1996 годов, иностранным банкам разрешили покупать мексиканские банки с долей рынка 6% или менее. Это ограничение оставило крупнейшие мексиканские банки вне игры. В 1996 году все ограничения на иностранное владение были сняты (а новое регулирование вступило в силу в 1997 году). В декабре 1996 года иностранные банки контролировали всего 7% совокупных банковских активов в Мексике. К декабрю 1999 года этот показатель вырос до 20%, а на декабрь 2003 года он составлял 82% — этот уровень сохранялся более или менее неизменным с того момента (см. рис. 11.2)<sup>55</sup>. Мексиканская банковская система, таким образом, стала контролироваться не компаниями под названием Banamex, Bancomer и Serfin, а крупными международными банками, такими как Citibank, HSBC и BIV.

С точки зрения правительства Седильо иностранное владение банками имело несколько преимуществ. Во-первых, на иностранные банки можно было рассчитывать с точки зрения докапитализации банковской системы за счет реального, а не фиктивного капитала.

---

55. Haber and Musacchio (2013).

Они бы не потребовали льгот, которых мексиканские банки попросили в 1991 году, когда им было разрешено купить банки при помощи кредитов этих же банков. Во-вторых, у иностранных банков практически не было стимулов изымать средства из своих собственных банков во время экономического спада, поскольку, в отличие от своих мексиканских коллег, у них не было аффилированных нефинансовых компаний. В-третьих, глобальные универсальные банки, работающие в Мексике, и не ждали бы, что их спасут мексиканские налогоплательщики в случае неплатежеспособности. Какой мексиканский налогоплательщик согласился бы спасти Citibank? В-четвертых, иностранные банкиры были бы подотчетны не только мексиканским регуляторам, но также и регуляторам и акционерам в своих родных странах. Короче говоря, иностранные банкиры могли бы много потерять и мало приобрести от того, что они стали бы возможными партнерами<sup>56</sup>.

С точки зрения иностранных банкиров, инвестиции в мексиканскую банковскую систему за счет покупки существующих банков имели смысл. Во-первых, они рассматривали Мексику как крупный неосвоенный рынок. Во-вторых, в отличие от своих мексиканских коллег, их имущество нельзя было легко экспроприировать. Иностранные банкиры в Мексике, особенно из Соединенных Штатов и Канады, могли воспользоваться защитой от мексиканского правительства со стороны своих национальных правительств, а также международными трибуналами в рамках Североамериканского соглашения о свободной торговле<sup>57</sup>. Эти гарантии приобре-

---

56. Haber and Musacchio (2013).

57. В статье 110(1) Североамериканского соглашения о свободной торговле по этому вопросу дано четкое разъяснение: «Ни одна Сторона не может прямо или косвенно национализировать или экспроприировать инвестиции другой Стороны... или предпринять шаги, равносильные национализации или экспроприации... за исключением: если такие шаги предпринимаются (а) в общественных интересах; (b) на недискриминационной основе; (c) в соответствии с надлежащими правовыми процедурами... и (d) с уплатой компенсации». Статья 139 распространяет эту гарантию от экспроприации на все «имущество, материальное и нематериальное, приобретенное или используемое в целях экономической выгоды или в других деловых целях». Североамериканское соглашение о свободной торговле также создает международные институты, имеющие право применять санкции к правительствам,

### КОГДА АВТОКРАТИЯ НЕ РАБОТАЕТ

Доля кредитного рынка (%)



РИС. 11.2. Доля рынка иностранных банков в Мексике, 1991–2011 гг.

Источник: Haber and Musacchio (2013).

ПРИМЕЧАНИЕ. Под новым бизнесом понимаются только что открытые филиалы банков, а не приобретенные.

ли дополнительный вес после 2000 года, когда Мексика еще больше продвинулась на пути демократизации и, что важно отметить, разделения правительства.

Создание партнерства с иностранными банкирами существенно усилило позиции правительства и позволило ему сформировать набор регуляторных и бухгалтерских правил, которые могли бы предотвратить повторение

---

подписавшим соглашение, которые нарушают его условия. Инвесторы, которые считают, что мексиканское правительство нарушило условия соглашения, могут потребовать компенсации и передать дело на рассмотрение суда Североамериканского соглашения о свободной торговле. Более того, они могут пойти в суд Североамериканского соглашения о свободной торговле для обжалования судебных решений, принятых в Мексике, которые, как они считают, не соответствуют национальному или международному праву. Решения суда Североамериканского соглашения о свободной торговле могут быть обжалованы в национальных судах, но только в стране, где это дело было возбуждено. Это означает, что Мексика не может использовать свою судебную систему, чтобы в упрощенном порядке отменить решения трибунала Североамериканского соглашения о свободной торговле. Если бы она это сделала, нарушив положения Североамериканского соглашения о свободной торговле, другие подписавшие договор правительства могли бы наложить торговые санкции. Condon and Sinha (2003), 127–129.

катастрофы 1991–1995 годов. Эти правила были приняты в период, когда было объявлено, что иностранные банкиры будут допущены на рынок. Во-первых, правительство еще более усложнило инсайдерское кредитование. От банков потребовали публиковать консолидированную отчетность, которая включала данные по деятельности их филиалов. Банкам также не разрешалось выдавать кредиты должностным лицам и служащим, которые не входили в корпоративные социальные программы. Было позволено выдавать кредиты связанным сторонам, но их объем не мог превышать размер чистого капитала банка. Во-вторых, от банков требовали диверсифицировать риск. На июнь 1998 года банковский кредит какому-либо одному физическому лицу не мог превышать 10% от чистого капитала банка или 0,5% совокупного чистого капитала всех банков. Тот же самый закон запрещал банкам выдавать компаниям кредиты, которые превышали 30% чистого капитала банка или 6% совокупного чистого капитала всех банков. В-третьих, правительство повысило требования к достаточности капитала и установило минимальные требования к резервам в соответствии с рискованностью банковского портфеля. В частности, банки должны были изучать кредитные истории заемщиков (используя кредитное бюро). По кредитам, для выдачи которых кредитные истории не проверялись (или когда кредитные истории проверялись, но они были плохими), отчисления в резервы должны были составлять 100%<sup>58</sup>. В-четвертых, вступили в силу новые бухгалтерские стандарты, которые были более приближенными к общепринятым стандартам бухгалтерской отчетности<sup>59</sup>. И наконец, в-пятых, были реформированы правила, регулирующие страхование депозитов. В отличие от своего предшественника (FOVAROA) IPAB не предоставлял безлимитного страхования. На 1 января 2005 года страхование было ограничено 400 000 UDIS (приблизительно 100 000 долларов по текущему обменному курсу) и покрывало только банковские депозиты вместо широкого ряда банковских долговых обязательств.

---

58. Mackey (1999), 117.

59. Del Angel-Mobarak, Haber, and Musacchio (2006).

Покупки мексиканских банков иностранцами продолжались почти шесть лет. Этот переходный период дает нам возможность протестировать гипотезу, что правительство оказывало видимое предпочтение иностранным банкам перед национальными. В 2000 году Banamex, второй по величине мексиканский банк, который в тот момент все еще находился в руках мексиканцев, объявил неожиданное предложение о выкупе Bancamer (крупнейшего мексиканского банка, который уже заключил контракт на свое приобретение испанским банком BBV). Правительственные чиновники в мексиканской банковской комиссии отвергли предложение Banamex. Через год после этой неудавшейся попытки Banamex, который считал себя не самым богатым для глубоких карманов иностранных кредиторов, был приобретен Citibank.

Много чернил было потрачено, чтобы описать, как это новое партнерство между демократическим мексиканским правительством и группой крупных иностранных банков повлияло на общественное благосостояние. Одно недавнее исследование приходит к выводу, что мексиканские банки гораздо лучше капитализированы и намного более прибыльны сегодня, чем когда-либо, начиная с 1970-х, и что мексиканская банковская система в целом гораздо более стабильна сегодня, чем в какой-либо момент с 1910 года. Это исследование также не находит никаких свидетельств недостатков прихода иностранцев на мексиканский рынок: иностранные банки не предлагают более высокие спреды по процентным ставкам и не предлагают меньше кредита, чем какой-либо мексиканский банк в настоящий момент или те же самые банки до того, как они были проданы иностранным концернам. Единственная большая разница, которую обнаруживает это исследование, заключается в том, что иностранные банки гораздо более осторожны, когда дело доходит до проверки заемщиков: при прочих равных условиях покупка мексиканского банка иностранным банком способствовала снижению доли необслуживаемых кредитов на 6,5 процентных пункта<sup>60</sup>.

Этим мы вовсе не хотим сказать, что новое партнерство между иностранными банкирами и демократиче-

---

60. Haber and Musacchio (2013).

ским мексиканским правительством обеспечило мексиканский бизнес и население доступным кредитом. Это далеко не так: в Мексике продолжает наблюдаться удручающий недостаток банковских услуг, как демонстрируют рис. 1.1 и 11.1. Кредиты коммерческих банков в процентах от ВВП резко выросли с 2004 года, когда процесс иностранных приобретений и слияний завершился. Но даже учитывая этот рост, объем кредитов, доступный мексиканскому бизнесу и населению в 2010 году, был чуть выше, чем когда банки были первоначально приватизированы в 1991 году. В связи с этим в 2010 году он был примерно на том же уровне (в процентах к ВВП), что и в 1910 году.

Решение проблемы недостатка банковских услуг требует намного больше, чем изменение собственности: оно потребует формирования институтов, которые позволят заемщикам предлагать имущество в качестве залога, а банкам — обращаться на него взыскание с небольшими затратами. Однако такие институты не создаются одним росчерком пера. Это потребует значительных государственных и частных инвестиций в эффективные суды, честную полицию и точные реестры собственности и юридических лиц. На момент написания книги работа по созданию этих институтов продолжается.

## ГЛАВА 12

# Инфляционные машины: банки и государственные финансы в имперской Бразилии

Не обещай бедному и не оставайся должен  
богатому.

*Бразильская пословица*

**У** КАЖДОЙ страны есть своя визитная карточка. У крупных неоднородных стран типа Бразилии их несколько. На ум приходят футбол, кофе и самба. А еще инфляция. За последние два века средний уровень инфляции в Бразилии был одним из самых высоких в мире. На своем пике в 1993 году он достиг шокирующих 2477% в год.

Со временем инфляция в Бразилии пошла на убыль. Как демонстрируют рис. 12.1 и 12.2, инфляция была существенной в 1820-х годах, в начале 1890-х и с середины 1950-х до середины 1990-х годов. Она была сравнительно слабой с 1830 по 1889 год и начиная с 1994 года. Что вызвало эпизоды высокой инфляции и почему в некоторые периоды времени экономика очевидно невосприимчива к инфляционной болезни?

Ответ можно найти в детальном изучении бразильской Игры банковских договоренностей. В каждой стране, которую мы изучили, Игру банковских договоренностей преимущественно формировали бюджетные мотивы, но в Бразилии они практически полностью ее определили. В Англии необходимость финансировать войну с Людовиком XIV привела к учреждению Банка Англии. В Соединенных Штатах создание национальных банков во время Гражданской войны позволило правительству получать часть прибыли, которую банки зарабатывали от печатания банкнот с нулевой процентной ставкой. В Канаде правительство потребовало от банков хранить банкноты Доминиона, что вынудило банки отдавать часть прибыли от выпуска своих



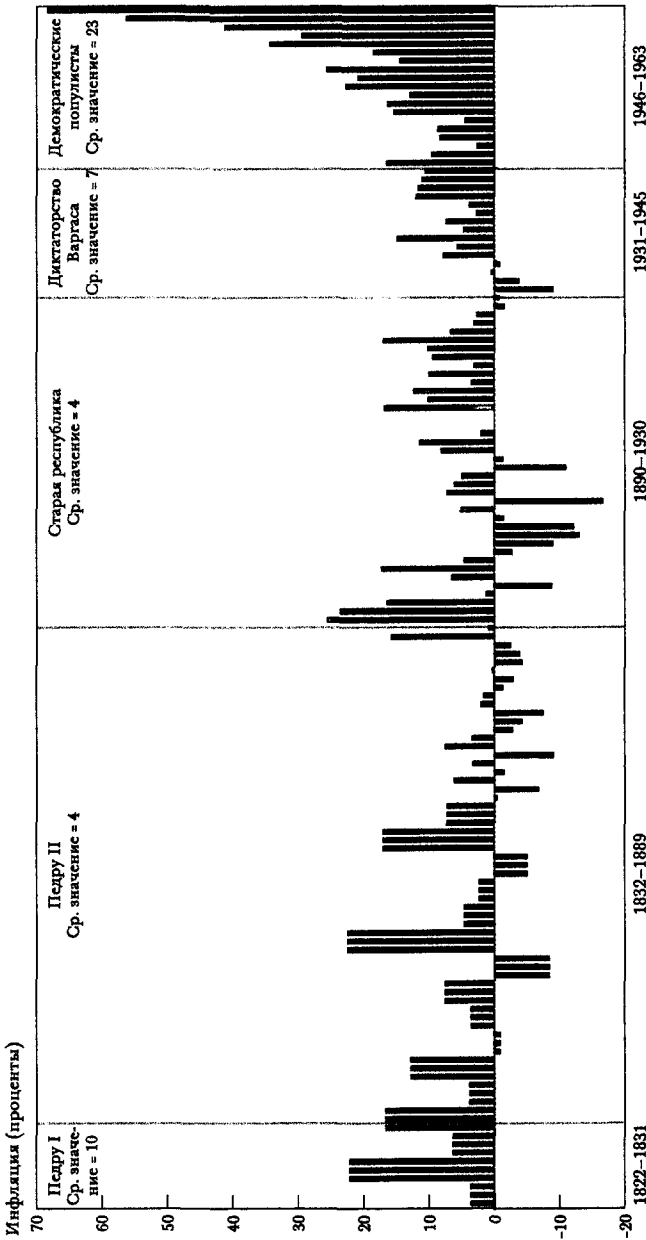


РИС. 12.1. Инфляция в Бразилии, 1822—1963

Источник: данные за 1822—1870 гг. представляют собой средние значения за три года на основе работ: Lobo (1978); Satao (1992); Lees, Botts, and Cuspe (1990); Brazil, Ministério do Trabalho, Industria e Comercio (1946). Все эти серии были получены из IPEA (Институт прикладных экономических исследований в Бразилии, дата не указана).

### ИНФЛЯЦИОННЫЕ МАШИНЫ

Инфляция (проценты)



РИС. 12.2. Инфляция в Бразилии, 1964–2011

Источник: IPEA (дата не указана).

банкнот. В Мексике, когда правительство наконец оказалось достаточно сильным во время диктаторства Диаса, оно заключило сделку с банкирами, чтобы получать часть ренты от строительства коррумпированных сетей с банкирами и промышленниками.

Однако в Бразилии Игра банковских договоренностей и попытки финансировать государственные расходы были, по сути, одним и тем же. Высокие показатели средней инфляции в Бразилии и их колебания со временем отражали решающие изменения в распределении политической власти в обществе, в котором распределение человеческого капитала было таким неравномерным, что крошечные элиты владели практически всем, что можно было облагать налогом. Это неравенство означало, что каждому бразильскому правительству приходилось выбирать между тремя непривлекательными вариантами: никого не облагать налогами и оставаться бедным и слабым; брать налоги с бедных посредством инфляции и стать опасно непопулярным; брать налоги с богатых и столкнуться с угрозой немедленного свержения. Все бразильские правительства могли только следовать бразильской пословице, процитированной в начале этой главы: на практике, чтобы править, им надо было организовывать коалиции, иногда с бога-

тыми, а иногда — с бедными, в зависимости от фундаментальных изменений во власти, которые происходили со временем.

Одно дело — описать эту реальность, другое — понять ее. Что способствовало изменениям в бразильской Игре банковских договоренностей? Наша классификация правительств, партнерств между правительствами и банкирами, а также банковских систем на рис. 2.1 соответствует схемам ковариаций между политическими режимами, инфляцией и банковскими системами в Бразилии. В децентрализованной политической системе, в которой доминируют локальные олигархи — такой как в Бразилии в период с 1831 по 1889 год, — олигархи могут делать так, чтобы правительство оставалось маленьким и слабым. Они либо выступают против уплаты налогов для поддержки более сильного центрального правительства, либо не разрешают центральному правительству взимать ослабляющий экономику инфляционный налог.

Слабым автократам, которым сложно организовать сбор налогов с производителей и потребителей, с гораздо большим успехом удастся сбор инфляционного налога через выдачу лицензий банкам. Причина этого проста: банки не могут работать без активной помощи правительства. Как мы упоминаем в главе 2, банки зависят от правительства в плане предоставления им законных прав и обеспечения исполнения их контрактов; таким образом, банки зависят даже от слабых правительств в тех моментах, в которых от них не зависят небанковские предприятия. Это существенное различие объясняет, почему инфляционный налог так привлекателен для слабых автократов и почему право выдачи лицензий банкам — их основной бюджетный инструмент.

В политической системе со слабым автократом, который все же достаточно силен, чтобы совместно со своими союзниками-олигархами принимать решения о выдаче банкам лицензий — как в случае с режимами, которые господствовали в Бразилии на протяжении почти всей ее истории, — инфляционный налог обычно является самым простым способом финансирования потребностей правительства. При демократии — а такое правительство преобладало в Бразилии с 1989 года — люди, кото-

## ИНФЛЯЦИОННЫЕ МАШИНЫ

рые платят инфляционный налог, могут голосовать, и, соответственно, инфляционный налог становится менее удобным. Граждане будут скорее голосовать за налогообложение богатых. Конечно, для этого источника налогов тоже существуют границы: сокращение инвестиций и замедление экономического роста, которые являются результатом высоких налогов для богатых, могут сдерживать такие популистские наклонности, а богатые могут встать в оппозицию, угрожая покинуть страну вместе со своими активами.

В данной главе мы фокусируемся на периоде бразильской монархии, который продолжался с 1808 по 1889 год. Этот период начался с двадцатилетнего эксперимента с инфляционным налогом, который использовался для фондирования правительства при абсолютных монархиях. Бразильские национальные элиты владельцев сахарных плантаций и купцов относились ко второму из этих абсолютных монархов и его инфляционному налогу с враждебностью. Они вынудили его сначала принять конституцию, которая предусматривала представительство элит в 1824 году, а затем — в 1831 году — отречься от трона в пользу своего малолетнего сына. В период с 1831 по 1889 год бразильское центральное правительство было чрезвычайно слабым: реальная власть принадлежала локальным олигархам и купцам, которые использовали контроль над парламентом, чтобы правительство не могло использовать банковскую систему для взимания инфляционного налога или сделать что-то еще. Во время этих периодов банки не могли предоставлять много кредитов частному сектору.

### Большое влияние изначальных факторов

Чтобы понять характер бразильской Игры банковских договоренностей, мы начнем с двух важнейших изначальных факторов, которые сформировали бразильские экономические и политические институты. Во-первых, Бразилия — огромная страна, чьи географические характеристики препятствовали созданию динамичных межрегиональных рынков или централизации политической власти. По сути, на протяжении большей части

своей колониальной и постколониальной истории Бразилия была не столько страной, сколько множеством независимых поселений, эксплуатирующих локальные природные ресурсы. Эти поселения протянулись вдоль многокилометровой береговой линии, были изолированы друг от друга Бразильским течением, которое делало путешествия на север вдоль берега очень трудной задачей до появления пароходов в конце XIX века. Бразильские реки тоже не связывали рынки и людей: они текли либо в неправильном направлении (например, Парана течет из штата Сан-Паулу по направлению к Парагваю, а затем впадает в Атлантический океан недалеко от Буэнос-Айреса), либо через живописные, но экономические отсталые регионы (например, Амазонка). Развитие внутренних частей страны поэтому началось только в самом конце XIX века, когда, наконец, были построены железные дороги<sup>1</sup>. И даже тогда сеть железных дорог связала внутренние регионы всего трех штатов: Сан-Паулу, Минас-Жерайс и Рио-де-Жанейро. Короче говоря, благодаря своей географии, до XX века Бразилия была скорее множеством локальных экономик и локальных политических образований. Как написал один историк: «Большого ощущения национальной идентичности в Бразилии не было. Центральный юг, северо-восток и север были по большому счету разными мирами... разделенными огромными расстояниями и плохими путями сообщения»<sup>2</sup>.

Бразильская география имела еще один важный аспект: ее положение сделало ее неактуальной для геополитических конфликтов. Она не фигурировала в длительной борьбе между Англией и Францией в XVIII веке, в отличие от Соединенных Штатов и Канады, которые непосредственно участвовали в Семилетней войне (известной в американской истории как франко-индейская война). Она была далеко от границ сражений, которые определили XX век. Ее участие в Первой мировой и Второй мировой войнах, таким образом, было мини-

---

1. В работе Summerhill (2003) дается анализ транспортных систем в Бразилии до и после строительства железных дорог и демонстрируется позитивное влияние железных дорог на экономический рост Бразилии.

2. Bethell (1989), 41.

## ИНФЛЯЦИОННЫЕ МАШИНЫ

мальным. Поскольку никогда не возникало необходимости в массовой мобилизации бразильского населения для защиты государства, значительного давления, которое способствовало расширению избирательного права в других странах, в Бразилии не наблюдалось. А вот в Соединенных Штатах, наоборот, наличие хорошо вооруженных независимых фермеров было необходимым условием выживания колоний в XVII и XVIII веках, и поэтому даже до независимости американские фермеры добились права голоса для колониальных собраний от английского правительства за много десятилетий до того, как подобные права получили граждане Англии (см. главу 6). В Британии расширение избирательного права в XX веке, так же как и сокращение полномочий палаты лордов, отражало ее статус небольшой страны, но большой империи, которой приходилось бороться в масштабных войнах против гораздо более многочисленных стран (см. главу 5). Благодаря географии Бразилии такое давление в стране практически не существовало.

Вторым важнейшим фактором было то, что бразильские земли и климат были идеальными для выращивания сахарного тростника, и поэтому начиная с XVI века страна была одним из крупнейших производителей сахара в мире. Сахарный тростник обладает рядом характеристик, из-за которых его удобно было выращивать на огромных плантациях с использованием труда рабов. Если срезанный сахарный тростник не обработать в течение 12 часов, он забродит. Кроме того, обработка сахарного тростника и превращение получившегося сока в сахар характеризуется огромной экономией на масштабах: если дробилки и бойлеры остановить, это приведет к денежным потерям. В результате сбор и обработку сахарного тростника необходимо тщательно координировать. Выгоднее всего организовать производство, при котором производителям будут принадлежать плантации, где выращивается сахарный тростник, чтобы сахарный тростник можно было рубить и подвозить на завод со скоростью, диктуемой машинами. Такая организация производства представляет собой некоторую проблему с точки зрения управления рабочей силой: рубка тростника при помощи мачете на тропи-

ческом солнце со скоростью, диктуемой огромными дробилками, не просто физически изнуряющее занятие, но еще и выматывающее душу. Суровым решением стало использование рабов, организованных в группы, с тем чтобы скорость работы сохранялась, несмотря на то что случилось с их спинами или душами<sup>3</sup>.

В результате Бразилия была квинтэссенцией рабовладельческих обществ Нового Света. В Бразилию было перевезено больше рабов из Африки, чем в какую-либо другую страну Нового Света, и Бразилия последняя в Новом Свете упразднила рабство в 1888 году<sup>4</sup>. Некоторое понимание масштабов рабства в Бразилии можно получить из рис. 12.3, на котором представлены оценки доли населения, называемого черными, на севере и юге США, в Испанской Америке и Бразилии в середине XIX века. Бразилия была одним из обществ, где черные составляли свыше половины населения<sup>5</sup>.

По сравнению с Бразилией американский Юг XIX века был практически эгалитарной утопией: в Соединенных Штатах количество рабов никогда не превышало одной трети южного населения, и типичный южанин не был плантатором-рабовладельцем, а скорее мелким фермером, который использовал труд своей семьи для вспахивания полей и сбора урожая. В Бразилии все было

- 
3. Binswanger and Rosenzweig (1986); Dye (1998). Это не значит, что рабовладельцы не ценили своих рабов. Хотя рабовладельцы несли финансовые убытки от нещадной эксплуатации рабов и получения ими телесных повреждений, им не приходилось беспокоиться за рабов так, как при использовании свободных работников, которые потребовали бы компенсации за такую малоприятную работу. Более того, в отличие от Соединенных Штатов (где запрет на ввоз рабов привел к резкому росту их экономической стоимости после 1807 года), ввоз рабов в Бразилию продолжался до 1850 года.
  4. Согласно оценкам, представленным в работе Engerman and Sokoloff ([1997], 264), с 1500 по 1760 год в Бразилию было привезено 1,2 млн рабов. Чуть больше (1,3 млн) было привезено во всю Британскую Америку, но эта цифра включает в себя рабов, предназначенных для Соединенных Штатов и Карибских островов. По оценкам Клайна и Винсона (Klein and Vinson ([2007], 273)), в конце XVIII века в Бразилии был 1 млн рабов, по сравнению с 476 000 на британских Карибских островах и 575 000 в Соединенных Штатах.
  5. Эти коэффициенты, скорее всего, недооценивают разницу между Бразилией и Югом США, поскольку данные для Бразилии приводятся с 1825 года, а для США — с 1860 года. Поскольку африканских рабов привозили в Бразилию еще 25 лет, доля черных в общем числе населения была бы к 1860 году даже выше.

### ИНФЛЯЦИОННЫЕ МАШИНЫ

Черное население в процентах к общему числу населения

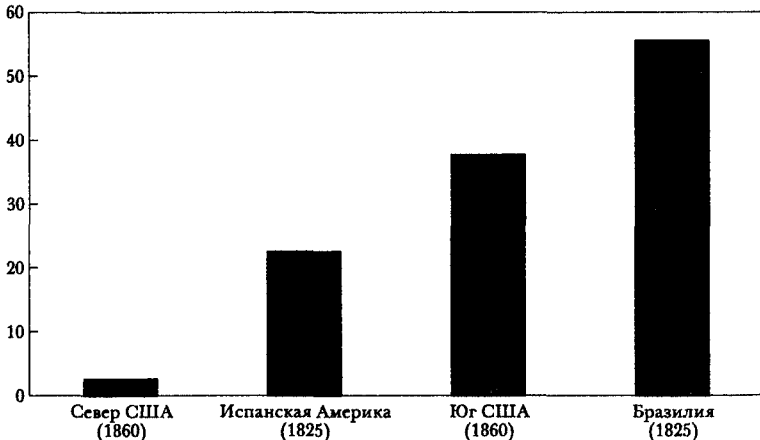


РИС. 12.3. Черное население в процентах к общему числу населения в странах Нового Света, примерно в 1825–1860 гг.

Источник: Engerman and Sokoloff (1997), 267.

не так — рабы выполняли почти всю работу, от рубки сахарного тростника до сбора кофе, от подметания городских улиц до обслуживания парусных судов. Рабский труд почти во всех аспектах жизни бразильского общества был так глубоко укоренен, что в начале XIX века почти половину населения столицы, Рио-де-Жанейро, составляли рабы<sup>6</sup>.

Рабство оставило неизгладимые следы в бразильском обществе. Более того, как мы достаточно подробно описываем ниже, владельцы плантаций в Бразилии боролись не на жизнь, а на смерть, чтобы Бразилия оставалась обществом немногих богачей и множества нищих, даже после того как страна перестала быть ведущим производителем сахара и даже когда владельцы плантаций были вынуждены заменить рабский труд оплачиваемым трудом иммигрантов. Некоторое понимание их успеха можно получить из рис. 12.4, на котором представлены данные по распределению доходов в мире в 1970 году (это первый год, для которого имеются достаточные данные по странам, чтобы можно было провести коррект-

6. Barman (1988), 49.





ное сравнение). Единственной страной в этой выборке с бóльшим неравенством в доходах, чем Бразилия, была Кения. Даже Южная Африка, страна, которая изобрела апартеид, характеризовалась более равным распределением доходов, чем Бразилия. Сильное неравенство в распределении доходов в Бразилии отражало другие неравенства, особенно чудовищные различия в уровне образования среди социальных классов. Некоторое представление об этом дает тот шокирующий факт, что в 1950 году две трети бразильского населения в возрасте более 25 лет совсем не посещали школу, а средний уровень образования составлял всего 1,4 года. Даже Филиппины, родина «грабительского капитализма»<sup>7</sup>, могли похвастаться более высоким уровнем инвестиций в человеческий капитал, чем Бразилия<sup>8</sup>. Короче говоря, если кому-то нужно было найти самый наглядный пример общественного неравенства, корни которого уходили в плантационное рабство, это была Бразилия.

### Истоки инфляционного налогообложения

Колониальная Бразилия не была зарождающейся нацией, какой были Соединенные Штаты до обретения независимости. Скорее она представляла собой множество квазинезависимых локальных экономик, которые управлялись как феодалские владения собственниками-плантаторами. Политическая и административная структуры Бразилии имели больше общего с другими португальскими колониальными экономиками типа Анголы, чем с 13 колониями, которые впоследствии стали Соединенными Штатами, или даже такой более важной испанской колонией Нового Света, как Мексика. Например, в Мексике серебро из шахтерских поселков на юге должно было пройти через Мехико, где оно чеканилось и облагалось налогом, а затем продолжало свой путь в торговый город Веракрус. В Бразилии плантаторы покупали рабов и грузили сахар в локальных портах. Их больше беспокоили сахарные заводы в Амстерда-

---

7. Hutchcroft (1998).

8. Barro and Lee (2010).

ме, чем крошечные группы бюрократов в колониальной столице (Сальвадор до 1763 года, Рио-де-Жанейро — впоследствии). Упор на производстве сахара на экспорт был как следствием, так и одной из причин отсутствия транспортных связей и коммуникационных каналов между бразильскими провинциями. Как написано в одной истории про Бразилию, «до появления пароходов было быстрее добраться из Мараньяна [север Бразилии] до Лиссабона, чем до Рио-де-Жанейро»<sup>9</sup>.

Политическая ситуация в Бразилии резко изменилась в 1807 году, когда Наполеон, в союзе с королем Испании, вторгся в Португалию. Лиссабон пал без сопротивления, и принц-регент Жуан, вместе со всем своим двором, насчитывающим тысячи человек, сбежал из Лиссабона в Рио-де-Жанейро в сопровождении эскадры британских военных кораблей. После своего прибытия дон Жуан (дон означал его благородный статус) повысил Бразилию из колонии в королевство, а затем объявил, что будет управлять тем, что осталось от Португальской империи из Рио-де-Жанейро. К сожалению, в Бразилии практически не было национального управленческого аппарата: всё, включая министерства, суды и армию, нужно было создавать с нуля.

Жуан VI не мог финансировать создание государства, облагая налогами местные элиты. Они были не только разбросаны вдоль огромной береговой линии, но и сопротивлялись идее оплачивать содержание дорогого королевского двора. Ситуация была такой отчаянной, что в 1809 году Жуану VI пришлось занять 600 000 фунтов у британского правительства, чтобы просто поддерживать работу правительства<sup>10</sup>. Однако британцы, конечно, выдали этот кредит не по доброте душевной: в следующем году британское правительство добилось от Жуана VI ряда договоренностей, призванных дать британским купцам привилегированные права. Среди их требований было 15%-е ограничение на импортный тариф по британским товарам<sup>11</sup>. Отчаянно пытаясь удержать свое правительство на плаву, Жуан VI согла-

---

9. Bethell and Carvalho (1989), 48.

10. Barman (1988), 45–46.

11. Ibid., 48.

## ИНФЛЯЦИОННЫЕ МАШИНЫ

сился на эти условия, несмотря на то что эти тарифы потенциально были одним из самых крупных и наиболее легко собираемых источников налоговых доходов<sup>12</sup>.

Чтобы облегчить свои бюджетные проблемы, Жуан VI принял решение, которое впервые применили европейские короли, когда играли в опасную игру формирования нации: в 1808 году он выдал лицензию группе финансистов для основания монопольного банка, Banco do Brasil (Банк Бразилии), у которого были бы полномочия на выпуск бумажных денег как официального средства платежа. Затем Жуан VI использовал Банк Бразилии для финансирования своего правительства, вынудив банк покупать правительственные облигации за деньги, которые он печатал. По мере того как росло количество банкнот, росла и инфляция. По сути, Банк Бразилии был правительственным агентом по созданию инфляционного налога. Банк и его акционеры делили прибыль от этого инфляционного налога посредством того, что банк хранил у себя правительственные депозиты, не платя по ним процентов. Только что сформированный Банк Бразилии был также, по крайней мере в теории, полезным для бразильских плантаторов и купцов, которые использовали его для осуществления платежей при торговле с дальними контрагентами.

Однако эта схема имела дефект: у акционеров Банка Бразилии не было серьезных оснований верить в то, что Жуан VI погасит выданные ему кредиты. Поэтому ему пришлось уговаривать инвесторов покупать акции Банка Бразилии, давая банку постоянно расширяющийся набор заманчивых привилегий, включая монополию на выпуск бумажных денег, на экспорт предметов роскоши и обслуживание правительственных финансовых операций; долги перед банком по правовому статусу приравнивались к долгам перед королевским казначейством; право собирать новые налоги, которые он вво-

---

12. Это ограничение на импортные тарифы было впоследствии продлено в торговом договоре с Великобританией от 1827 года, которое действовало до 1844 года. Примечательно, что Великобритания не сделала никаких взаимных шагов, беря налог в 180% на бразильский сахар и 300% на бразильский кофе, импортируемые в Англию. В 1828 году низкие тарифы на британские товары были распространены на всех бразильских торговых партнеров. Haber and Klein (1997), 245–246.

дил, — и хранить эти налоги в форме беспроцентных депозитов в течение десяти лет. Но даже всех этих обещанных привилегий оказалось недостаточно, чтобы убедить инвесторов, что акции Банка Бразилии были выгодным вложением. Банку понадобился целый год, чтобы продать 100 акций, необходимых для начала его работы; кроме того, Жуан VI был вынужден присвоить титул джентльмена (*comenda de cavaleiro*) всем основным акционерам. И даже со всеми этими стимулами банк лишь через восемь лет добился первоначальных целевых показателей капитализации<sup>13</sup>.

Правительство Жуана VI все больше полагалось на инфляционный налог для финансирования своей деятельности и действовало так активно, что в период между 1814 и 1820 годами объем банкнот в обращении вырос в восемь раз<sup>14</sup>. Номинальная норма доходности на акционерный капитал Банка Бразилии в период с 1810 по 1820 год в среднем составляла 10% в год, что, насколько можно догадываться, вряд ли сильно превышало уровень инфляции. Акционеры в ответ на это выплачивали почти всю имеющуюся прибыль самим себе в качестве дивидендов; по всей видимости, они реинвестировали в банк только самый минимум, предусмотренный его уставом<sup>15</sup>.

Проблема бюджета была постоянной головной болью Жуана VI. К 1812 году британцы выдворили последние французские войска с португальских земель, но Жуан VI не выказал никакого интереса к возвращению в Лиссабон. Португалия, по сути, управлялась британским офицером, лордом Бересфордом, который командовал ее армией. К 1820 году Бересфорд был так обеспокоен возможностью революции, устроенной сторонниками конституции, вроде той, которая недавно произошла в Испании, что он отправился в Рио-де-Жанейро, чтобы пробудить Жуана VI от спячки. Ему удалось убедить Жуана VI заплатить за бразильскую армию из казны Рио-де-Жанейро (а не из казны Лиссабона), и Бересфорд вернулся в Лиссабон со средствами, которые были ему

---

13. Pelaez and Suzigan (1976), 40; Pelaez (1975), 460–461; Marchant (1965), 116.

14. Barman (1988), 56.

15. Haber (2012b), 286.

## ИНФЛЯЦИОННЫЕ МАШИНЫ

нужны, чтобы выплатить португальской армии задолженность по жалованию. Оплата этих расходов означала, однако, что Жуану VI пришлось отказаться от схемы, согласно которой Банк Бразилии держал у себя прибыль от новых налогов. Одним росчерком пера он лишил акционеров банка большей части их доли в поступлениях от инфляционного налога.

Чтобы спасти банк от последствий своих собственных действий, Жуан VI дал банку монопольное право хранить у себя запасы всех драгоценных металлов. Кроме того, он разместил на хранение в банке свой запас алмазов, а также практически все ценные предметы, которыми владел он сам и его двор, включая драгоценные камни в короне, в качестве залога по выпускам банкнот. Но вскоре он отрекся и от этих обещаний, когда ему пришлось столкнуться с восстанием республиканцев в Португалии, которое потребовало его поспешного возвращения и наличия его средств. Он и его двор забрали все средства, которые разместили в банке, и вернулись в Лиссабон<sup>16</sup>. Банк Бразилии был вынужден приостановить конвертируемость своих банкнот.

### Монархия Нового Света: инфляционное налогообложение в период правления Педру I

До Жуана VI бразильской или португальской нации в современном смысле слова не было: был королевский дом Браганса, и важнее всего было его сохранение. Когда Жуан VI вернулся в Лиссабон в 1821 году, он оставил своего сына Педру I в Бразилии и поручил ему объявить о независимости, если этот шаг окажется политически выгодным для династии Браганса. В 1822 году, по принуждению местных элит, которые опасались быть низведенными до второстепенного статуса теперь, когда Жуан VI правил из Лиссабона, Педру I объявил Бразилию независимой и провозгласил себя императором.

Педру I столкнулся с той же проблемой, что и его отец: единственным реальным источником налого-

---

16. Pelaez and Suzigan (1976), 43; Marchant (1965), 116.

вых доходов были олигархи среди плантаторов и купцов, у которых было мало стимулов поддерживать существование дорогостоящего королевского двора. Педру I не мог повысить импортные тарифы, чтобы решить эту проблему; его правительство было по-прежнему связано договором, ограничивающим пошлины на импорт из Бразилии 15% с объявленной стоимости, — этот договор Британия вскоре вынудила Педру I продлить до 1844 года. Таким образом, Педру I продолжал использовать Банк Бразилии практически как и его отец — в качестве механизма взимания инфляционного налога с помощью выпуска банкнот<sup>17</sup>.

Бразильские элиты поняли, что император, который мог заимствовать у подконтрольного ему банка столько, сколько ему было надо, вполне мог их разорить. Что могло ему помешать с безрассудной легкостью выпускать правительственные облигации, а потом, когда Банк Бразилии будет иметь огромное количество этих облигаций, объявить по ним дефолт? Насколько ценны будут бумажные деньги, выпущенные Банком Бразилии, как только это случится? Учитывая, что они сами владели банкнотами и акциями Банка Бразилии, а также казначейскими облигациями, выпущенными правительством Педру I, их богатство было под угрозой. Кроме того, как они могли бы обеспечить общественный порядок, если представителям государства — в частности, армии — платили бумажными деньгами, которые могли стать просто бумажками в результате дефолта правительства?

Угроза, которую представляла собой финансовая политика Педру I, была симптомом более масштабной проблемы: он был абсолютистом. Он продемонстрировал это на своей коронации в качестве императора в 1822 году. Процедура была проведена по образцу церемоний коронации императоров Священной Римской империи. Как красноречиво отметил историк того периода, Педру I «был не просто коронован, он был помазан на царство: он был избран и посвящен Богом»<sup>18</sup>.

Результатом этого базового конфликта — между монархом, чья система координат, по всей видимости,

---

17. Pelaez (1975).

18. Barman (1988), 101.

## ИНФЛЯЦИОННЫЕ МАШИНЫ

была построена на средневековых принципах, и элитами плантаторов и купцов, хотевшими иметь номинального короля, с помощью которого они могли править, — стала затянувшаяся политическая борьба, которая в конечном итоге привела к смещению Педру I. Он был вынужден собрать конституционное собрание для составления конституции, но, к его ужасу, это собрание разработало документ, который давал преимущественные полномочия избираемой нижней палате, которую он не мог ни распустить, ни, по сути, отменить ее решения. Он распустил конституционное собрание и насильно разогнал его членов. Его Государственный совет, состоящий из доверенных советников португальского происхождения, затем переписал конституцию, ослабив ее наиболее республиканские характеристики. Хотя Педру I пообещал, что проведет выборы во второе конституционное собрание, которое должно было утвердить конституцию, восставшие против его деспотизма элиты в северной провинции Пернамбуку заставили его передумать. Вместо этого он предложил ратифицировать конституцию бразильским городским советам<sup>19</sup>.

Конституция 1824 года представляла собой компромисс. Педру I не мог установить абсолютизм, но и олигархи — плантаторы и купцы — не могли лишиться его реальной власти. Важно отметить, что новая конституция отгородила обе группы от политических требований больших масс населения. Во-первых, избирательное право было ограничено имущественным и гражданским цензом: права голоса не имели лица с доходом менее 100 мильрейсов (эквивалент 98 долларов США в 1824 году), а также женщины, рабы, слуги и мужчины до 25 лет (или до 21 года, если они были женаты). Во-вторых, выборы в палату депутатов были непрямыми: избиратели отдавали голос за выборщиков, которые, в свою очередь, голосовали за депутатов; и выборщики должны были удовлетворять критерию минимального дохода, который вдвое превышал этот показатель для избирателей. В-третьих, палата депутатов голосовала по законодательным вопросам в рамках более общего органа, Генеральной ассамблеи, которая состояла

---

19. Barman (1988), 118–123.



из 102 выбранных непрямым голосованием депутатов и 50 сенаторов, которые назначались пожизненно императором. В-четвертых, каждый сенатор выбирался императором из списка трех кандидатов, назначенных выборщиками. В-пятых, император обладал «регулирующим полномочием», которое давало ему право распускать палату депутатов, свободно увольнять своих министров, отстранять от должности судей и мировых судей и даровать помилование. В случае какой-либо неясности относительно его полномочий статья 99 конституции устанавливала, что «Император неприкосновенен и священен; он ни перед кем не отчитывается». И наконец, все законы и указы должны были быть заверены подписью императора. По сути, он мог наложить вето на любой закон<sup>20</sup>.

Три характеристики конституции 1824 года ограничивали полномочия и свободу действий императора. Во-первых, конституция давала парламенту, а не императору право принимать законы, вносить в них поправки и отменять их. Во-вторых, парламент нес ответственность за сбор налогов, расходы, заимствования и регулирование выплаты национального долга<sup>21</sup>. Император, конечно, мог распустить парламент, который отказывался давать ему право привлекать дополнительную задолженность или собирать налоги, но это означало бы, что надо будет провести другие выборы депутатов, которые, возможно, еще больше возражали бы против его просьб. В-третьих, конституция официально закрепила Государственный совет, который Педру I поспешно создал в 1823 году. Состоящий из 13 членов совет должен был давать консультации «по всем серьезным вопросам и общим аспектам государственного управления... в любых случаях, когда Император желает осуществить какие-либо функции, данные регулирующей власти»<sup>22</sup>. Важно отметить, что члены Государственного совета несли «ответственность за рекомендации, которые они давали, не соответствовавшие законам и заведомо неблагоприятные для интересов Государства».

---

20. Barman (1988), 123–125.

21. Ibid., 123–125, 132; Summerhill (2008).

22. Ibid., 126.

При этом суждения относительно возможного неисполнения служебного долга были оставлены на усмотрение Сената<sup>23</sup>. Император избирал Государственный совет, но от него ожидали, что он выберет в него самых знатных людей в стране, в список которых входили и самые богатые люди Бразилии<sup>24</sup>.

Конституция 1824 года, как показал Уильям Саммерхилл, таким образом, дала олигархам из числа плантаторов и купцов возможность сдерживать императора<sup>25</sup>. Одним из очевидных способов для этого стало закрытие Банка Бразилии, когда его первоначальная лицензия истекла в 1829 году. Тем самым они положили конец существованию банка, который был не более чем механизмом взимания инфляционного налога<sup>26</sup>. Закрытие банка сократило создание инфляционных денег и уменьшило давление на правительство в плане ограничения дефицитного бюджетного финансирования. В 1828 году расходы правительства примерно вдвое превышали уровень его налоговых доходов, а остаток финансировался иностранными заимствованиями или выпусками банкнот Банка Бразилии<sup>27</sup>. Образующийся дефицит преимущественно фондировался созданием денег, что приводило к инфляции, которая в период с 1822 по 1831 год в среднем составляла 10% в год. Во всем остальном мире средние темпы инфляции в XIX веке составляли всего 0,7%. На самом деле инфляция в Бразилии при Педру I была высокой даже по стандартам XX века, поскольку в других странах средний показатель инфляции равнялся 5%<sup>28</sup>. Как показывает рис. 12.1, закрытие Банка Бразилии в 1829 году привело к существенному снижению высоких темпов инфляции в Бразилии.

---

23. Barman (1988), 126.

24. Summerhill (планируется к публикации).

25. Ibid. (2008).

26. Marchant (1965), 116. Когда парламент закрыл банк в 1829 году, он признал, что выпуски банкнот необходимо погасить. Учитывая, что правительство не могло погасить их металлическими деньгами, оно дало казначейству полномочия выпустить достаточно банкнот, чтобы погасить выпуски уже не существующего Банка Бразилии.

27. Barman (1988), 155.

28. Данные по инфляции по разным странам за период 1800–1913 взяты из работы Reinhart and Rogoff (2011), 1678. Данные по Бразилии на рис. 12.1 взяты из работы Lobo (1978).

Второй способ, которым парламент выражал несогласие с императором, заключался в открытом вызове его власти, что в конечном итоге вынудило его отречься от трона в пользу своего пятилетнего сына. Постоянный бюджетный кризис правительства придал храбрости наиболее либеральным элементам бразильской олигархии, которые на выборах депутатов в 1828 году начали позиционировать себя как организованную оппозицию. Как только эти оппозиционные депутаты пришли в правительство в 1830 году, они сократили правительственный бюджет, настояли на отставке офицеров, рожденных не в Бразилии, и дали новое определение государственной измене, чтобы ее было практически невозможно доказать. Учитывая волатильные политические настроения в столице, Педру I уступил давлению и подписал эти законы.

Он был повержен, но еще не все было потеряно: в течение нескольких месяцев он распустил свой кабинет, заменив оппозиционных министров знатью из своего ближнего окружения. Население по призыву оппозиционных лидеров вышло на улицы, а армия отказалась прийти на помощь императору. 7 апреля 1831 года Педру I отрекся от престола и вернулся в Португалию, оставив регентом своего пятилетнего сына. Парламент, не теряя времени, сделал так, что регентский совет, состоящий из трех человек, который правил до достижения совершеннолетия Педру II, не обладал сильной монархической властью: регенты, назначенные Генеральной ассамблеей, были лишены права накладывать вето на законодательство, объявлять войну, присуждать звания и награды или распускать палату депутатов<sup>29</sup>.

## Минималистское государство

Бразильские олигархи из числа плантаторов и купцов теперь могли управлять страной так, как они считали нужным, а они мало что считали нужным. Подход элит к управлению был до крайности минималистичен: имея выбор между взиманием налогов с самих себя, взиманием инфляционного налога через правительственный

---

29. Barman (1988), 152, 158–159, 163.

## ИНФЛЯЦИОННЫЕ МАШИНЫ

банк и обладанием небольшим и слабым государством, элиты выбрали третий вариант<sup>30</sup>.

Конечно, центральное правительство контролировало ситуацию в Рио-де-Жанейро и его окрестностях, но не более — этот факт был кодифицирован в Ato Adicional от 1834 года (поправка к конституции 1824 года), который создал законодательные органы в каждой провинции. На практике, даже после того как Педру II стал совершеннолетним и вступил на трон в 1842 году, вся реальная власть принадлежала олигархам, которые доминировали в провинциях. Им принадлежала земля, они решали, кто работал и на каких условиях; они проводили выборы и решали, кто «побеждал», они контролировали локальные правительства и судебную власть; и они командовали местными подразделениями национальной гвардии. С точки зрения среднего жителя Бразилии, олигархи и были государством.

Несмотря на то что бразильские олигархи предпочитали иметь слабое правительство, в одном вопросе они были непоколебимы: они делали все, чтобы изменения, происходящие во всем мире, не вынуждали их делить власть с растущим классом свободных рабочих. Было два фактора, содействовавших появлению свободных рабочих, и оба эти фактора были внешними: требования Британии, чтобы Бразилия отменила рабство, и появление кофе, не родного для Бразилии растения. Это, наряду с избирательным законодательством Бразилии от 1824 года, представляло серьезную угрозу для элиты сахарных плантаторов. Кофе можно было эффективно выращивать и на небольших фермах. Принимая во внимание этот факт, многие предпочитали работать на своих собственных фермах, а не гнуть спины на других. Бразильские избирательные законы также обеспечивали еще один стимул для независимых фермеров: владельцы собственности имели право голоса.

Чтобы избежать угрозы делить власть с зарождающимся классом независимых мелких фермеров, бразильские элиты не спешили отменять рабство и продлили его

---

30. Поражает тот факт, что в стране, где рабы и земля были самыми важными источниками богатства, правительство решило не облагать налогом собственность. Hanley (2005), 25.

существование еще на шесть десятилетий с того момента, как британцы начали оказывать на них давление. Еще в 1826 году британцы вынудили бразильское правительство подписать договор об окончании торговли рабами, но бразильские плантаторы и купцы просто проигнорировали этот закон, продолжая привозить от 40 000 до 50 000 рабов в год. В 1850 году британское правительство решило, что оно больше не будет терпеть пустые обещания: оно заблокировало бразильские порты, захватило прибывшие суда и освободило человеческий груз.

Двумя десятилетиями спустя, после того как с рабством было покончено практически во всех остальных странах (за исключением африканских колоний Португалии), бразильское правительство наконец приняло закон о «свободнорожденных», который устанавливал, что все дети, рожденные с этого момента от родителей рабов, будут свободны. Под возросшим давлением аболиционистов в 1885 году бразильский парламент принял закон, освобождающий всех рабов старше 60 лет, — этот шаг можно рассматривать как верх цинизма, поскольку стоимость содержания пожилых рабов, возможно, превышала стоимость создаваемого ими добавочного продукта. Рабство было отменено только в 1888 году.

В течение XIX века бразильские элиты из числа плантаторов и купцов также вели арьергардные бои против распространения мелких ферм, а значит, и мелких фермеров. Новые возможности, созданные выращиванием кофе и сокращением рабства, в конечном итоге победили усилия плантаторов, но им все же удалось отсрочить переход к конкурентному рынку труда и ограничить число мелких землевладельцев более чем на пятьдесят лет. Начиная с 1850-х годов производство кофе в Бразилии стало расти<sup>31</sup>. К началу 1880-х Бразилия производила 60% всего кофе в мире, а к первому десятилетию XX века этот показатель вырос до 75%<sup>32</sup>. По мере того как доля рабов снижалась, бразильские элиты старались сделать так, чтобы бывшие рабы, а также иммигранты из Южной Европы, которые приходили им на смену, не видели другого

---

31. Классическая работа об увеличении объемов выращивания кофе в Бразилии — Stein (1958).

32. Holloway (1980), 175–176.

## ИНФЛЯЦИОННЫЕ МАШИНЫ

варианта, кроме как работать на плантациях. В 1850 году парламент принял закон, препятствующий свободному доступу к земле. Закон предписывал, что, если владелец земли не мог предоставить документацию, доказывающую, что земля досталась ему по наследству или была подарена, эта земля изымалась и передавалась правительству для будущей продажи. В обществе, в котором большинство людей не могло ни читать, ни писать, простые люди не могли предоставить подобную документацию. Более того, закон от 1850 года также устанавливал, что свободные приграничные земли, купленные у правительства, должны были быть оплачены немедленно наличными деньгами — в отличие от законов Соединенных Штатов и Канады, которые позволяли мелким фермерам выплачивать деньги за землю постепенно, из дохода, который они зарабатывали на своих фермах<sup>33</sup>.

Борьба плантаторов против вторжения мелких ферм, на которых работали свободные люди, многие годы была достаточно успешной. Несмотря на то что кофе можно было выращивать на небольших фермах, его там преимущественно не выращивали. Например, согласно исследованию 1890 года, в очень плодородном бассейне реки Параиба в штате Рио-де-Жанейро 70% земель — 57 000 акров — принадлежало всего 41 человеку<sup>34</sup>. Уже в 1920-х годах фермеры-иммигранты контролировали всего лишь небольшую часть бразильских кофейных плантаций и деревьев<sup>35</sup>.

Бразильские плантаторы также позаботились о том, чтобы, если какой-либо жалкий иммигрант или бывший раб вопреки всему заполучил небольшую ферму

---

33. Некоторые историки отмечают, что мало кого из самовольных поселенцев удалось выселить с этих земель при помощи данных законов, но эта критика упускает из вида главное. Чтобы кофейное дерево стало плодоносить, требуется от трех до шести лет, поэтому фермеры, выращивающие кофе, не могли даже и думать о том, чтобы начать этот бизнес, если у них не было доступа к кредиту; но они не могли получить ипотечный кредит, если у них не было права собственности на землю. Ипотечное кредитование регулировалось Законом 1237 от 1864 года, Законом о реформе банков от ноября 1888 года и Законом 169A от 1890 года. Hanley (2005), 53, 123, 125, 136. Данные в работе Stein ([1958], 245) предполагают, что ипотечные кредиты выдавались только небольшому числу крупных плантаторов.

34. Stein (1958), 225.

35. Holloway (1980), 138–166.

в приграничных землях, у него всего равно не было бы права голоса. Конституция 1824 года ограничила право голоса имущественным цензом, но установила порог, который мог быть преодолен даже фермером со скромными средствами — по той простой причине, что фермеров со скромными средствами в 1824 году было мало. В 1881 году, когда стало ясно, что такой класс избирателей может появиться, парламент еще больше ограничил право голоса, заменив имущественный ценз образовательным. В стране, где не было государственной системы образования, образовательный ценз был более эффективным ограничением права голоса.

### Минимальное правительство, минимальные банки

Минималистский подход бразильских элит к управлению государством подчеркивается тем фактом, что до создания первого торгового кодекса в Бразилии в 1850 году в стране не было никаких правил, регулирующих обеспечение исполнения контрактов, процедуры банкротства или учет и передачу векселей<sup>36</sup>. Этот правовой вакуум ставил под сомнение жизнеспособность мелких частных банков, появившихся в бразильских портовых городах для учета долговых обязательств, которые купцы и плантаторы выдавали друг другу после закрытия Банка Бразилии. Было неясно, имели ли вообще выпускаемые ими платежные средства (в форме краткосрочных долговых инструментов сроком обращения от трех до пяти дней, называвшиеся *vales*) или их долговые контракты юридическую силу. Поэтому неудивительно, что семь банков, созданных в этот период, которым в конечном итоге удалось получить лицензии, принадлежали в основном членам парламента: их политические связи придавали уникальную надежность контрактам, которые они заключали<sup>37</sup>.

Эта средневековая банковская система не могла ни оказать финансовую поддержку государству, ни дать

---

36. Hanley (2005), 31; Summerhill (планируется к публикации).

37. Summerhill (планируется к публикации).

оборотный капитал, необходимый для растущей кофейной индустрии. Бразильский парламент и Педру II поэтому создали в 1850 году торговый кодекс, благодаря которому стало возможно появление акционерных банков с ограниченной ответственностью. Они пересмотрели этот кодекс в 1860 и 1882 годах; и каждый раз они делали так, чтобы не допустить ничего, что даже отдаленно напоминало свободную банковскую систему. Скорее, как показал Уильям Саммерхилл, бразильское правительство жестко ограничило количество банков, чтобы минимизировать конкуренцию. Это повысило доходность акций банков, и часть этой прибыли доставалась политикам, которые входили в правления привилегированных банков<sup>38</sup>.

Согласно торговому кодексу от 1850 года каждая лицензия должна была отдельно утверждаться либо императорским кабинетом министров (для фирм в Рио-де-Жанейро), либо президентом провинции (для фирм за пределами Рио-де-Жанейро). Важно отметить, что президенты провинций (эквивалент губернаторам штата) назначались кабинетом министров и поэтому были ему подотчетны. Короче говоря, право выдавать лицензии было централизовано. Если фирма получила отдельную льготу или привилегию, ее лицензия также должна была утверждаться парламентом<sup>39</sup>. В 1860 году создание акционерных банков с ограниченной ответственностью было еще больше осложнено: лицензии теперь должны были утверждаться императорским Государственным советом, а также кабинетом министров и парламентом. Темпы, которыми создавались лицензированные компании любого типа, уже низкие в 1850-х, замедлились почти до нуля после этого пересмотра<sup>40</sup>. Закон 1860 года был в конечном итоге либерализован в рамках закона об универсальных правилах учреждения компаний от 1882 года, но этот закон по-прежнему предусматривал, что финансовые фирмы, которые занимались ипотечным кредитованием или выпускали банкноты, должны были получать специальное одобре-

---

38. Summerhill (планируется к публикации).

39. Hanley (2005), 30–33; Summerhill (планируется к публикации).

40. Summerhill (планируется к публикации).



ние, что означает, что закон об универсальных правилах учреждения компаний не применялся к банкам<sup>41</sup>.

Почти сразу же после принятия торгового кодекса от 1850 года правительство организовало слияние двух банков в один правительственный супербанк. В 1851 году предприимчивый купец и промышленник Ириней Эванжелиста ди Соза (впоследствии барон и виконт ди Мауа — известен преимущественно по этому имени) получил лицензию на основание Banco de Comercio e Industria do Brasil (общеизвестный как второй Банк Бразилии). Двумя годами позже, когда императорский кабинет министров пытался создать новый (третий) Банк Бразилии, чтобы получить беспроцентный кредит для правительства, он заставил Мауа объединить свой банк с одним из банков, который было разрешено создать по специальной лицензии в 1830-х годах, Banco Commercial<sup>42</sup>. В обмен на это Банк Бразилии согласился купить и погасить 10 млн мильрейсов в форме старых казначейских билетов, используя банкноты, которые он выпустил. Это «соглашение» предусматривало, что Мауа в качестве президента банка будет замещен членом парламента, — этот шаг правительства подсластил пилюлю для Мауа и других акционеров, поскольку дал банку несколько заманчивых привилегий. В их число входила монополия на выпуск банкнот, возможность выпускать банкноты под залог резервов в пропорции два к одному и право погашать эти банкноты либо золотом, либо казначейскими билетами, по выбору банка. Мы хотели бы еще раз подчеркнуть ценность этой привилегии. Банк, который может выпустить банкноты на сумму, вдвое превышающую стоимость его оплаченного капитала, может заработать тройной доход на своем капитале: первый раз — за счет процентов, заработанных на правительственных облигациях, которые он должен купить для обеспечения своих банкнот, а затем в два раза больше за счет выдачи этих банкнот в кредит под проценты.

---

41. Hanley (2005), 66; Musacchio (2009b), 33.

42. Способность правительства вынудить к этому слиянию объясняется тем фактом, что, выдавая корпоративную лицензию, оно обычно оставляло за собой право распустить компанию указом без предварительной консультации с акционерами. Varman (1981), 251; Marchant (1965), 120–122.

Но даже такая схема не полностью удовлетворила Мауа: в 1854 году в противовес правительству он создал другой банк, организованный не как акционерное общество, а как партнерство с ограниченной ответственностью, акции которого могли перепродаваться. Он сделал это именно потому, что хотел, чтобы новый банк, Мауа, MacGregor and Company, был «избавлен от правительственного попечения»<sup>43</sup>. Однако Мауа не был наивен: он заранее поделился своим планом с премьер-министром (президентом Государственного совета), маркизом Параны, и сделал так, чтобы акционерами стали шесть родственником министра — но все было зря. Новый банк Мауа вызвал бурю в правительстве, встретив сопротивление в лице министра юстиции и Государственного совета. Правительство выступило против нового банка, постановив, что, хотя ограниченное партнерство может существовать, оно не может иметь акции, которые можно было продавать. Мауа пришлось отказаться от идеи нового партнерства. Правительство выразилось ясно: если хочешь создать акционерный банк с ограниченной ответственностью или нечто подобное, ты будешь акционером нашего банка или никакого другого банка<sup>44</sup>.

На случай, если кто-то этого не понял, виконт Итaborай, который до маркиза Параны был премьер-министром, был назначен президентом третьего Банка Бразилии. Затем правительство вынудило четыре банка на севере страны отказаться от своих лицензий и стать филиалами третьего Банка Бразилии. Почти в то же самое время оно позволило Банку Бразилии увеличить свои выпуски банкнот с двойного до тройного размера чистого оплаченного капитала<sup>45</sup>.

В этот период были основаны и другие банки, но в обстановке, когда кабинет министров (а позднее Государственный совет) должен был утверждать каждую лицензию и мог лишить банк капитала простым росчерком пера, их было, что неудивительно, очень мало. Экспроприация не была всего лишь воображаемым риском.

---

43. Barman (1981), 250.

44. Schulz (2008), 36; Barman (1981), 239–64; Marchant (1965), 112–113.

45. Marchant (1965), 119; Schulz (2008), 30, 41.

В 1857 году, чтобы стимулировать создание других банков, кабинет снял монополию Банка Бразилии на выпуск банкнот. Затем в 1862 году он отменил права только что получивших привилегии банков, выпускающих банкноты, вновь отдав ценное монопольное право Банку Бразилии. Четыре года спустя, чтобы профинансировать войну с Парагваем, он отменил эту монополию, чтобы казначейство могло печатать банкноты, а также присвоил все золото, хранящееся в Банке Бразилии<sup>46</sup>.

Уже в 1875 году во всей стране работало всего 12 банков, включая Банк Бразилии и три небольших иностранных банка. Из оставшихся восьми шесть были расположены в Рио-де-Жанейро, что означало, что, если бразилец жил не в столице, он мог найти всего два крошечных бесфилиальных банка: один — в портовом городе Сантос, а другой — в портовом городе Ресифи. Эта банковская система была поразительно маленькой — и на Банк Бразилии приходилась приблизительно ее третья часть. Даже в соответствии с наиболее щедрыми предположениями общая стоимость кредитов от этих банков частному сектору, скорее всего, не превышала 20% ВВП и, вероятнее всего, была ближе к 15%<sup>47</sup>. Более того, даже эти кредиты, по всей видимости, были ограничены небольшой группой инсайдеров. Исследование филиала Банк Бразилии в Сан-Паулу так резюмирует эту ситуацию: «Когда директора встретятся, один спросит другого: — Вам, барон Такой-то-такой-то, нужны деньги?»

---

46. Summerhill (планируется к публикации); Schulz (2008), 36.

47. Мы оцениваем долю частных кредитов в ВВП следующим способом. Мы берем объем номинального капитала и резервов банков из данных, опубликованных в *Journal do comércio* (на различные даты), чтобы рассчитать совокупный собственный капитал. Чтобы рассчитать долю собственного капитала в кредитах частному сектору, мы рассчитываем отношение этих переменных из данных по ипотечным кредитам и учтенным векселям в Банке Бразилии (1875). Затем мы применяем этот коэффициент конвертации к данным по собственному капиталу других банков. Мы берем ВВП из работы Goldsmith (1986), 23. При допущении, что отношение собственного капитала к кредитам было у других банков таким же, как у Банка Бразилии, отношение кредитов частному сектору к размеру ВВП составило бы 20%. Однако размер Банка Бразилии мог обеспечить ему больший, чем у его конкурентов, долговой рычаг. Если мы предположим, что уровень заемного капитала у этих банков был на треть ниже, чем у Банка Бразилии, отношение кредита к ВВП составило бы 15%.

И барон Такой-то-такой-то всегда ответит: — Нет. Директора закроют заседание, ничего больше не решая, поскольку они не кредитуют внешних заемщиков»<sup>48</sup>.

Неопределенность в отношении прав собственности вынуждала иметь группу политических инсайдеров в правлении банка. По закону в тот период, когда Банк Бразилии имел право выпускать официальное платежное средство, его президент назначался правительством. Во время этого периода 13 из 61 директоров банка, прежде всего, были членами палаты депутатов, сената, кабинета министров или Государственного совета. Еще более показательным то, что даже после того, как банк потерял право на выпуск банкнот в 1866 году, его акционеры продолжали выбирать политических инсайдеров президентами банка: его первым выбранным президентом был Франшишку ди Салес Торрес-Омем, федеральный депутат, работающий уже четвертый срок, сенатор и бывший министр финансов. Его последующие президенты обладали сходными послужными списками.

То, что можно было сказать о Banco do Brasil, можно было сказать и о других банках тоже: их советы, по сути, состояли из членов бразильских политических элит. Семь бразильских премьер-министров этого периода позднее были президентами банков или директорами. Эти инсайдеры, по всей видимости, защищали не только права собственности банков, но также делали все для того, чтобы банкам-конкурентам выдавали как можно меньше лицензий. Их вмешательство также, возможно, было очень важно для получения правительственной поддержки во время банковского кризиса 1875 года (ставшего результатом распространения паники 1873 года в развитых странах на Бразилию), когда правительство выдало 15 кредитов трем банкам в течение четырех месяцев, чтобы удержать их на плаву<sup>49</sup>.

Во время этого периода ограниченного и контролируемого инсайдерами предоставления кредита частным лицам банковская система преимущественно не использовалась правительством для взимания инфляционного налога. В действительности, за исключе-

48. Цитата из Levi (1987), 69.

49. Summerhill (планируется к публикации); Schulz (2008), 44.

нием 1853–1866 годов, право на выпуск официального платежного средства было предоставлено только казначейству — а казначейство не могло печатать долговые обязательства по своему желанию, поскольку право на выпуск долговых обязательств принадлежало парламенту. Также нет никаких данных, предполагающих, что правительство вынуждало банки держать на своем балансе казначейские облигации. Единственным исключением был Банк Бразилии: в 1871 году на казначейские облигации приходилось 22% всех его активов<sup>50</sup>. Однако это по-прежнему была лишь небольшая часть общего правительственного долга. Большая часть бразильского государственного долга принадлежала бразильским гражданам или иностранцам, которые искали надежные источники вложений. В отличие от остальных правительств Латинской Америки имперское правительство Бразилии всегда погашало свои облигации<sup>51</sup>.

У бразильского минималистского подхода к банковской системе было два больших недостатка: ограниченный кредит означал, что бразильская экономика росла медленнее, чем могла бы, а бразильское центральное правительство оставалось бедным и слабым. Педру II не обладал обширной налоговой базой. Он не мог взимать налоги с дохода, имущества или потребления бразильских олигархов, поскольку они контролировали парламент, а именно парламент должен был утверждать все налоги<sup>52</sup>. Он мог заимствовать, продавая облигации на рынках Лондона и Рио-де-Жанейро, но масштабы таких заимствований были заведомо ограничены, поскольку рынок понимал, какие были объемы его налоговых доходов<sup>53</sup>.

Правительство могло и взимало налог на экспорт бразильского кофе, но экспорт кофе в середине XIX века был небольшим из-за высокой стоимости перевозки кофе из внутренних областей страны на побережье на спинах мулов. Когда шел дождь, эта стоимость повышалась, поскольку мулы по колено увязали в грязи. Железные дороги облегчили бы эту проблему, но, как и в большинстве

---

50. Summerhill (планируется к публикации).

51. Summerhill (2008).

52. Leff (1997), 50–57.

53. Summerhill (2008).

## ИНФЛЯЦИОННЫЕ МАШИНЫ

других стран, строительство железных дорог большой протяженности требовало государственных субсидий. Педру II оказался в замкнутом круге: ему были нужны железные дороги, чтобы страна могла экспортировать больше кофе, что дало бы ему более обширную налоговую базу, но он не мог строить железные дороги, поскольку у него не было достаточно налоговых доходов. Он не мог решить свои проблемы заимствованиями, поскольку масштаб этих заимствований был ограничен его налоговыми возможностями. Таким образом, серьезный рост строительства железных дорог в Бразилии не мог начаться до 1880-х, когда его стали финансировать иностранные инвесторы из Великобритании, которым правительство дало гарантии их прибылей<sup>54</sup>.

Ситуацию в Бразилии, как и ситуацию в правительстве Педру II, возможно, лучше всего демонстрирует не статистика, а жалкое выступление бразильской армии в войне против крошечного и отсталого Парагвая в 1860-х годах — войне, в которую Педру II ввязался только потому, что Парагвай объявил войну Бразилии. Все население Парагвая насчитывало всего около 400 000 человек, которые выживали преимущественно за счет экспорта парагвайского чая (мате) в такие же бедные внутренние провинции Аргентины. Парагвайская армия по большей части была вооружена старыми гладкоствольными мушкетами, а ее флот имел всего лишь одну канонерскую лодку. Однако Бразилии понадобилось шесть лет, чтобы одержать победу. Пока его армия с горем пополам воевала, Педру II продолжал заниматься единственными делами, которыми позволяла ему заниматься его истощенная казна с тех пор, как он стал императором: он изучал флору и фауну Бразилии и совершенствовался в экзотических языках, включая санскрит, арабский, греческий, древнееврейский, китайский, окситанский и тупи (диалект индейцев Бразилии).

---

54. Summerhill (2003), chapters 2 and 3.

## Г Л А В А 13

# Демократические последствия инфляционного налога в Бразилии

Мое правление пришлось на период инфляционной спирали, которая разрушала все плоды моего труда... Я был рабом людей, и сегодня я освобождаю себя для вечной жизни. Но люди, чьим рабом я был, больше не будут рабами ни для кого. Моя жертва навечно останется в ваших душах, а моя кровь будет вашим искуплением... Я спокойно делаю свой первый шаг по дороге в вечность и расстаюсь с жизнью, чтобы войти в историю.

*Из предсмертной записки бразильского президента Жетулио Варгаса (1954 год)*

**Г**ЛАВНЫЙ мотив, проходящий через эту книгу, заключается в том, что политические обстоятельства определяют характер Игры банковских договоренностей, которая, в свою очередь, определяет то, какие типы банков появятся в обществе. Глава 12 демонстрирует, что вечно слабое автократическое правительство колониальной и имперской Бразилии дало ей небольшую и нестабильную банковскую систему. Основной функцией банков с национальными лицензиями (при условии, что они существовали) было государственное финансирование, которое они осуществляли преимущественно за счет взимания инфляционного налога.

В данной главе мы рассматриваем падение королевской власти в Бразилии и приход демократии. Этот переход не был гладким. Старая республика, которая пришла вслед за монархией, не была особенно демократической. За ней последовали длительные периоды автократического правления и короткие периоды квазидемократических правительств. Инфляционный налог, взимаемый в интересах государственного финансирования, вновь стал основной функцией бразильских банков. Со временем бразильцы выработали способы избегать инфляционного налога (сохраняя все более низкие уровни наличных

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

денежных средств и традиционных банковских депозитов), в ответ на что правительство еще сильнее разогнало темпы инфляции, чтобы попытаться получить тот же уровень доходов от снижающейся налоговой базы. Начиная с конца 1980-х инфляция стала такой высокой и такой непопулярной, что помогла свергнуть военную администрацию в Бразилии и стимулировать восход демократии.

На протяжении большей части бразильской истории демократия была лишь мечтой. До конца 1980-х годов институты, которые регулировали политическую систему, были спроектированы таким образом, чтобы у большей части населения практически не было права голоса в принятии политических решений. Причины сохранения авторитарных политических институтов несложно угадать: с колониальных времен и до настоящего времени социальное неравенство в Бразилии было одним из самых сильных в мире. Элиты вполне обоснованно боялись, что, если у бедных будет политическая власть, они будут голосовать за перераспределение богатства. Соответственно, элиты использовали свое богатство и военную власть, чтобы формировать политические правила в стране и продолжать держать под своим контролем экономику, банковскую систему, процесс выборов, суды и доступ к образованию. Асимметричное распределение политической власти и экономических возможностей взаимно усиливались и позволяли друг другу существовать веками.

Когда в конце 1980-х годов в Бразилии наконец появилась стабильная демократия с широким избирательным правом, сильных либеральных политических институтов не было. Как и конституции недавно появившихся демократий, бразильская конституция 1988 года мало защищает от популизма. Она создает мощную федеральную исполнительную власть, избираемую прямым голосованием, действия которой трудно заблокировать законодательной власти. Кроме регулярных выборов она устанавливает другие формы прямого участия в законотворчестве типа плебисцита, референдумов и возможности для рядовых граждан от 16 лет и старше предлагать законопроекты. И наконец, конституция оговаривает длинный список «позитивных прав» для граждан — вот почему она занимает 425 страниц. Она включает в себя подробные правила, регулирую-



щие такие вопросы, как пособие по безработице, зарплату, бонусы, ставки оплаты за сверхурочную работу, участие в прибыли, отпуск по уходу за ребенком, оплачиваемый отпуск и исключительные права профсоюзов. Возведя эти вопросы до уровня прав, гарантированных конституцией, архитекторы конституции сделали так, чтобы выбранные правительства не могли ослабить их в законодательном порядке. Эти права можно изменить только через поправки к конституции, что требует квалифицированного большинства голосов в обеих законодательных палатах правительства.

Такие конституции, как в Бразилии, не появляются случайно. Они создаются в обществах, характеризующихся высокой степенью неравенства в человеческом капитале, доходах и благосостоянии. Граждане, чьи жизненные возможности систематически ограничивались, имеют сильные стимулы отдавать предпочтение политическим институтам, которые уравнивают правила игры или даже изменяют эти правила в свою пользу.

Сильные различия в бразильских политических институтах до и после 1989 года стали причиной существенных изменений в банковской системе. До 1989 года Игра банковских договоренностей в Бразилии создавала либо крошечную, самую слаборазвитую банковскую систему, какую только можно представить, либо банковскую систему, которая была призвана взимать инфляционный налог, доходы от которого делились между правительством и банками. Ничего непонятного в бразильском инфляционном налоге не было: на своем пике ежегодный объем перераспределения средств от владельцев текущих и чековых счетов правительству и банкам составлял целых 8% ВВП. За исключением банков, которые были созданы в других целях, банки выступали либо как механизм, который помогал правительствам штатов обойти ограничения, наложенные на их бюджетные расходы, либо как средство мобилизации капитала для фондирования привилегированных коммерческих и промышленных предприятий, принадлежащих банкирам.

После 1989 года Игра банковских договоренностей в Бразилии вращалась вокруг создания рабочих мест для политически важных избирателей. Избираемые демократическим путем правительства в Бразилии стре-

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

мились положить конец печально непопулярной гиперинфляции, бремя которой легло преимущественно на широкие массы бедного населения. При демократии избиратели отдавали предпочтение кандидатам, которые не только обещали положить конец инфляции, а действительно это делали. Подобное же электоральное давление объясняет, почему избранные демократическим путем президенты Бразилии побуждали губернаторов штатов приватизировать банки штатов, которые они контролировали: лишение губернаторов штатов банка, через который они могли финансировать дефициты, было ключом для устранения гиперинфляции, поскольку необходимость постоянно спасать эти банки налагала бюджетные расходы на федеральное правительство, что, в свою очередь, создавало необходимость извлекать доходы с помощью инфляционного налога.

Однако средний бразильский избиратель хотел не только остановить инфляцию: он также хотел перераспределения доходов и возможностей. Бразильские демократические правительства после 1989 года вынуждены были ходить по краю популистской пропасти: повышая налоги для богатых, чтобы финансировать государство всеобщего благоденствия, они должны были ограничивать масштабы бюджетного перераспределения, чтобы интересы элит продолжали совпадать с принципами демократии, и элиты не вывозили бы богатства из страны. Таким образом, происходит существенное перераспределение через правительственные банки, которые распределяют кредит, исходя из возможностей трудоустройства, которые их кредитование создает для избирателей. На самом деле три крупнейших бразильских банка, которые в совокупности контролируют свыше 40% всех банковских активов, принадлежат правительству. Поэтому, несмотря на то что правительства после 1989 года стремились возродить систему частных банков, чтобы создать возможности получения прибыли для банков и кредита для предпринимателей и населения, задачи правительства по перераспределению ограничивали эти попытки. Большая часть сбережений в стране используется для поддержки политически очевидных программ создания рабочих мест, а не для инвестиций амбициозных компаний или потребления.

## Прощай, рабство! Здравствуй, дешевый кредит!

Бразилия, которой Педру II «управлял» в 1880-х годах, очень отличалась от той нации, которая существовала, когда он взошел на трон в 1842 году. Рост «экономики кофе» и отмена рабства означали, что с 1850 года в Бразилию начали прибывать иммигранты, и спрос, созданный этими иммигрантами-рабочими, стимулировал рост современных фабрик, производящих пиво, хлопковые ткани, сигареты и другие потребительские товары. Рост производства привел к появлению промышленников и промышленных рабочих, которые не собирались позволять тонкой прослойке элит из числа владельцев плантаций управлять страной в своих собственных интересах<sup>1</sup>. Слабость, проявленная вооруженными силами Бразилии в войне с Парагваем, выявила необходимость более профессиональной армии, и младшие офицеры этой армии не могли не заметить, что политические и экономические институты ставили страну в очень невыгодное положение по сравнению с обществами, в которых они видели образец, в частности с республиканской Францией. Южные и центральные регионы страны, такие как Сан-Паулу и Минас-Жерайс, затмевали Рио-де-Жанейро и северо-восток в плане экономической значимости, и их элиты требовали права избирать своих собственных президентов провинций. К 1880-м годам Педру II был пожилым и больным, и активные республиканские и аболиционистские движения оспаривали его имперскую власть.

Однако одна опора, поддерживающая монархию, сохранилась: это бразильские рабовладельцы, которые на протяжении почти всей истории страны были источником реальной власти. Они управляли локальными правительствами и командовали вооруженными силами штатов. Они проводили выборы и решали, кто «победит». Они владели землей и почти всеми людьми, и они решали, кто будет работать и на каких условиях. Однако к концу 1880-х годов мир изменился. Рабо-

---

1. Сравнение роста промышленности в Бразилии и других странах Латинской Америки в этот период можно найти в работе Haber (2006a).

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

владельцы больше не контролировали все. Они больше не доминировали в парламенте и не оказывали влияния на дочь императора, принцессу Изабеллу. Когда Педру II уехал из страны на лечение в 1888 году, принцесса Изабелла тайно договорилась с группой либералов, которые контролировали парламент, о том, чтобы освободить оставшихся рабов. Возможно, не осознавая этого, она сломала последнее препятствие, стоявшее между ней и кораблем, который вскоре увезет ее с отцом в ссылку.

Педру II вместе с виконтом Ору-Прету, который был и премьер-министром при императоре, и министром финансов, однако, полностью осознавали последствия ее шага. Когда император вернулся из Европы, он и виконт Ору-Прету нашли способ задобрить плантаторов, предложив им нечто, за что они боролись с 1870-х годов: дешевый кредит. Виконт Ору-Прету подписал соглашения между правительством, Банком Бразилии и Banco do Bahia о выдаче долгосрочных недорогих кредитов плантаторам. Половину денег предоставляло правительство, а половину — банки. Банки взяли правительственные деньги и выдали их в качестве кредита, но своих собственных не дали. Когда этих мер оказалось недостаточно, виконт Ору-Прету подписал подобные же контракты с 17 другими банками. Эти банки с радостью выдали в качестве кредитов предоставленные им правительством средства, без процентов, но затем отказались кредитовать из своих собственных средств. Вместо этого они попросили виконта Ору-Прету выдать больше правительственных денег, что он и сделал. На самом деле монархия старалась заключать сделки с индивидуальными банками, чтобы закачивать кредитные ресурсы в сельские местности с целью сохранить свое господство. Например, Banco de Credito Real получил 5 млн мильрейсов от федерального казначейства всего за несколько месяцев до развала империи, что позволило банку утроить объемы долгосрочных дешевых сельскохозяйственных ипотечных кредитов плантаторам из Сан-Паулу<sup>2</sup>.

Для стимулирования этого бума кредитования виконт Ору-Прету также позволил некоторым банкам печатать свои собственные банкноты, что было сильным откло-

---

2. Hanley (2005), 122–23; Schulz (2008), 74–77.

нением от предшествующих практик. Важно отметить, что от банков не требовали погашать свои банкноты денежными единицами: банкноты погашались на 20% денежными знаками, а на 80% — казначейскими облигациями, которые банки должны были покупать, чтобы обеспечить свои выпуски банкнот. Более того, правительство не принимало эти банкноты в качестве оплаты значимых налогов и сборов, которые были его единственным крупнейшим источником доходов<sup>3</sup>.

Банки появлялись за одну ночь, чтобы воспользоваться этими субсидиями, а существующие банки наращивали свои капитальные базы за счет выпуска дополнительных акций, чтобы можно было получить больше правительственных беспроцентных денег. Есть некоторые свидетельства того, что банки не всегда использовали эти средства, чтобы выдавать новые кредиты плантаторам: вместо этого они иногда конвертировали просроченные краткосрочные кредиты плантаторам в долгосрочные ипотечные кредиты, а затем выдавали субсидируемые правительством средства другим — включая физических лиц, которые затем использовали их, чтобы покупать акции банков<sup>4</sup>.

Эти операции породили бум на рынке банковских акций и привели к учреждению множества новых банков. Однако, к сожалению для Педру II, кредитные субсидии не позволили ему сохранить монархию. 15 ноября 1889 года армия восстала против правительства; император на следующий день был отправлен в изгнание.

## До свидания, монархия! Здравствуйтесь, финансовые аферы!

Временное военное правительство, которое пришло к власти после падения монархии нуждалось не только в получении доверия плантаторов, но и в финансировании своих расходов. Поэтому его министр финансов Руй Барбоза не только сохранил кредитные программы виконта Ору-Прето для сельского хозяйства; он также

---

3. Hanley (2005), 122.

4. Schulz (2008), 74–77.

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

начал эксперимент по финансовой инженерии, который был, мягко говоря, абсолютно безрассудным. Однако он был безрассудным по необходимости — инструментом, используемым отчаявшимся правительством для сохранения хрупкой политической коалиции. Основа плана Барбозы заключалась в одновременном получении кредита для своего правительства и расширении денежной массы с целью сделать кредит доступным для плантаторов, купцов и промышленников<sup>5</sup>.

В течение двух месяцев после прихода к власти Барбоза продал банковскую реформу, которая не только облегчала создание коммерческого банка, но также стимулировала формирование универсальных банков в немецком стиле, чьи портфели включали значительные объемы долгосрочных ипотечных кредитов. Барбоза разрешил трем из этих банков выпустить банкноты на сумму до 450 000 конто (конто равно тысяче мильрейсов), обеспеченных правительственными облигациями, — эта сумма вскоре была снижена до 250 000 из-за протестов его коллег, поскольку Барбоза, по сути, дал банкам право увеличить денежную массу более чем в два раза. В сущности, Барбоза обменял кредит правительству на право печатать банкноты, которые можно выдавать в кредит под проценты. Условия кредита были достаточно примечательны: процентная ставка по правительственным облигациям, которые банки согласились покупать, чтобы обеспечивать свои выпуски банкнот, была снижена с 5 до 2%.

В обмен банкиры вытянули из правительства ряд уступок: свободную землю, преференции в получении контрактов на строительство железных дорог и других инфраструктурных проектов, преференции в получении контрактов на добычу, право экспроприировать землю, чтобы осуществлять эти проекты. Они также получили налоговые льготы для компаний, которые основали, включая освобождение от импортных тарифов на ресурсы, необходимые для «развития железных дорог, рек, шахт и других источников производства»<sup>6</sup>. Разрешив бан-

---

5. Более подробную информацию о финансовых махинациях во время этого бума на фондовом рынке, случившегося из-за банков и известного как *Encilhamento*, можно найти в работе Schulz (2008).

6. Цитата из Hanley (2005), 124.

кирам инвестировать в коммерческие и промышленные предприятия, Барбоза не просто дал им право выпускать денежные единицы: он косвенно дал им лицензию печатать деньги, которые они могли выдавать в кредит своим собственным промышленным и коммерческим фирмам. При этом залогом по этим кредитам были акции этих же самых фирм. Короче говоря, он обменял кредит правительству на право построить карточный домик<sup>7</sup>.

В тот же самый день, когда Барбоза заключил эту сделку, он изменил общий закон об учреждении компаний, чтобы корпоративные инсайдеры имели больше преимуществ перед миноритарными акционерами<sup>8</sup>. До 1890 года в Бразилии существовала форма резервных обязательств, подобная английской: акционер, который еще не полностью оплатил стоимость своих акций, все равно нес ответственность, эквивалентную их полной номинальной стоимости. Личное «резервное обязательство» акционера сохранялось, даже если он продавал свои частично оплаченные акции, а период этой ответственности продолжался пять лет. Эта характеристика закона была призвана ослабить стремление беспринципных основателей создавать сомнительные компании для обмана инвесторов. Новый закон Барбозы об учреждении компаний явным образом отменял эти ограничения: акционеры, которые не полностью оплатили номинальную стоимость своих акций, несли полную ответственность по этой стоимости только до того момента, как ежегодное собрание акционеров утверждало счета компании<sup>9</sup>.

---

7. Hanley (2005), 124–125; Schulz (2008), 80–81.

8. Общий закон об учреждении компаний не распространялся на банки или фирмы, имеющие правительственные льготы. Как и во всех предыдущих версиях бразильского корпоративного права, банкам требовалось отдельное правительственное разрешение для деятельности. Musacchio (2009b), 33.

9. Изначально акционеры должны были оплатить всего 10% капитала, чтобы фирма начала деятельность, и всего 20%, чтобы ее акции начали торговаться. В 1891 году эти коэффициенты выросли до 30 и 40% соответственно, чтобы предотвратить сомнительные операции. Та же самая реформа потребовала от акционерных компаний публиковать в крупной газете полный список акционеров, устав компании и информацию о сделке с брокером или банком, который выступал андеррайтером по IPO. Правительство создало себе стимул обеспечивать исполнение этих законов, поскольку корпоративные дивиденды теперь облагались

ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

Не все экономические историки Бразилии осуждают закон Барбозы об учреждении компаний. Некоторые указывают на то, что многие крупнейшие бразильские производственные компании были созданы в результате серий IPO в этот период. Таким образом, они ставят Барбозе в заслугу реформы, которые способствовали промышленному развитию<sup>10</sup>. Другие указывают на то, что, каким бы позитивным ни был вклад производственных компаний в экономическое развитие Бразилии, основание новых эмиссионных банков наряду с этими изменениями в корпоративном законодательстве создало идеальную среду для мошенничества. Как продемонстрировал Джон Шульц, до того как в 1891 году законы были пересмотрены с целью ограничить махинации, банкир мог основать производственную, риэлтерскую или коммерческую компанию на базе общего закона об учреждении компаний, получить особые льготы от правительства, дававшие фирме видимость ценности, оплатить 10% капитала деньгами, им же самим и напечатанными, а затем продать акции инвесторам, которые купили бы их, потому что: (а) банкир имел репутацию человека, который умеет делать деньги, и (б) акционеры должны были заплатить всего 10% номинальной стоимости акций. Затем банкир мог использовать деньги от этой продажи: (а) чтобы выплатить самому себе неплохое директорское вознаграждение, (б) купить по завышенным ценам сырье для новой фирмы у других фирм, которые он же и контролировал, (с) купить акции своей собственной компании на рынке, чтобы взвинтить их курс, и (d) выплатить дивиденды акционерам. Убедив акционеров, что все идет гладко — ведь они как-никак получили щедрые дивиденды, а цена акций выросла, — он собрал бы дополнительные 10% от заявленного уставного капитала и повторил бы этот процесс, таким образом, постепенно переводя состояние акционеров в свои собственные карманы. К тому времени, как акционеры обнаружили бы, что их обобрали, банкир уже давно бы успел продать свои акции<sup>11</sup>.

---

налогом в 5%. Haber (2003), 265; Hanley (2005), 86–88, 93–98; Schulz (2008), 81–82; Musacchio (2009b), 33–34, 43–44.

10. Stein (1957), 87–88; Haber (1998); Hanley (2005), 167–168.

11. Schulz (2008), 85–86.



В 1890 году Барбоза зашел еще дальше: вдобавок к разрешению, которое он уже дал трем банкам на выпуск банкнот под залог правительственных облигаций, он теперь разрешил еще двум банкам (Банку Бразилии и Banco Nacional) выпускать банкноты общей стоимостью, в два раза превышающей их капитал, до 50 000 conto каждому. Эти банкноты «обеспечивались» золотом, но не могли конвертироваться в золото. Другими словами, они фактически не были обеспечены ничем. Как будто этого было мало, один из банков, который в 1889 году получил разрешение выпустить банкноты на сумму 50 000 conto под залог правительственных облигаций, Banco de Credito Real (принадлежащий финансисту Франсишку Майринку), по всей видимости, вообще не купил никаких облигаций: он просто напечатал деньги. Позднее, в 1890 году, Барбоза дал право выпустить «неконвертируемые, обеспеченные золотом банкноты» еще пяти банкам, один из которых, Banco dos Estados Unidos do Brasil, также принадлежал Майринку. В конечном счете все разрешения Барбозы привели к тому, что денежная масса в Бразилии выросла в два раза в период с 1890 по 1891 год. Большая часть этого роста денежной массы была превращена в кредиты фиктивным или квазификтивным предприятиям, включая множество новых банков, которые воспользовались реформами Барбозы в области общего закона об учреждении компаний<sup>12</sup>.

Эта ситуация еще больше усугублялась тем фактом, что многие ипотечные сельскохозяйственные контракты, которые подписывали банки, были сомнительной ценности. Бразильские законы запрещали дробление поместий для выплаты долга. Поэтому банки не могли наложить взыскание на какую-либо часть имения, включая его строения или технику, чтобы погасить просроченный кредит, если такое действие снижало производственную мощность поместья<sup>13</sup>. Некоторые банки поступали осмотрительно, вообще не выдавая кредитов плантаторам. Другие выдавали ипотечные кредиты преимущественно за счет выпуска банкнот, кото-

---

12. Schulz (2008), 84.

13. Hanley (2005), 147.

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

рые не были чем-либо обеспечены. Например, Banco de Credito Real стал крупнейшим ипотечным кредито-ром в штате Сан-Паулу. В конечном итоге он рухнул из-за огромного количества непогашенных ипотечных кредитов в 1905 году. Ликвидаторы заявили, что многие его сельскохозяйственные кредиты были выданы «без надлежащей тщательности при проверке кредитных за-явок; [и] без достаточной строгости относительно соот-ветствующих оценок, которые преимущественно были завышены»<sup>14</sup>. По их оценке, стоимость портфеля была завышена как минимум на 60%, и многие банковские ак-тивы ничего не стоили. Это означало, что банкноты, ко-торые банк выдал плантаторам и которые теперь цир-кулировали в экономике в качестве денег, также стоили значительно меньше своей номинальной стоимости<sup>15</sup>.

## Нет ничего более постоянного, чем временное: Старая республика

Выборы конституционного собрания в ноябре 1890 года для написания конституции бразильской «республики» мало что сделали для изменения автократической си-туации в стране. Все министры временной военной ад-министрации, за исключением одного, были избраны в конституционное собрание. Правительство, которое пришло к власти в следующем году, было республикан-ским только номинально: оно состояло из генералов, которые устроили переворот 1889 года. Правила, регу-лирующие избирательное право при республике, были еще более ограничены, чем при монархии, — право го-лоса имели приблизительно 5% населения — а полити-ческие правила давали президенту большую свободу в принятии политических решений, чем имел импе-ратор. Хотя во власти начали появляться новые про-грессивные промышленные и коммерческие элементы, в частности, из стремительно растущего штата Сан-Паулу, в республике все еще доминировали богатые эли-

14. Цитата из Hanley (2005), 140.

15. В 1890-х эти банкноты обычно торговались в пределах 60–70% своей номи-нальной стоимости. Hanley (2005), 140, 148.

ты. Одно существенное изменение заключалось в том, что конституция признала фундаментальное политическое разделение Бразилии, создав федеральную систему, которая дала значительную автономию штатам. Тем не менее исход выборов в этой системе был предreshен: элиты двух крупнейших штатов — Сан-Паулу и Минас-Жерайс — просто передавали пост президента из рук в руки.

Подготовка конституции для республики создала еще одну возможность для финансового надувательства. В декабре 1890 года Барбоза позволил нескольким крупнейшим банкам страны объединиться, создав поразительно крупный эмиссионный банк, который был снизу доверху набит кредитами сомнительного качества. Banco dos Estados Unidos do Brasil объединился с Banco Nacional, в результате чего был создан Banco da Republica, которому было разрешено сохранить все привилегии своих предшественников. Кроме того, Banco da Republica купил привилегии по выпуску банкнот, которыми пользовался Банк Бразилии. Получившийся в итоге мегабанк имел право на выпуск банкнот, объемом в три раза превышающим совокупный капитал Banco dos Estados Unidos do Brasil, Banco Nacional и Banco do Brasil. Эти банкноты должны были конвертироваться в золото, но только если стоимость мильрейса превышала 27 британских пенни за целый год — это событие было весьма маловероятным, поскольку быстрый рост денежной массы привел к тому, что бразильский мильрейс стоил всего 20 пенни в период, когда была заключена сделка с Banco da Republica. Через год он будет стоить 12 пенни<sup>16</sup>.

Почему Барбоза повел страну по пути, который мог привести только к финансовой катастрофе, — вопрос, который давно интересует историков, занимающихся Бразилией. Одно из объяснений — некомпетентность, хотя трудно представить, что кто-то может принять столько плохих решений за такое короткое время только из чистого невежества или глупости. Еще одно объяснение заключается в том, что Барбоза был в отчаянии: ему необходимо было получить политическую поддержку фермеров, которым был нужен дешевый кредит, и также

---

16. Schulz (2008), 87, 93.

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

ему нужно было финансировать формирующееся правительство. Если бы банкам было позволено печатать деньги в неограниченных количествах, плантаторам, несомненно, было бы легко получить кредит. Более того, тот факт, что банки использовали некоторые банкноты, которые они выпускали, для покупки правительственных облигаций, был, по сути, способом взимания инфляционного налога с населения. Это последнее объяснение совпадает с важнейшим фактом: бразильская конституция 1891 года отказала центральному правительству в доступе к важнейшему источнику налогового дохода — экспортным доходам; этот налог теперь собирался непосредственно штатами.

Третье потенциальное объяснение, которое не противоречит ни первому, ни второму, это то, что Барбоза получал часть доходов со сделок, которые он помогал заключать. В августе 1890 года, когда Барбоза все еще был министром финансов, Франсишку Майринк — основной акционер Banco de Credito Real do Brasil и Banco dos Estados Unidos do Brasil (который вскоре стал Banco da Republica), а также крупный учредитель других многочисленных корпораций — купил в подарок Барбозе особняк. Англоязычное издание Rio News, комментируя эту сделку, отметило, что «в этом эгоистичном грешном мире никто не дает государственному чиновнику 100 000 долларов из патриотизма или личного обожания»<sup>17</sup>. После отставки Барбоза был назначен директором нескольких компаний Майринка<sup>18</sup>.

Вне зависимости от его мотивов шаги Барбозы привели к надуванию спекулятивного пузыря. Банки использовали деньги, которые они печатали, для покупки акций корпораций, принадлежавших своим же собственным директорам, и получившийся в итоге стремительный рост котировок убедил всех прийти на фондовый рынок. Сотни новых компаний провели IPO в течение всего нескольких месяцев, а подписка на их акции завершилась за несколько дней, если не сказать часов<sup>19</sup>. Объем номинального капитала корпораций, зарегистрирован-

---

17. Цитата из Schulz (2008), 84.

18. Schulz (2008), 84.

19. Musacchio (2009b), 42.



РИС. 13.1. Размер бразильской банковской системы, 1875–1935

Источник: Оценки на основе данных по фондовому рынку из различных выпусков *Jornal do commercio*.

ных на биржах Сан-Паулу и Рио-де-Жанейро, который в мае 1888 года составлял 410 000 конто (приблизительно 136 млн долларов 1888 года), удвоился до 963 965 конто к декабрю 1889 года, а затем вновь удвоился к декабрю 1890 года. К декабрю 1891 года он достиг 3778 695 конто, что соответствует четырехкратному увеличению всего за три года. Рыночная капитализация бразильских корпораций выросла с 15% ВВП в конце 1880-х годов до 40% в 1891 году<sup>20</sup>. Рост банковской системы был таким же впечатляющим. В 1888 году в стране было всего 27 банков. В 1891 году, как показывает рис. 13.1, их было уже 133. Их совокупная реальная капитализация (в милрейсах 1900 года) в четыре раза превышала показатель 1888 года.

Когда пузырь начал сдуваться в конце 1891 года, новое республиканское правительство, возглавляемое теперь генералом Мануэлом Деодору да Фонсека, попросило конгресс разрешить *Banco da Republica* выпустить банкноты еще на 600 000 конто без какого-то реального обеспечения. Деодору, по сути, старался поддержать

20. Haber (1998), 286; Musacchio (2009b), 43.

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

котировки акций за счет расширения денежной массы. Когда конгресс отказался, Деодору его распустил. Операции, совершаемые Деодору на фондовом рынке, длились недолго. Элиты Сан-Паулу устроили восстание, а флот и часть армии их поддержали. Деодору был вынужден уступить свой пост вице-президенту, еще одному военному лидеру<sup>21</sup>.

Ни одна финансовая манипуляция не могла предотвратить неизбежного: пузырь, созданный виконтом Ору-Прету, Барбозой и преемником Барбозы Генриком Перейрой де Лусена, лопнул в конце 1891 года и увлек за собой большинство бразильских банков. Как показывает рис. 13.1, количество функционирующих банков с 1891 года сильно упало. В попытке восстановить стабильность президент Флориану Пейшоту попросил конгресс принять закон о банковской реформе. Когда конгресс отказался, он просто навязал новый закон указом, пока конгресс был на каникулах. В декабре 1892 года он объединил Banco da Republica и (третий) Банк Бразилии, создав Banco da Republica do Brasil, которому он дал монополию на все новые выпуски банкнот. Правительство назначало трех из девяти директоров банка, включая его президента и вице-президента<sup>22</sup>.

### Опять инфляционный налог: (Четвертый) Банк Бразилии

В 1890-х годах бразильские банки продолжали банкротиться; невозвратные кредиты, выданные во время бума в 1888–1891 годах, можно было на какое-то время лишь скрыть. Но продолжать скрывать свою неплатежеспособность правительство не могло. В 1898 году ему пришлось взять кредит на консолидацию задолженности у Дома Ротшильдов, которые потребовали у правительства в качестве условия рефинансирования его долга сократить денежную массу. Этот шаг положил конец снижению стоимости мильрейса, но реальное повышение обменного курса стимулировало двухлетнюю рецессию,

21. Schulz (2008), 92–93.

22. Triner (2000), 46; Schulz (2008), 107–108.

одним из последствий которой была банковская паника, приведшая к банкротству оставшихся банков<sup>23</sup>.

Даже созданный Пейшоту Banco da Republica do Brasil, который контролировал примерно треть всех активов банковской системы и действовал в качестве ответственного банка, становился все более неплатежеспособным. Однако учитывая его размер и тот факт, что он был агентом министерства финансов, он обладал косвенной гарантией типа «слишком большой, чтобы обанкротиться», и банк ей, по всей видимости, пользовался в 1890-х: он требовал постоянных кредитов и другой поддержки от казначейства, чтобы оставаться на плаву<sup>24</sup>. Тем не менее он тоже обанкротился во время банковского кризиса 1900 года, а казначейство взяло на себя административный контроль над банком и отменило его коммерческие операции<sup>25</sup>. В 1906 году республиканское правительство признало кредиты, которое оно выдало банку, невозвратными. Поэтому оно национализировало банк и превратило его в четвертую ипостась Банка Бразилии. Акционеры получили акции нового Банка Бразилии, правительство конвертировало долги банка перед казначейством в акции, а дополнительные акции были проданы новым инвесторам.

Как и его предшественники, четвертый Банк Бразилии был коммерческим банком и имел все права на принятие депозитов и выдачу кредитов частным лицам. Он также выступал бюджетным агентом казначейства, храня у себя государственные средства и выдавая кредиты правительству. Ему не было позволено действовать в качестве универсального банка: он не мог приобретать ценные бумаги других корпораций и не мог выдавать кредиты сроком более чем на шесть месяцев. Как и в случае с третьим Банком Бразилии, президент Бразилии назначал президента банка и одного из его четырех директоров. Однако банк отличался от своих предшественников тем, что центральное правительство было его самым крупным акционером — ему принадлежала почти треть его акций. За исключением краткого

---

23. Hanley (2005), 149–51, 171–78; Musacchio (2009b), 50.

24. Schulz (2008), 114, 119.

25. Triner (2000), 72–73.

ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

периода с 1923 по 1926 год, ему не было разрешено выпускать денежные знаки: эта привилегия была сохранена за казначейством. Короче говоря, четвертый Банк Бразилии был создан как коммерческий банк, который из-за своей структуры собственности был склонен инвестировать в казначейские банкноты и векселя<sup>26</sup>.

В оставшийся период Старой республики — то есть до конца XX века — в бразильской банковской системе доминировал четвертый Банк Бразилии. Источник этого доминирования нетрудно угадать: кроме хранения у себя государственных средств, Банк Бразилии был единственным банком в стране, которому было по закону позволено развивать сеть филиалов в разных штатах. Все другие банки могли открывать филиалы только в пределах штата своей первоначальной регистрации<sup>27</sup>. В 1923 году федеральное правительство увеличило свой контроль в банке, нарастив его капитал — с 70 000 до 100 000 conto, а казначейство подписало на все дополнительные банкноты. Это значит, что он стал во всех отношениях государственным центральным банком, чьей задачей было использование депозитов из его филиалов по всей стране для кредитования казначейства. В 1925 году, как раз после того, как правительство увеличило свой контроль над банком через подписку на дополнительный капитал, кредиты банка казначейству составляли 25% всей его базы активов. Выпуск банкнот для переучета Банком Бразилии стал механизмом, при помощи которого казначейство фондировало дефициты, составлявшие от трети до половины правительственных доходов<sup>28</sup>. Тот факт, что Банк Бразилии был высоко прибыльным (норма прибыли на его акции примерно вдвое превышала доходность у всех других банков), означал, что он мог обеспечить своему основному акционеру — казначейству — устойчивый дивидендный доход<sup>29</sup>.

Сделанные Альдо Мусаччио оценки доли банковского кредита в ВВП означают, что эта банковская система,

---

26. Topik (1987), 39.

27. Triner (2000), 152.

28. Topik (1987), 45–52; Triner (2000), 54.

29. Berg and Haber (2009).



в которой доминировал Банк Бразилии, выдавала очень мало кредитов для частных целей. С момента основания Банка Бразилии в 1906 году до свержения республики в 1930 году банковский кредит физическим лицам, фермам и коммерческим предприятиям в среднем составлял всего 13% ВВП. Как только казначейство стало основным акционером в 1923 году, эта доля стала еще ниже — всего 6% ВВП<sup>30</sup>.

## Долой старое, да здравствует старое

Старая республика во многих отношениях была продолжением бразильской монархии. Правила, регулирующие избирательное право, не давали большинству людей никакого политического голоса, а президент избирался конгрессом непрямым голосованием. Центральное правительство оставалось бедным и слабым. У штатов было право взимать экспортные налоги, получать иностранные кредиты и организовывать свои собственные вооруженные отряды. Региональные элиты продолжали управлять своими штатами как квазифеодальными владениями. Система сохранялась благодаря тому, что два самых важных в экономическом плане штата, Сан-Паулу и Минас-Жерайс, использовали свой контроль над законодательной властью, чтобы передавать друг другу пост президента<sup>31</sup>. Избрание на должность губернатора одного из этих штатов обычно понималось как шаг на пути к посту президента. Законодатели Сан-Паулу и Минас-Жерайс потом сделали так, что экономическая политика центрального правительства обеспечивала их штатам торговый протекционизм для промышленных производителей и ценовую поддержку для производителей кофе через правительственные закупки избыточных запасов.

Великая депрессия бросила серьезный вызов договоренностям, которые поддерживали коалицию элит Сан-Паулу и Минас-Жерайс. Цена кофе рухнула. Про-

---

30. Musacchio (2009b), 64. Единственными странами в современном мире с такими низкими коэффициентами кредитов являются беднейшие страны типа Гаити, Йемена и Сьерра-Леоне.

31. Triner (2000), 18–19.

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

мышленное производство упало. Безработица сильно выросла. Губернатор южного штата Рио-Гранди-ду-Сул Жетулио Варгас создал коалицию под названием Либеральный альянс, который обещал восстановить экономический рост в Бразилии и обеспечить более высокую степень включения в политическую жизнь для рабочих, которые населяли быстрорастущие бразильские промышленные города Сан-Паулу, Белу-Оризонти и Рио-де-Жанейро. Когда в результате махинаций выборы были им проиграны, части армии совершили бескровный переворот, чтобы привести Варгаса к власти.

Варгас происходил из богатой семьи и был в значительной степени «своим» в политике. Так, он был министром финансов в 1926–1928 годах. Тем не менее он понимал, что с момента основания республики в 1891 году бразильское общество стало более урбанизированным, промышленным, в нем увеличилась доля рабочих. Поэтому он воспользовался поддержкой городских избирателей, чтобы создать южноамериканскую версию авторитарного популизма, который имел много общего с фашистскими и националистическими социальными движениями, которые в то время захлестнули Европу. Он использовал свою характерную смесь популизма, антикоммунизма, антисемитизма и фашизма, чтобы создать диктатуру, которая продержалась с 1930 по 1945 год. Как и другие диктаторы этого времени типа Бенито Муссолини, Варгас позиционировал себя как воплощение воли народа, что наглядно демонстрирует эпиграф к этой главе. В конечном итоге он запретил политические партии и захватил контроль над профсоюзами. Когда один человек воплощает волю народа, такие посредники не нужны.

### Банковская политика при авторитарном популизме

Варгасу досталась в наследство банковская система, в которой самый важный банк принадлежал государству и использовался преимущественно для того, чтобы конвертировать депозиты в кредиты правительству или политически важным избирателям. Варгас, который хотел построить государство всеобщего благосостояния

и поддержать рост обрабатывающей промышленности, которая использовала его поддержку, не видел большой необходимости в переделке бразильской банковской системы. До революции 1930 года Банк Бразилии использовался для перечисления денег кофейным плантаторам; теперь его можно было использовать для перечисления денег политически важным промышленникам и покупки государственных облигаций для финансирования создающегося государства всеобщего благосостояния<sup>32</sup>.

Варгас также продвигал и расширял уже практически умирающий государственный сберегательный банк Caixa Economica Federal (CEF), используя его почти для тех же целей, для которых он использовал Банк Бразилии: для формирования долгосрочной политической коалиции. Подражая давней западноевропейской традиции правительственных сберегательных банков, которые стимулировали бедных делать сбережения, бразильское банковское законодательство 1860 года создало популярный сберегательный институт под названием Caixa Economica e Monte de Socorro, который был наряду со ссудо-сберегательной ассоциацией еще и ломбардом. В период Старой республики название этого института было изменено на CEF, ему было позволено принимать чуть более значительные по объему депозиты (размер недельных депозитов частных лиц и баланс любого счета ограничивались законом), а также ему было позволено инвестировать свою депозитную базу в правительственные ценные бумаги. Тем не менее масштаб CEF был достаточно ограничен; никто, похоже, не придавал ему большого значения.

Однако Варгас понял, что расширение правительственного сберегательного банка для населения могло позволить ему получить еще больше сбережений, чтобы финансировать дефицит правительственного бюджета, одновременно позиционируя себя как «покровителя бедных». В 1934 году CEF и другие сберегательные банки были освобождены от налогов, которые взимались со сделок коммерческих банков, им было разрешено выдавать ипотечные кредиты и кредиты муниципальным правительствам и правительствам штатов. Более того,

---

32. Анализ достижений и ограничений государства всеобщего благосостояния Варгаса можно найти в работе Fischer (2008).

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

коммерческим банкам было позволено размещать часть своих портфелей в сберегательных банках. К середине 1930-х годов 30% депозитной базы коммерческих банков было размещено в сберегательных банках<sup>33</sup>.

У Бразилии был короткий опыт демократии, когда Варгас был свергнут с поста президента в 1945 году, но в стране, характеризующейся сильным неравенством в имущественном положении и возможностях, очень сложно, если не сказать невозможно, удержать популистского джина в бутылке. Поэтому не должно стать сюрпризом, что бразильский народ вновь избрал Варгаса президентом в 1951 году. Три года его популистских перегибов опять привели его к столкновению с бразильскими военными. Варгас боролся за то, чтобы остаться у власти, и был замешан в попытке убийства оппозиционного лидера. Но он не был свергнут в результате переворота. Варгас застрелился из своего кольта калибром 0,38 дюйма.

Избранные правительства, которые правили после самоубийства Варгаса, отличались по стилю, но не по существу. Так, президенты периода 1954–1964 гг. в основном были последователями Варгаса: они были популистами, которые старались стимулировать промышленное развитие и расширить государство всеобщего благосостояния, чтобы вознаградить своих городских избирателей из рабочего класса. Как и Варгас, они фондировали все эти инициативы не за счет повышения налогов, а за счет инфляционного налога, который, по иронии судьбы, лег на плечи их же избирателей. Хотя это уменьшало их популярность, у них почти не было выбора: несмотря на их популистскую риторику, их власть висела на волоске. Если бы они пытались финансировать свои амбиции, облагая налогами богатых, они должны были опасаться, что богатые уедут из страны или свергнут их (риск, который, как мы увидим, оказался не таким уж надуманным).

Модель финансирования, используемая Варгасом и популистскими правительствами, которые пришли вслед за ним, была проста: казначейство выпускало облигации, чтобы финансировать государственные расходы, превышавшие налоговые доходы, вызывая тем са-

---

33. Von Mettenheim (2006), 45.

мым инфляцию. Держатели наличных и банковских депозитов, которые либо не приносили процентного дохода, либо процентный доход по ним был ниже уровня инфляции, по сути, платили налог, производный от уровня инфляции. Правительство собирало 100%-й инфляционный налог с наличных. Оно делило инфляционный налог на банковские депозиты с банками и сберегательными банками. Точное соотношение определялось отношением банковских депозитов к наличным денежным средствам в экономике, процентами, уплачиваемыми банками по депозитам, и резервными требованиями, устанавливаемыми правительством (процент банковской депозитной базы, который должен был храниться в качестве беспроцентных резервов наличных в центральном банке, которым до 1965 года был правительственный Банк Бразилии).

На рис. 13.2 мы представляем оценки масштаба бразильского инфляционного налога в его обычном определении в период с 1947 по 1986 год<sup>34</sup>. Во время правления Варгаса в 1951–1954 годах, инфляция начала ускоряться, поскольку он нарастил расходы, чтобы удовлетворить своих избирателей без сопутствующего повышения налогов. Уровень инфляции в эти четыре года в среднем составлял 17% (против 7% в предыдущие четыре года), что соответствует среднему инфляционному налогу в 3,3% ВВП. Семьдесят пять процентов этого налога (2,5% ВВП) шло правительству, а оставшиеся 25% (0,8% ВВП) получали неправительственные банки<sup>35</sup>.

---

34. Мы придерживаемся общепринятых практик определения инфляционного налога как произведения уровня инфляции и суммы наличных на руках у населения, а также денежных резервов, хранимых банками в центральном банке. Однако это измерение не учитывает дополнительную прибыль, которую правительство зарабатывает на инфляции, когда инфляция не прогнозируется рынком. Прогнозируемая инфляция повышает процентные ставки, выплачиваемые по долговым обязательствам, включая и правительственные облигации. Но если реальная инфляция превосходит ожидаемую инфляцию, правительство (как и все дебиторы по облигациям с фиксированной доходностью, которая не индексируется с учетом инфляции) получает прибыль, равную капитальным убыткам кредиторов, когда непредвиденная инфляция приводит к росту процентных ставок.

35. Данные из Lees, Botts, and Cysne (1990), 38–39. Мы корректируем их данные с учетом того факта, что 40,6% депозитной базы хранилось в правительственных банках. Таким образом, правительство получало 40,6% инфляционного трансферта в банковскую систему.

ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

Процент к ВВП



РИС. 13.2. Бразильский инфляционный налог в процентах к ВВП, 1947–1987 гг.

Источник: расчет по данным Lees, Botts, and Cysne (1990), 38, 39, 127.

Примечание. Мы корректируем их данные с учетом того факта, что 40,6% депозитной базы хранилось в правительственных банках.

Инфляционные налоги работают, только если правительство практикует финансовые репрессии. Оно должно не дать населению уклоняться от налогов, превращая свои наличные в банковские счета, которые зарабатывают проценты, превышающие уровень инфляции. Однако ограничение процентных ставок выводит депозиты из банковской системы, что снижает объемы кредита, доступные для кредитования частного сектора, что, в свою очередь, сокращает темпы роста занятости в частном секторе. Варгас был первым, но не последним, кто столкнулся с этой дилеммой. Он купил политическую поддержку за счет социальных программ и обеспечения занятости, которые были выгодны городским промышленным рабочим; но, заплатив за эти программы инфляционным налогом, он дестимулировал рост занятости для тех же самых рабочих. Варгас нашел глубоко ироничное решение: он создал правительственный банк развития, Banco Nacional de Desenvolvimento Economico e Social (BNDES), финансируемый казначейством, чтобы фонтировать предприятия, которые имели большое количество работников. Это значит, что, поскольку печат-

тание денег не стимулировало частные банки к кредитованию, Варгас печатал еще больше денег, чтобы создать правительственный банк, который должен был выдавать кредиты фирмам, выбранным правительством. Это обычно были правительственные предприятия, занимающиеся трудоемкими инфраструктурными проектами типа строительства дорог, мостов и портовых мощностей<sup>36</sup>.

### Замкнутый круг уклонения от инфляционного налога

Проблема с «решениями» типа BNDES заключалась в том, что печатание денег для выдачи их в качестве кредитов работодателям генерировало еще больше инфляции; а по мере того, как уровень инфляции растет, население уходит из банковской системы еще поспешнее, чем раньше, поскольку стоимость их денежной наличности снижается еще быстрее. Но население, которое не хранит денежные средства и не имеет банковских депозитов, уклоняется от инфляционного налога! В ответ на падающий спрос на наличные и банковские депозиты правительство должно печатать еще больше денег, чтобы удовлетворить свои потребности в финансировании. Однако рост инфляции, получающийся в итоге, приводит к дальнейшему снижению налоговой базы. Более того, он сдерживает инвестиции, частично из-за сокращения банковской системы, но также и из-за того, что частным производителям трудно принимать решения относительно производства и инвестиций, когда они не могут прогнозировать уровень цен — что означает, что реальная (нефинансовая) экономика генерирует меньше роста и меньше рабочих мест. Правительство в ответ вынуждено расширять государственные предприятия, но также оно должно фондировать еще большую часть государственного бюджета за счет инфляционного налога. В результате инфляция устремляется резко вверх, банковская система — резко вниз, а в экономике все больше доминируют государственные предприятия, чья задача

---

36. Lees, Botts, and Cysne (1990), 336–337.

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

заключается не в достижении экономической эффективности, а в создании рабочих мест.

Экономическая теория и эмпирические данные многих стран предполагают, что изначально, когда инфляция растет, совокупные правительственные доходы от инфляционного налога также растут. Но со временем, если инфляция растет существенно, сокращение базы инфляционного налога (снижение спроса на наличные денежные средства и депозиты до востребования) сильно перегоняет растущую инфляцию, и совокупные доходы, получаемые от инфляционного налога (в единицах реальной покупательной способности), в конечном итоге падают.

Рис. 12.1, 13.2 и 13.3 демонстрируют этот процесс ускоряющейся инфляции, замедляющихся доходов от инфляционного налога и падающих инвестиций частного сектора. В период с 1951 по 1964 год годовой уровень инфляции устойчиво ускорялся, существенно повысившись с уже высокого показателя в 15% до шокирующего показателя в 73%. В тот же самый период правительственные доходы от инфляционного налога изначально выросли в реальном выражении, с 1,9 до 6,6% ВВП. Доля инвестиций частного сектора уменьшилась, и в конечном итоге большая часть новых инвестиций приходилась на правительственные фирмы. Правительственная доля валового накопления основного капитала выросла с 16% в 1947 году до 28% в 1954 году, а затем до 50% к 1960 году. К 1969 году доля правительства в накоплении нового капитала достигла показателя в 60%. Некоторое представление о том, что это значит, можно получить из следующей статистики. В 1972 году 56% активов 50 крупнейших бразильских нефинансовых корпораций принадлежало правительственным фирмам<sup>37</sup>. Как показывает рис. 13.2, ускорение инфляции в 1970-х и 1980-х годах не привело к росту доли доходов от инфляционного налога в ВВП. Судя по всему, по мере того как экономика адаптировалась к растущей инфляции путем снижения спроса на наличные денежные средства, сокращение базы инфляционного налога сильнее повлияло на ВВП, чем увеличение темпа инфляции.

37. Graham (1982), 32.



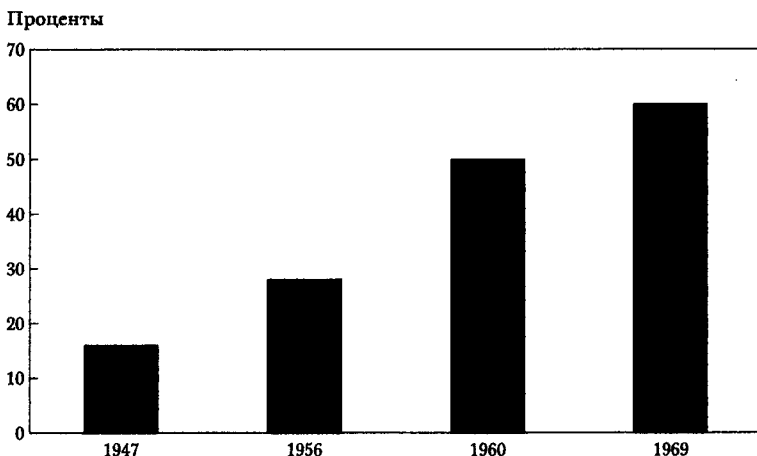


РИС. 13.3. Доля государственного сектора в валовом накоплении основного капитала в Бразилии в 1947–1969 гг.

Источник: Graham (1982), 42.

Правительство вскоре обнаружило, что чрезмерное использование инфляционного налога может иметь негативные политические и экономические последствия. К 1964 году бразильские военные поняли, что популистский джинн не только выбрался из бутылки, но еще и просит бедных исполнить три его желания. Инфляция вышла из-под контроля. Президентом был последователь Варгаса Жуан Гуларт. Попытка бразильских элит ограничить его власть, перекроив конституцию таким образом, чтобы власть скорее имел премьер-министр, а не президент, провалилась, когда население отказалось одобрить изменения к конституции на референдуме. Военные поэтому организовали переворот и навязали диктатуру, которая просуществовала с 1964 по 1985 год.

### Банки и инфляция при военной диктатуре

Основным «достижением» военного правительства Бразилии, кроме официального закрепления коррупции и пыток, был колоссальный рост инфляции. Оно не собиралось этого делать, но столкнулось с тем же неприятным выбором, с которым сталкивалось каждое бразиль-

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

ское правительство с 1808 года: можно было обложить налогом богатых, иметь маленькое и слабое государство или взимать непопулярный инфляционный налог. Учитывая его зависимость от бразильских элит, первый вариант даже не обсуждался. Второй вариант тоже не годился: Бразилия должна была быть сильной и не превращаться в банановую республику. Таким образом, оставался только вариант инфляционного налога, и, несмотря на всю свою антиинфляционную риторику и планы денежной реформы, факты говорят о том, что правительство с готовностью ухватилось за этот вариант. За 21 год, в течение которых страной правил военное правительство, уровень инфляции в среднем составлял 69% в год — это в два раза выше того уровня, который наблюдался в десятилетие, предшествующее перевороту; в 1985 году, в последний год военного правительства у власти, инфляция достигла показателя в 242%.

Как показывает рис. 13.2, несмотря на сильное ускорение инфляции в 1970-х и 1980-х годах, совокупные доходы правительства, полученные за счет инфляционного налога, по большей части были ниже при военной диктатуре, чем в начале 1960-х годов. Поскольку стоимость хранения наличных денежных средств росла, люди все больше искали способы избежать этого. В 1970-х годах бразильская финансовая система, как и система Соединенных Штатов (которая реагировала на свой собственный период роста инфляционного налогообложения), стала высоко инновационной, поскольку она искала способы помочь потребителям избежать инфляционного налога. Как и их предшественники, генералы отреагировали на сокращение базы инфляционного налога, еще больше увеличив инфляцию.

Этот замкнутый круг постоянно сокращающейся базы инфляционного налога и вечно растущей инфляции в конечном итоге обернулся против генералов. Кроме того, что их опора на инфляционное налогообложение привела к поразительно высоким уровням инфляции, бремя инфляционного налога стало все больше ложиться на снижающееся число людей, которые не были способны от него уклониться, особенно на бедных. Как мы уже сказали, у населения были существенные мотивы избежать инфляционного налога, обменивая наличные, ко-

торые обесценивались в их карманах или на беспроцентных чековых счетах, на другие финансовые или реальные активы, которые обеспечивали более или менее защищенную от инфляции рыночную доходность. Уклонение от инфляции принимает множество форм, включая казначейские векселя, процентные депозиты в *financieras* (финансовых компаниях), казначейские облигации, которые частично индексируются с учетом инфляции, и соглашения об обратном выкупе между коммерческими банками и их вкладчиками. Соглашения об обратном выкупе (*репо*) позволяли вкладчикам переводить депозиты в казначейские векселя в конце каждого дня, чтобы их депозиты не учитывались как пассивы, которые требуют резервирования в центральном банке. Таким образом, они позволяли вкладчикам иметь ликвидность в виде депозита, по которому выплачивались проценты, как по казначейскому векселю.

За счет таких маневров общий спрос на наличные и банковские депозиты в реальном выражении в 1970-х годах упал в два раза. По мере того как инфляция росла, можно было четко проследить взаимосвязь между растущим объемом рынка *репо* и снижением спроса на деньги. Подобным же образом, по мере роста инфляции, относительная доля казначейских векселей и облигаций, а также депозитов в финансовых компаниях росла в общем объеме финансовых активов<sup>38</sup>.

Но не все могли уклоняться от инфляционного налога. У бедных людей, которые для ведения бизнеса могли использовать только деньги, не было другого выхода. Также вкладчики банков, которые не могли держать на счетах достаточно денег, чтобы можно было заключать ежедневные соглашения *репо*, не могли избежать инфляционного налога на свои депозиты. И только очень богатые люди могли позволить себе совершать прямые покупки казначейских векселей и облигаций крупного номинала<sup>39</sup>. И даже различные спо-

---

38. Calomiris and Domowitz (1989).

39. Одним из способов избежать инфляции, доступным для всех, был обмен валюты. Серый рынок по торговле долларами действовал на протяжении всего периода высокой инфляции. Тем не менее банки не имели права принимать депозиты в долларах, а многие виды расчетов могли проводиться только в национальной валюте.

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

события уклонения, доступные богатым и владельцам бизнеса, не были идеальны. Ни один разумный человек не стал бы добровольно хранить деньги на беспроцентных чековых счетах, когда средний уровень инфляции составлял 69% в год, но даже коммерческие предприятия и богатые люди должны были иметь какие-то остатки на счетах, чтобы осуществлять оплату чеками. Никто не был полностью защищен от инфляционного налогообложения.

Тот факт, что коммерческие предприятия и население должны были в качестве средства платежа использовать свои чековые счета, означал, что бразильские банки преимущественно зарабатывали прибыль не за счет разницы между процентными ставками, которые они платили по депозитам, и ставками, которые они получали по кредитам, — поскольку инфляция вывела депозиты из банков — а скорее за счет обращения чеков, поскольку на то, чтобы сумма по чеку была списана со счета плательщика и занесена на счет получателя, требовалось два-три дня. Во время этого периода плательщик должен был сохранять достаточный баланс на своем чековом счете, чтобы покрыть платеж, и этот баланс обесценивался в результате инфляции. Военное правительство не давало банкам сохранять весь объем доходов от обращения чеков; оно требовало от них размещать существенную долю их остатков чековых счетов в качестве резервов в центральном банке, что, по сути, означало передачу значительной части дохода от обращения чеков правительству.

Хотя инфляционный налог, возможно, и генерировал доходы для правительства, но он не позволял банкам выдавать достаточно кредитов коммерческим предприятиям и населению, а это подавляло экономический рост. Банки просто-напросто не могли привлечь достаточно депозитов, чтобы выдавать кредиты<sup>40</sup>. Поэтому они уменьшили свои кредитные подразделения и сосредоточились на расширении своих филиальных сетей, чтобы иметь возможность соперничать за депози-

---

40. Кроме того, банки должны были исполнять различные кредитные требования, ограничивавшие прибыль, которую они могли заработать на кредитах.

ты, предлагая более комфортные условия. Основная роль банкиров в финансовой системе заключалась в помощи вкладчикам в инвестировании в правительственные ценные бумаги, в частности через репо.

Почему военное правительство допустило уклонение от инфляции? Если уж на то пошло, оно знало, как использовать свои регуляторные полномочия, чтобы вынудить банки платить нулевые процентные ставки по вкладам до востребования и требовать от банков держать большие объемы депозитов в качестве резервов в центральном банке. Оно могло также запретить операции репо, но оно этого не сделало. Кроме того, правительство индексировало номиналы правительственных облигаций с учетом инфляции, чтобы ограничить риск инфляции, который несли держатели облигаций.

Бразильские генералы были готовы смягчить неблагоприятное влияние инфляционного налога на некоторые классы активов по двум причинам. Во-первых, позволяя финансовой системе создавать некоторые заменители банковских депозитов — соглашения репо по казначейским векселям, правительственные облигации, индексированные с учетом инфляции, а также допуская посредничество финансовых компаний, — правительство ограничивало вывоз капитала из страны. Во-вторых, допустимое уклонение от инфляции стимулировало вкладывать сбережения в покупку правительственных векселей и облигаций, что обеспечивало правительству «карманный» национальный рынок сбережений, на котором оно могло занимать средства по очень низким (часто отрицательным) реальным (скорректированным с учетом инфляции) процентным ставкам.

Тем не менее позволение уклоняться от инфляции также означало, что база инфляционного налога (чековые счета) сократится, заставив правительство повысить уровень инфляции до небес к 1980-м годам. Более того, не было никакой гарантии, что ускорение инфляции будет продолжать обеспечивать достаточный доход от инфляционного налога: при достаточно высоких уровнях инфляции доход от инфляционного налога был обречен на снижение, даже когда инфляция продолжала расти. К последним годам военного правления инфляция вышла из-под контроля, превысив 200%

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

в год к 1984 году; и, как показано на рис. 13.2, доходы от инфляционного налога в процентах к ВВП начали снижаться. Более того, население было все больше недовольно экономической стоимостью высокой инфляции. Генералы все больше выглядели как скоморохи. Спрос на демократию вырос, а генералы теряли поддержку даже бразильских элит.

Генералы пытались «умаслить» людей различными схемами выдачи правительственных кредитов некоторым группам населения, но это было все равно, что вычерпывать ложкой воду из тонущего корабля. Когда инфляционный налог служил средством генерации доходов, он неизбежно приводил к финансовым репрессиям и репрессивному налогообложению. Скрыть эти факты и избежать их политических последствий было невозможно. Дни военной диктатуры были сочтены.

### Возвращение демократии и конец инфляционного налога

Генералы неэффективно управляли бразильской экономикой, что вынудило военных уйти обратно в казармы в 1985 году и инициировать процесс демократизации, кульминацией которого стала новая конституция 1988 года и первые в стране прямые выборы президента при всеобщем голосовании в 1989 году. С этого момента бразильская массовая политика отражала сильные популистские течения в стране. Трудно охарактеризовать идеологическую ориентацию первого президента, избранного по конституции 1988 года, Фернанду Колора, поскольку парламент принял решение о его импичменте в связи с обвинениями в коррупции всего через два года после избрания, а его преемники принадлежали либо к левому крылу Социально-демократической партии, либо к догматичному крылу Партии рабочих.

Одним из основных приоритетов бразильских демократических правительств с 1990 года было перераспределение дохода. Первой важной задачей было прекращение использования инфляционного налога, поскольку он непропорционально ложился на плечи бедных. В результате, в 1993 и 1994 годах правительство Итамара

Франку представило Реальный план<sup>41</sup>, который был попыткой ограничить инфляцию, одновременно обещая сократить расходы, поднять процентные ставки и создать валюту с завышенным курсом обмена. Это была непростая задача. Сокращение правительственных расходов (даже когда оно проводится в интересах населения в целом) редко когда бывает популярной мерой. Однако выбора почти не оставалось, поскольку мобильность элит и их активов ограничивала возможности правительства повышать налоги для богатых.

Это ограничение возможности правительства повышать налоги для элит хорошо иллюстрирует шутка, которая была очень популярна в 1990-х. Луис Инасио Лула да Силва (известный как Лула, левоцентристский политический лидер, который стал президентом в 2002 году) выступает на открытии молодежного ралли. В передних рядах он замечает большую группу обеспеченных юных бразильцев. При каждом его обещании облагать налогом богатых они разражаются аплодисментами и восторженными выкриками. После речи он подходит к ним, чтобы спросить, почему эти очевидно богатые молодые люди так поддерживают его идеи. Один из них отвечает: «Потому что родители сказали мне, что, если вас выберут, мы переедем в Париж».

Учитывая некоторые трудности, с которыми он столкнулся, было далеко не очевидным, что Реальный план будет иметь успех. Объявление плана не подтолкнуло правительство к каким-либо незамедлительным конкретным реформам, также правительство не дало и явного долгосрочного обязательства о привязке реала к доллару. Самым главным активом правительства в этой борьбе с инфляцией был его большой запас валютных резервов (стоимостью приблизительно 38 млрд долларов), которые можно было использовать для защиты новой валюты от обесценивания. Но эти резервы мало бы чем помогли, если бы не прекратилось дефицитное бюджетное финансирование.

В конечном счете успех Реального плана — свидетельство превалирующей логики Игры банковских до-

---

41. По английски — Real Plan. Возможно, игра слов: валюта страны — бразильский реал (real). — *Примеч. пер.*

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

говоренностей. Демократическое правительство долго бы не продержалось, если бы оно не могло положить конец регрессивному налогу. Как показывает рис. 12.2, инфляция прекратилась, упав с 2477% в 1993 году до 917% в 1994 году, 22% — в 1995 году, 10% — в 1996 году и 5% — в 1997 году — этот уровень удерживается примерно постоянным.

Позитивные последствия сокращения правительственных дефицитов и инфляции для банковской системы были незамедлительными, существенными и далеко идущими. Объявление Реального плана поставило бразильские частные банки в трудное положение. Не было никакой возможности избежать риска. Банкам пришлось ориентироваться на свои догадки о том, будет ли план успешным или провальным (как многочисленные попытки валютных реформ, которые предшествовали ему).

Если бы Реальный план сработал, банкам пришлось бы отказаться от бизнеса по обращению чеков в пользу получения прибыли за счет кредитования. Это потребовало бы существенных изменений в их филиальных сетях и структурах персонала — в частности, им бы понадобилось гораздо меньше операционистов и гораздо больше кредитных специалистов. Банкиры, которые ничего бы не сделали, чтобы подготовиться к этому тектоническому сдвигу в банковской системе, не смогли бы приобрести хороших клиентов и проиграли бы своим конкурентам.

Однако если бы Реальный план провалился, банку, который сделал ставку на его успех, сформировав кредитный портфель, пришлось бы очень потрудиться, чтобы вернуться к бизнесу обращения чеков. Например, Banco Itau, который был одним из крупнейших бразильских банков, пытающихся преодолеть этот стратегический вызов в 1994 году, уже погорел на своей ставке в пользу предыдущей инфляционной реформы (План Крузадо 1986 года) и понес крупные убытки, когда эта реформа провалилась<sup>42</sup>. В конечном итоге Banco Itau поставил на Реальный план и был вознагражден тем, что смог играть главную роль в расширении бразильской банковской индустрии.

---

42. Beim (2001).



## Приватизация государственных банков

Сильное снижение инфляции потребовало от правительства готовности к сокращению дефицитов, а это была непростая задача. Основная проблема заключалась в том, что бюджетные расходы национального правительства не полностью подчинялись его собственному непосредственному контролю. Поэтому частично процесс бюджетной реформы повлек за собой реформы операций правительств штатов, которые имели отношение к национальным дефицитам: в частности, приватизацию банков, принадлежащих штатам Бразилии.

Правительства бразильских штатов последовали примеру федерального правительства и создали банки, принадлежащие штатам. Изначально задуманные как источники кредитных субсидий для локальных экономических групп, таких как владельцы кофейных плантаций, эти банки стали механизмами, при помощи которых штаты финансировали свои дефициты бюджетов. Старейший из банков штатов был создан еще в 1920-х годах, когда правительства Минас-Жерайс и Сан-Паулу стали основными акционерами испытывающих трудности частных банков<sup>43</sup>. К 1970-м годам почти в каждом из 19 бразильских штатов был коммерческий банк, а в некоторых были также и сберегательные банки. В 1980-х годах эти банки контролировали 13% депозитной базы банковской системы<sup>44</sup>.

Финансовая хитрость банков штатов базировалась на том факте, что бразильское центральное правительство не позволило бы банку штата обанкротиться. Поэтому банк штата мог безрассудно выдавать кредиты, как политически важным избирателям, так и самому правительству штата, а затем искать спасения у Центрального банка Бразилии (основанного в 1965 году), который должен был фондировать спасения, выпуская деньги или заимствуя у казначейства. После спасения банк штата вновь мог вернуться к практике выдачи такого же рода безнадежных кредитов. Огромные масшта-

---

43. Triner (2000), 168, 171.

44. Lees, Botts, and Cysne (1990), 125–127.

ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

бы банкротств банков штатов и их спасения правительством пришлось на 1989, 1993 и 1997 годы<sup>45</sup>. Стоимость последнего спасения усугублялась сокращением расходов, которое повлек за собой Реальный план. Чтобы отстаивать антиинфляционную политику, правительство повысило процентные ставки, что привело к существенному замедлению экономики, а это, в свою очередь, вызвало волну дефолтов и банкротств, которые повысили уровень убытков по кредитам во всех банках<sup>46</sup>.

Как только федеральное правительство серьезно настроилось на ограничение бюджетных дефицитов, оно также серьезно настроилось и на закрытие банков штатов и поиск других способов вызывающего доверия ограничения своего участия в бюджетных затратах на спасение правительств штатов. Уже в 1993 году федеральное правительство приняло поправки к конституции, которые запрещали штатам выпускать новые долговые обязательства до декабря 1999 года, за исключением их выпуска с целью выплат по судебным требованиям, существовавшим на момент конституции 1988 года<sup>47</sup>. Затем оно заставило штаты приватизировать банки штатов — этот процесс практически завершился к 2000 году<sup>48</sup>. И наконец, в 2000 году оно ввело в действие закон, который запрещал центральному банку или национальному правительству спасать неплатежеспособные банки без специального законодательного акта и подвергал чиновников, нарушивших этот закон, уголовному наказанию. Реформы 2000 года также требовали от президента устанавливать годовые лимиты по долгу для всех сегментов государственного сектора и вводить штрафы для местных правительств, которые нарушали эти лимиты. Нелегальные попытки выпускать облигации грозили тюремным заключением<sup>49</sup>.

---

45. Историю этих банкротств, политических сделок, которые они повлекли за собой, а также историю реформ, которые положили им конец, см. в работах Baer and Nazmi (2000); Ness (2000); Sola, Garman, and Marques (2001); Bevilaqua (2002); Rodden (2008) и Feler (2011), 4–7.

46. Baer and Nazmi (2000).

47. Bevilaqua (2002), 15.

48. Beck, Crivelli, and Summerhill (2005).

49. Это нашло отражение в Законе о бюджетной ответственности (дополнительный закон 101, утвержденный в мае 2000 года) и во введении уголовной ответственности за финансовые преступления (утверждена в октябре 2000 года). См. Rodden (2006), chapter 8.

Эти меры трансформировали бразильскую банковскую систему. Как показали несколько исследователей, приватизированные банки штатов перестали быть источниками постоянных бюджетных проблем и функционировали более эффективно, особенно по сравнению с банками штатов, которые скорее были реорганизованы, нежели приватизированы<sup>50</sup>. Также есть свидетельства того, что приватизация повысила производительность в реальной экономике. Исследование, проведенное Лео Фелером, выявило, что после приватизации банков кредитование, занятость и заработные платы в бедных округах Бразилии сократились, а в более богатых — повысились. Это значит, что приватизация привела к перераспределению кредитных ресурсов в пользу тех регионов, которые могли бы более эффективно их использовать<sup>51</sup>.

### Всегда есть лазейка

Реформы 2000 года уменьшили готовность центрального банка помогать банкротящимся банкам. Это стало очевидным во время мирового банковского кризиса 2008–2009 годов, когда центральный банк высказался против предоставления даже краткосрочной помощи с ликвидностью<sup>52</sup>. Вместо этого центральный банк убедил агентство по страхованию частных депозитов (Fundo Garantidor de Creditos или FGC) увеличить свои лимиты страхования и уговорил крупные банки выдать кредиты более мелким. В каком-то смысле центральный банк использовал полномочия оказания давления в качестве замены прямой помощи.

Хотя национальное правительство сильно усложнило правительствам штатов и центральному банку задачу спасения неплатежеспособных банков без разрешения национальных законодательных органов, оно сохранило возможность организовывать отдельные операции спасения. То есть национальное правительство предо-

---

50. Beck, Crivelli, and Summerhill (2005); Nakane and Weintraub (2005).

51. Feler (2011), 25–26.

52. International Monetary Fund (2012a), 31.

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

ставило само себе, как говорят бразильцы, *jeitinho* — лазейку для обхода правил. Хотя центральный банк непосредственно не мог участвовать в процессе спасения, это не означало, что неплатежеспособные банки обязательно ликвидировались (или будут ликвидированы во время будущих банковских кризисов в Бразилии). Ликвидация действительно имела место по крайней мере в одном случае — с *Cruzeiro do Sul* в 2012 году, — но также банки штатов использовали способ поглощения убытков неплатежеспособных банков через приобретение. Хотя банкам штатов, как и правительству, было запрещено покупать проблемные банки до 2008 года, во время кризиса 2008 года правительство приняло закон (Временный законодательный акт 443 от 2008 года, который стал Законом 11908 от 2009 года), позволяющий банкам штатов покупать другие банки или активы<sup>53</sup>. Приобретение Банком Бразилии крупного пакета акций в *Banco Votorantim* является важным примером этого<sup>54</sup>. Правительство также использовало свои регуляторные полномочия, чтобы использовать спасение банков в государственных интересах. В одном случае центральный банк, по неофициальной информации, использовал регуляторное давление, чтобы заставить частный банк *BTG Pactual* приобрести *PanAmericano*, после того как обнаружилось, что *PanAmericano* погряз в финансовых махинациях, в результате которых стал неплатежеспособным<sup>55</sup>. Также, когда проблемные банки уменьшались или исчезали, правительство смягчало краткосрочный удар для экономики, заставляя банки штатов увеличить кредитование и снизить ставки по кредитам<sup>56</sup>.

---

53. Как объясняют Валадао и Гико (Valadao and Gico ([2009], 22)): «Конституция позволяет Президенту издавать имеющие законодательную силу указы в экстренных случаях, и эти указы немедленно вводятся в действие. Эти указы, называемые временными мерами, должны быть заранее представлены на рассмотрение Конгресса. Меры, упомянутые выше, в основном регулировались *Medida Provisoria no. 443, October 21, 2008 (Brazil)*. Эти временные меры трансформировались в закон Национальным конгрессом: Закон № 11908 от 3 марта 2009 года, по ссылке: [www.jusbrasil.com.br/legislacao/43342/Lei-2004-53](http://www.jusbrasil.com.br/legislacao/43342/Lei-2004-53)». Также см. *International Monetary Fund (2012a)*, 31.

54. *BancoVotorantim (2013)*.

55. См. «*Brazil: Failure Demonstrates Pressure on Small Banks*» (2012).

56. См. «*Brazilian Banks*» (2012).

Использование правительственных банков для поддержки частных банков во время кризиса иллюстрирует одну из наиболее любопытных характеристик бразильских демократических правительств после 1990 года. Хотя национальное правительство, по сути, вынудило правительства штатов приватизировать свои банки и ограничить их расходы и выпуски долговых обязательств, оно решило не приватизировать свои собственные банки — Банк Бразилии, BNDES и CEF. На момент написания этой работы на эти три банка приходится 41% всех активов бразильской банковской системы.

Этот выбор объясняет политическая логика. У правительства, по сути, есть три способа перераспределения дохода. Оно может перераспределить налоговое бремя; увеличить финансовую поддержку бедняков или использовать банковскую систему, чтобы осуществлять косвенные трансферты бедным слоям населения через субсидирование кредитования (см. описание «третьего пути» Билла Клинтона в главе 7). Бразильские правительства последнего десятилетия использовали все три этих способа. Отмена инфляционного налога перенесла налоговое бремя на средние классы и на богатых. Серии специальных программ денежной помощи бедным, которые предоставляют непосредственную помощь семьям, увеличили расходы на мероприятия по борьбе с бедностью. И наконец, правительство использовало свой контроль над Банком Бразилии и BNDES, чтобы перераспределить доход, выдавая кредиты промышленным фирмам, которые создают большое число рабочих мест в политически важных регионах.

Этот механизм перераспределения через банковскую систему был детально изучен Д. Карвальо. Он приходит к выводу, что фирмы, которые могли получать кредиты от правительственных банков, увеличивают занятость в регионах, где местные политики, связанные с давним национальным правительством (Социально-демократической партией с 1994 по 2002 год и Партией рабочих с 2002 году) сталкиваются с тяжелой борьбой на пере-выборах. Важно отметить, что это исследование не обнаруживает никаких последствий для фирм, которые не могут получать кредиты от правительственных банков, или фирм, которые полагаются только на кредиты,

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

субсидируемые правительством, но не предоставляемые непосредственно правительственными банками. В результате увеличение занятости фирмами в политически оспариваемых регионах ассоциируется с большими объемами заимствований из правительственных банков. Короче говоря, факты предполагают, что правительства Бразилии после 1994 года не просто стимулируют банки кредитовать фирмы, чтобы стимулировать рост занятости, они также используют свои полномочия в отношении банков, чтобы увеличить свои шансы на победу на местных выборах<sup>57</sup>.

### Взаимозависимое положение банкиров и политиков

На протяжении большей части этой книги мы фокусировали свое внимание на том, как политическая система влияет на банковскую систему. Переход от автократии к демократии в Бразилии, который начался в конце 1980-х годов, — важное напоминание того, что (как мы показали в главах 2 и 3) ситуация в банковской системе также может иметь серьезные неумышленные и неожиданные политические последствия.

В Бразилии, при военной диктатуре, взимаемый через банки инфляционный налог использовался, в силу обстоятельств, как инструмент правительства — вариант бюджетной политики, более предпочтительный, чем повышение прямых налогов на богатых или уменьшение власти правительства. Этот выбор стимулировал резкий рост инфляции, который поставил под сомнение легитимность военной диктатуры и подготовил почву для перехода к демократии с сильным популистским течением, которое также — возможно впервые — сделало большие объемы кредитования частного сектора одной из основных целей частных бразильских банков.

Можно назвать множество причин для оптимизма относительно будущего бразильской банковской системы. Недавняя оценка стабильности бразильской банковской системы, проведенная Международным валютным

---

57. Carvalho (планируется к публикации).

фондом (International Monetary Fund (2012a)), предсказывает ей светлое будущее. МВФ выделяет много позитивных аспектов, включая высокие коэффициенты достаточности капитала бразильских банков, многочисленные улучшения в качестве банковского регулирования и надзора, свидетельства сильной конкуренции между бразильскими банками (несмотря на высокий уровень концентрации банковской системы) и развитие рынков капитала в Бразилии<sup>58</sup>. Улучшения в банковской системе имели место на фоне глубоких реформ в правительстве и сфере бюджетных институтов. Некоторые исследователи утверждают, что они открывают новую эру, в которой политики смогут сосредоточиться на долгосрочном благополучии жителей Бразилии, а не просто на том, как свести концы с концами сегодня<sup>59</sup>.

Еще одна причина для оптимизма заключается в том, что все эти изменения в банковской системе и бюджетной динамике имеют место в контексте более широких реформ, не только в политической системе и бюджетной политике, но также и в торговой политике, приватизационной политике и корпоративном управлении. Имеются многочисленные исследования, демонстрирующие, что улучшения в этих областях ведут к позитивным изменениям в национальных политических системах, уменьшая возможности для коррупции<sup>60</sup>. Эти политические изменения привели к феноменальному росту прямых иностранных инвестиций в Бразилию и росту количества первичных публичных размещений акций с момента ввода в действие Реального плана.

---

58. Что касается конкуренции, бразильские банки уже давно демонстрируют очень большие спреды между процентными ставками по кредитам и депозитам. Исследователи пытаются выяснить, насколько эти спреды показывают размер прибыли, а не только отражают значительную маржу за риск. Частично большие спреды объясняются тем, что бразильские банки обязаны формировать большие, не приносящие доходы резервы. Хотя некоторые исследователи приводят свидетельства аномально большой прибыли бразильских банков, по крайней мере в сегменте банковского обслуживания физических лиц, другие приходят к выводу, что признаков картельного сговора очень мало. Более того, конкуренция, несомненно, растет с течением времени. См. обзор Международного валютного фонда (International Monetary Fund (2012a)), особенно 12 п. 2.

59. Alston, Grove, and Wheelock (2013).

60. См., например, Khandelwal, Schott, and Wei (2012).

## ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НАЛОГА В БРАЗИЛИИ

И наконец, даже избрания в президенты левых популистов типа Лулы не привели к провалу экономических реформ в Бразилии, как некоторые опасались. Более того, в декабре 2012 года по итогам разбирательств в Верховном суде многие члены правительства Лулы были приговорены к тюремному заключению по обвинениям в коррупции — многие считают это признаком снижения толерантности к коррупции среди правительственных чиновников.

Стремительный рост первичных публичных размещений особенно воодушевляет, поскольку он говорит о том, что участники рынка верят в снижение риска экспроприации правительством средств акционеров. Как объясняется в главе 2, высокий риск экспроприации со стороны правительства скорее относится к концентрированной собственности: у мажоритарных акционеров есть сильная личная заинтересованность в поиске ренты в качестве механизма нивелирования или снижения этого риска (например, с помощью взяток правительственным чиновникам для обхода экспроприрующих налогов или регулирования)<sup>61</sup>. Однако в последнее десятилетие компании в Бразилии используют Novo Mercado (Новый рынок) Bovespa (бразильская фондовая биржа), чтобы добровольно ввести ограничения в своих процедурах корпоративного управления (в отношении раскрытия информации, прав голоса, предоставляемых акциями, членства в совете директоров, прав на совместную продажу акций и других аспектов корпоративной политики), которые призваны уменьшить концентрацию собственности, повышая защиту миноритарных акционеров<sup>62</sup>. Доказано, что принятие этих добровольных изменений в корпоративном управлении повышает объемы торгов акциями, стоимость акций и вероятность того, что компания привлечет акционерный капитал на рынке<sup>63</sup>. Тот факт, что так много компаний предпочитают диверсифицировать свою акционерную

---

61. Формальную модель взаимосвязи между риском экспроприации и структурой собственности можно найти в работе Stulz (2005).

62. Права на совместную продажу акций защищают миноритарных акционеров от вывода активов через предотвращение размывания их интересов путем выпуска недооцененных акций.

63. Carvalho and Pennacchi (2012).



базу, — еще один убедительный показатель снижения риска экспроприации со стороны правительства. Более того, эта корпоративная политика, скорее всего, приведет к улучшениям в частном секторе и государственном управлении, снизив масштабы коррупции.

Однако все это не гарантирует безоблачное будущее для бразильской банковской системы. Новые институциональные схемы в Бразилии еще не были достаточно протестированы стрессовыми экономическими ситуациями. Если бы Бразилии пришлось столкнуться с серьезной рецессией, скажем, в результате шока на рынке недвижимости, который угрожал бы платежеспособности многих заемщиков и банков, позволило бы им правительство обанкротиться или пришло бы им на помощь? И если бы оно им помогло, не вернулись ли оно бы опять к инфляционному налогу, учитывая сохраняющиеся ограничения на возможность взимать прямые налоги?

Самый наглядный поучительный пример того, что в демократических странах с сильно развитым популизмом банковские системы находятся под сильным давлением, дают Соединенные Штаты. Как и современная Бразилия, США в 1990-х использовали кредитные субсидии как способ обойти бюджетные лимиты, которые ограничивали перераспределение. В Соединенных Штатах политика внебюджетного «третьего пути», которая дестабилизировала банки, приняла форму мандатов для государственных ипотечных агентств, регулирования в рамках Закона о местных реинвестициях и поддержки типа «слишком большой, чтобы обанкротиться» для крупных банков. В Бразилии, несмотря на законодательные лимиты на расходы правительств штатов и спасение банков, правительство нашло альтернативные способы предоставлять кредитные субсидии целевым реципиентам, включая кредитование со стороны сохраняющихся банков штатов, приобретение банками штатов проблемных банков и регуляторное принуждение крупных банков к помощи проблемным мелким банкам. Если опыт США рассматривать как показатель, управление банковскими кризисами в Бразилии станет непрекращающимся процессом.

Раздел IV  
*За пределами  
структурных нарративов*



## ГЛАВА 14

# Путешествие в другие страны: показательна ли наша выборка?

Путешествие помогает сверить фантазию с действительностью. Вместо того чтобы думать, как оно там могло бы быть, вы узнаете, как оно там на самом деле.

*Сэмюэл Джонсон (1773)*

Наука построена из фактов, как дом из камней. Но собрание фактов — еще не наука, так же как гряда камней еще не дом.

*Жюль Анри Пуанкаре, «Наука и гипотеза» (1908)*

### Нарративы и выявление причин

**С**УТЬ экономического анализа заключается в выявлении причинно-следственных связей. Экономисты хотят понять структуру, которая объединяет наблюдаемые факты. Структурные модели в экономике призваны четко идентифицировать фундаментальные источники потрясений в экономике и объяснить, как эти потрясения обуславливают наблюдаемые поведенческие реакции населения, компаний, правительств и банкиров.

Чтобы увидеть, насколько может быть полезно структурное мышление, посмотрим, какую путаницу вызывает его отсутствие. Примером может послужить кризис субстандартного кредитования в США в 2007–2009 годах. Журналисты обычно перечисляют лишь второстепенные причины этого кризиса, и некоторые списки таких причин содержат очень много пунктов. Но в некоторых пунктах отмечаются симптомы, а не причины кризиса, а в других отмечены факторы, которые были результатом действия других факторов. Чтобы выявить, какие причины действительно вызвали кризис, необходимо выстроить структурную модель, которая объединяет все события таким образом, чтобы убедительно распутать их причинные взаимосвязи.

Основной подход в выявлении причинно-следственных связей в социологии вообще и в банковском деле в частности, заключается в использовании статистических методов для введения «идентификационных ограничений», которые позволяют сделать выводы о причинной зависимости. По сути, эконометрика использует априорные положения экономической и политической теорий о вероятных причинно-следственных связях, чтобы отличить причину от следствия в анализе взаимосвязей. Мы являемся ревностными приверженцами таких статистических подходов определения причинно-следственных связей.

В то же самое время мы считаем, что истории разных стран, приведенные в этой книге, иллюстрируют полезность дополнительного альтернативного подхода, базирующегося на изучении последовательности событий в конкретных странах за длительные периоды времени. Такие нарративы могут быть исключительно удобны для выявления причинно-следственных моделей, поскольку они являются не просто набором фактов. Как выразительно подчеркивает Пуанкаре (см. эпиграф), сбор фактов важен, но сам по себе еще недостаточен: чтобы быть информативными, исторические нарративы должны быть связаны логикой экономики и политики. Поэтому наш подход заключается в построении «структурных нарративов», которые объединяют логику экономических и политических договоренностей с тщательным анализом отдельных исторических событий в конкретных странах. Мы считаем, что структурные нарративы могут обосновать существование наиболее важных факторов, определивших политическую, экономическую и финансовую истории.

Неизбежно, что нарративный подход базируется на исторических суждениях автора, мнение о которых все читатели — и последующие авторы других исследований — должны сформировать сами. Мы говорим это не для того, чтобы оправдаться, а скорее для того, чтобы подчеркнуть, что все выводы о причинной зависимости — будь то статистический анализ или нарратив — зависят от априорных суждений о каналах влияния. Такие суждения следует оценивать в первую очередь исходя из их внутренней логической связности, а во вто-

рую — из их применимости к другим случаям. Самый лучший способ проверить такие причинно-следственные связи — будь они выведены из нарратива или статистического анализа — посмотреть, насколько предполагаемые ими выводы применимы для других случаев и данных.

Мы не считаем, что нашими нарративами мы завершили анализ истории стран, которые мы проанализировали в этой книге, или структуры Игры банковских договоренностей. Мы надеемся, что другие ученые оценят наши интерпретации и интерпретации других авторов не только при помощи статистического анализа, но и путем сравнения с подробным анализом других стран или с анализом тех пяти стран, которые мы проанализировали, сделанным другими авторами. Более того, мы считаем, что давно пора восстановить баланс в пользу социологии, подчеркнув роль хронологического изложения фактов в выводах о причинной зависимости и соблюдая баланс между статистическими и хронологическими данными.

Уникальные аспекты истории любой страны делают практически невозможной задачей проследить эволюцию ее банковской системы, а также политическую и экономическую историю, на фоне которой эта эволюция происходит, путем простого выявления небольшого набора факторов, который был бы характерен для многих стран (как этого требует статистическое панельное исследование стран в течение определенных периодов времени). Нарративы предлагают возможности для выявления причинных зависимостей в социологии именно потому, что факторы, которые анализируются, могут различаться в зависимости от страны и от периода времени. Вбить квадратный колышек истории в круглое отверстие статистического панельного анализа значит скорее затруднить, нежели облегчить выявление больших отличий в банковских системах разных стран.

Структурные нарративы демонстрируют способы, которыми политические и экономические институты смягчают или обостряют влияние экономических и политических шоков в реальных обстоятельствах. То есть структурные нарративы являются ключевыми кирпичиками содержательного статистического моделирования. Знание фактов тоже может выявить недостатки

идей или концепций, которые не принимают во внимания обстоятельства времени и места, — этот пункт мы подробно рассмотрим в следующей главе.

Однако у структурного нарративного подхода есть некоторые ограничения. Самое очевидное из них заключается в том, что анализ конкретных ситуаций не является безусловно показательным. Собрание структурных нарративов в этой книге, даже если рассматривать его в рамках общей теории (в главе 2) и подробного описания современного мира (в главе 3), по своей природе ограничено тем, что оно представляет собой опыт всего лишь пяти стран. Подробные интерпретированные истории требуют много времени для исследований, формулирования, написания и прочтения. Книгу, подобную этой, поэтому просто невозможно написать сразу обо всех странах мира или даже о большинстве стран.

Однако на основе этих специфических нарративов можно сделать общие выводы, связав уроки этих стран с опытом других стран. Мы объединяем данные недавних статистических исследований по странам с тремя уроками, которые вынесли из наших конкретных примеров, а именно: при прочих равных условиях демократии в большей степени благоприятствуют доступности банковского кредита, чем автократии; при прочих равных условиях демократии с либеральными институтами, которые усложняют для банкиров и популистов задачу формирования коалиций, больше обеспечивают и доступность банковского кредита, и защиту от банковских кризисов; правительственные страховки обычно дестабилизируют банковские системы (а такие страховки, как правило, предоставляются не из соображений экономической эффективности, а возникают в результате политических договоренностей). Это не единственные уроки, которые можно извлечь из наших нарративов: они просто самые очевидные и самые важные, и их можно протестировать через статистические исследования по разным странам.

Мы также кратко описываем опыт четырех стран, который читатель-скептик может посчитать контрпримером той идеи, что демократия более благоприятствует развитию стабильных и эффективных банковских систем, чем автократии: Китай при Дэне Сяопине и его преемниках, Германии при Отто фон Бисмарке, Япо-

нии во время Реставрации Мэйдзи и Чили при Августе Пиночете. Мы показываем, что три этих случая — Китай, Германия и Япония — на самом деле вполне соответствуют теории, которую мы развиваем в главе 2. Рост банковской системы в Чили при Пиночете, конечно, может быть исключением, хотя фактические данные далеко не однозначны. У Чили получилось выстроить успешную систему частных банков, несмотря на отсутствие системы сдержек и противовесов, ограничивающих власть диктатора. Но страна сделала это только после приватизации и спасения банков, чего обычно и следует ожидать, когда банкиры работают при авторитарном режиме, при котором у них нет уверенности в своих правах собственности. На самом деле приватизация банков в Чили вскоре после прихода Пиночета к власти в 1970-х, была удивительно похожа на приватизацию в Мексике в 1990-х при PRI (см. главу 12).

Короче говоря, когда делается все от нас зависящее, чтобы найти доказательства, противоречащие общим паттернам, которые мы выводим из наших структурных нарративов, самое большое, что можно сделать, — это выделить единичный случай, который, возможно, не совсем вписывается в рамки нашего подхода. Мы приходим к выводу, что опыт Соединенного Королевства, Соединенных Штатов, Канады, Мексики и Бразилии, проанализированный в нашем детальном нарративе, в целом отражает базовые паттерны развития банковских систем при демократии и автократии.

## Некоторые простые статистические данные по странам

Чтобы посмотреть, насколько наша выборка из пяти стран в целом показательна, давайте начнем с простой статистики. В главе 1 мы отмечаем, что кредитные ресурсы можно считать доступными, если отношение суммы банковских кредитов частному сектору к величине ВВП на одно стандартное отклонение превышает средний уровень за период с 1990 по 2010 год (то есть около 83% ВВП), а банковскую систему назвать стабильной, если в стране не было кризисов с 1970 года. Оказывает-



ся, что только шесть из 17 стран — Австралия, Канада, Гонконг, Мальта, Новая Зеландия и Сингапур — можно назвать не имевшими кризисов странами с доступными кредитными ресурсами. Очевидно, что ни один отдельный статистический показатель не может в полной мере отразить различия в доступности кредитных ресурсов и стабильности банковских систем в разных странах. Например, отсутствие банковских кризисов может просто-напросто отражать стабильную макроэкономическую обстановку, а не хорошо продуманную банковскую систему. Тем не менее эти параметры вполне годятся в качестве примерных показателей различий между странами.

Что общего у этих «шести очень успешных стран»? Три из них — Гонконг, Сингапур и Мальта — являются городами-государствами или небольшими островками, а не большими странами. Мы предполагаем, что намного легче избегать банковских договоренностей, неблагоприятных для общества в целом (то есть договоренностей, которые ведут к дефициту кредитных ресурсов или к банковской нестабильности) в обществе, где отсутствие диверсификации экономики упрощает реализацию политики. Какую коалицию можно сформировать между аграрными популистами, мелкими банкирами и политиками, представляющими сельские округа, в стране, где практически нет сельскохозяйственного сектора, такой как Гонконг или Сингапур? Более того, в торговом городе-государстве интересы промышленников, банкиров и политиков естественным путем совпадают: они должны поддерживать стабильную, эффективную, открытую экономику, иначе страна станет такой слабой и отсталой, что ее сможет захватить соседняя страна. Экономические и политические элиты в таких странах слишком много ставят на кон, а групп, лоббирующих альтернативное использование банковской системы в таких странах, слишком мало, чтобы свернуть общество с пути, который ведет к стабильному доступному кредитованию<sup>1</sup>.

---

1. Если бы список «очень успешных» стран составлялся в 2012 году, в него также вошел бы и Кипр. Он тоже является островным государством. Однако Кипр входит в еврозону и не может самостоятельно определять монетарную политику. Также Кипр, будучи членом Европейского союза, не мог ограничивать размер вложений своих банков в суверенные долговые обязательства других стран — членов ЕС (таких как Греция).

Три другие страны в списке «очень успешных шести» — Австралия, Канада и Новая Зеландия — имеют две общие характеристики. Во-первых, все они входили в состав Британской империи. (На самом деле все шесть упомянутых стран одновременно были британскими колониями.) Во-вторых, они принадлежат к самым стабильным и давним демократиям в мире. Политологи обычно используют «политический балл» (polity score — меру политической конкуренции и политических институтов, разработанную Монти Маршаллом и Китом Джаггерсом) для измерения масштабов демократии и автократии. Мы стандартизируем их шкалу, чтобы она имела деления от 0 до 100 и следовала традициям политологической литературы, согласно которым пороговое значение для демократии представляет отметка в 80 пунктов<sup>2</sup>. Хотя единичные количественные показатели для демократии неидеальны, они являются полезными для отражения важных различий между политическими системами, особенно когда берутся долгосрочные средние годовые значения. Политические баллы за период с 1925 по 2010 год для Австралии, Канады и Новой Зеландии равны максимальному значению 100. Средний политический балл за этот период для других стран составляет 52,6. Более того, даже если мы учтем города-государства и небольшие острова, которые входят в «шесть очень успешных», нас поразит тот факт, что в этой группе есть только один автократический режим — в Сингапуре (для которого политический балл составляет в среднем 40 с момента установления независимости от Британии)<sup>3</sup>.

---

Если бы Кипр не вошел в еврозону и в Европейский союз, он мог бы остаться в списке «очень успешных» стран. В этом смысле его удаление из списка подкрепляет точку зрения, что политическая однородность (которой на Кипре не стало в результате его вхождения в еврозону и Евросоюз) объясняет, почему так много «очень успешных» стран возникает из числа островов или городов-государств.

2. В частности, наши баллы получаются путем прибавления 10 к политическому баллу 2 Маршалла и Джаггерса (Marshall and Jaggers (2011)), а затем умножения на 5.
3. Гонконг и Мальта не получают политических баллов от Маршалла и Джаггерса. Гонконг никогда не был полностью независимым суверенным государством. Население Мальты недостаточно велико, чтобы включать ее в набор данных для этих баллов.

У Австралии, Канады и Новой Зеландии есть еще одна общая черта: структура и политические истории этих трех стран обычно уменьшали возможности популистов и банкиров формировать коалиции, которые ставили в невыгодное положение всех остальных. Мы уже обсуждали роль централизованного принятия экономических решений и невыбираемого сената в формировании Игры банковских договоренностей в Канаде в главе 9 и поэтому не будем повторяться.

Нас поражает тот факт, что политические институты Новой Зеландии (как и Канады) развивались под угрозой большинства населения (маори), которое могло враждебно отнестись к коммерческой деятельности британских поселенцев. Таким образом, когда в Новой Зеландии в 1850-х годах появились первые представительские политические институты, в структуре принятия решений в правительстве появился принцип вето, который ограничивал власть маори. В стране существовали невыбираемая верхняя палата (которая сохранялась до 1950 года) и генерал-губернатор с правом законодательного вето.

В Австралии не было невыбираемой верхней палаты (ее сенат был выборным с самого его создания), но она лишь постепенно стала независимой от Соединенного Королевства: полную независимость от британских судов и парламента она получила только в 1986 году. Более того, как Канада и Новая Зеландия — и в отличие от Соединенных Штатов, — Австралия имела конституцию, которая давала национальному правительству централизованный контроль над экономикой и банковской политикой: популисты не могли формировать коалиции с банкирами, а затем проводить ту политику, которую им хотелось, постоянно побеждая на выборах в отдельных штатах, как это было в Соединенных Штатах на протяжении почти всей их истории.

Читатель-скептик может отметить, что мы установили очень высокий порог для выявления стран с доступным кредитом и стабильными банками. Что случится, если мы установим стандарт успешности, который требует от стран только не иметь кризисов с 1970 года и иметь среднее отношение банковского кредита к ВВП, равное среднему значению для всех стран? Список рас-

ширится до тринадцати успешных стран. К «очень успешным шести» присоединятся Багамы, Бахрейн, Барбадос, Белиз, Макао, Маврикий и ЮАР. Шесть из этих дополнительных стран относятся к категории островов или городов-государств. За исключением Макао, все страны этого расширенного списка когда-то были британскими колониями или протекторатами, и все они добились независимости мирным путем.

ЮАР — еще одна большая страна в списке «успешных тринадцати». Как Канада и Новая Зеландия, ЮАР является демократией, которая на протяжении большей части своей истории давала английским поселенцам полномочия, превышающие их численность. Так, конституция Южно-Африканского Союза от 1910 года, а также ее последующие пересмотры и законы о внесении в нее изменений и дополнений делали все возможное для ущемления прав доминирующего по численности африканского и индийского населения. Британцы в ЮАР, по иронии судьбы в кооперации с бурами, которых они силой заставили войти в Союз, не просто создали невыбираемую верхнюю палату с непропорциональным представительством (как они это сделали в Канаде и Новой Зеландии): они агрессивно и последовательно изменяли избирательные законы, и к 1956 году «черные» и «цветные» вообще не имели права голоса.

Конституция ЮАР 1997 года в конечном итоге ввела полные и равные избирательные права для всех южноафриканцев, но поскольку она представляла собой соглашение между правительством апартеида и Африканским национальным конгрессом, она содержала ряд положений, направленных на предвосхищение попыток перераспределения доходов и благосостояния. Прежде всего, это слабый президент, который выбирается не прямым голосованием населения, а нижней палатой парламента. Его право накладывать вето на законопроекты ограничивается конституционным судом. Во-вторых, верхняя палата парламента, которая должна утверждать все законопроекты, не выбирается, а назначается законодательными органами провинций, и каждая провинция имеет одинаковое количество представителей, вне зависимости от численности ее населения. Более того, некоторые типы законопроектов, находящихся на рассмотре-

нии, могут требовать для их принятия верхней палатой квалифицированного большинства голосов. Собственно, при определенных обстоятельствах законопроекты в нижней палате парламента также требуют для своего принятия квалифицированного большинства голосов. Одним словом, хотя политические институты ЮАР создавались не с учетом банковского регулирования, эти институты очень осложнили для популистских движений задачу формирования коалиции с банкирами в целях проведения благоприятной для них политики банковского регулирования за счет всех остальных.

Если «шесть очень успешных» и «тринадцать успешных» являются городами-государствами, небольшими островками либо демократиями с институтами, которые ограничивают популистские течения, тогда как выглядят их полные противоположности? То есть каковы характеристики стран, которые необычайно подвержены кризисам и имеют очень низкие уровни кредитов частному сектору по отношению к их ВВП?

Если мы построим показатель, обратный критерию, определенному «шесть очень успешных» стран, и спросим, какие страны имели хотя бы два системных банковских кризиса с 1970-го и также имели средний уровень отношения величины кредитов частному сектору к размеру ВВП по крайней мере на одно стандартное отклонение ниже среднего значения с 1991 года, мы обнаружим две «очень неуспешные» страны: Чад и Демократическую Республику Конго. Не понадобится длинных объяснений, чтобы показать, что они являются одними из наименее демократических стран в мире (их средние политические баллы с 1970 года составляли 30 и 26 соответственно).

Если мы зададим обратный показатель для критерия «успешных шестнадцати» и спросим, какие страны имели как минимум два банковских кризиса и соотношение «кредиты частному сектору/ВВП», равное среднему значению с 1991 года или меньше него, — мы получим список «шестнадцати неуспешных» стран, большая часть которых почти всегда существовала в автократическом режиме, имела краткий опыт демократии, которая завершалась переворотами, или только недавно перешла к демократии после длительных периодов автократического

правления. Кроме Чада и Демократической Республики Конго в список «шестнадцати неуспешных» войдут Аргентина, Боливия, Бразилия, Камерун, Центральноафриканская Республика, Колумбия, Коста-Рика, Эквадор, Кения, Мексика, Нигерия, Филиппины, Турция и Уругвай. За период с 1970 года средний политический балл для этой группы составлял всего 58; он был бы еще ниже, если бы мы взяли среднее значение за более длительный период. Из этих стран только три сохранили средний политический балл выше 80 за период с 1970 по 2011 год: Коста-Рика (100), Колумбия (88) и Турция (82).

В целом мы удивлены, насколько мало исключений в общем правиле обнаружили: страны со стабильными банковскими системами, которые предоставляют большие объемы кредитов, обычно являются стабильными демократиями с институтами, которые ограничивают возможности для банкиров и популистов формировать коалиции для извлечения ренты; страны, которые имеют нестабильные банковские системы, предоставляющие мало кредитов, являются либо автократиями, либо демократиями с небольшим стажем, либо демократиями, в которых институты, ограничивающие получение рентных доходов, были слабыми.

### За пределами простых бивариантных отношений

Еще более скептически настроенный читатель может заметить, что все эти типовые схемы в данных необязательно подразумевают причинно-следственные связи. Такой читатель может сказать, что именно стабильная и эффективная банковская система может способствовать развитию демократии, а не наоборот, а причиной как демократии, так и стабильного и эффективного банковского сектора может являться некоторый иной ненаблюдаемый фактор.

Некоторые исследователи для рассмотрения этих вопросов используют статистические методы. Один из подходов — использовать инструментальные переменные. Это статистический метод, где третья переменная, которая сама по себе не может убедительно рассма-

триваться как причина какого-либо результата (в нашем случае развития банковской системы), но связана с предполагаемой причиной этого результата (в нашем случае с уровнем демократии), используется для проверки возможности того, что эта причинно-следственная связь действует в обоих направлениях. Недавнее исследование, которое использует такой подход, проведенное Филиппом Кифером, приходит к выводу, что демократические политические институты не только тесно связаны с ростом банковского кредитования, но и что их действие заключается также в обеспечении более надежных прав частной собственности<sup>4</sup>.

Исследование, проведенное Джеймсом Бартом, Жерардом Карпио и Россом Левиным, использует методы инструментальных переменных для изучения причинно-следственных механизмов, которые связывают демократические политические институты с высокими уровнями кредитования и стабильностью банковской системы. Они обнаруживают, что демократические политические институты ассоциируются с более свободным получением банковской лицензии и меньшими ограничениями на деятельность банков. Они также приходят к выводу, что жесткие регуляторные ограничения деятельности банков, создаваемые автократическими политическими институтами, ассоциируются с меньшими объемами предоставляемых кредитов и меньшей банковской стабильностью.

Этот анализ в целом вписывается в рамки ряда выводов, сделанных из нашего структурного изложения фактов. Он предполагает, что выбор стран в отношении регуляторной политики и надзорных структур, осуществляющих ее, является предсказуемым результатом политического устройства этих стран. Сложные нормативные базы с более значительными полномочиями регулирующих органов с большей вероятностью возникают в обществах, где сильнее распространена коррупция. Ключевые политические факторы, включая масштабы ограничений на исполнительную ветвь правительства и степень отчетности политиков, обуславливают степень свободы действия регулирующих органов, степень регу-

---

4. Keefer (2008).

лирования правительством деятельности банков, масштабы входных барьеров в банковский сектор и масштабы, в которых правительства защищают банки от контроля и дисциплины рынка частных клиентов. То есть можно сделать вывод, что сложные независимые системы регулирования, которые ограничивают вход и поощряют взяточничество, обычно появляются в обществах, где политики в меньшей степени подотчетны гражданам<sup>5</sup>. Их результаты также предполагают, что выбор регулирующих и надзорных органов обычно определяется политическими договоренностями, а не является результатом применения экономических принципов мудрыми и незаинтересованными законодателями, которые стремятся достичь эффективности банковской системы.

Исследователи также используют статистические методы для проверки возможности, что некоторые неотслеживаемые характеристики стран совместно обуславливают развитие демократии и банков. Они это делают, исследуя различия в странах с течением времени: по сути, они спрашивают себя, предшествовали ли изменения в политических институтах в сторону большей демократии изменениям в объемах банковских кредитов или, наоборот, такие изменения произошли позже. Такой метод применяется Майклом Бордо и Петером Руссо, которые анализируют 17 стран в период с 1880 по 1997 год. Они приходят к выводу, что некоторые показатели степени демократии — выборные системы с пропорциональным представительством, частые выборы, всеобщее избирательное право для женщин и низкая склонность к переворотам или революциям — являются благоприятными предпосылками для расширения банковского кредитования. Они также приходят к выводу, что увеличение банковского кредитования скорее предшествует более активному экономическому росту, нежели следует за ним<sup>6</sup>.

В более современном исследовании, проведенном Марком Кинтином и Женевьевой Вердье, используются вариации в пределах одной страны и анализируются

---

5. Barth, Caprio, and Levine (2006).

6. Bordo and Rousseau (2006). Также см. Bordo and Rousseau (2012), которые демонстрируют, что эти результаты сохраняются и при включении других факторов.



все страны мира в период с 1960 по 2005 год. В нем показано, что способность к финансовой либерализации, которая генерирует устойчивый рост банковского кредитования, зависит от политических институтов страны: режимы, которые более демократичны и более стабильны, в гораздо большей степени способствуют устойчивому росту кредитования, чем другие режимы<sup>7</sup>. Короче говоря, как бы ни рассматривались статистические данные, результаты предполагают, что каузальные повествования в наших пяти рассматриваемых случаях в целом показательны в плане опыта других стран.

## Правительственные страховки для банков

Одним из основных уроков, которые можно вынести из нашего структурного нарратива, является то, что правительственные страховки для банков в форме, например, страхования депозитов фактически оказывают дестабилизирующее влияние. Наши нарративы также предполагают, что эти страховки появились не потому, что они экономически были более эффективны, а возникли в результате политических договоренностей. Так, предположение, что страхование депозитов, финансовая помощь банкам и другие формы правительственной поддержки очень важны для стабилизации банков, подтверждается опытом Канады: несмотря на высокую цикличность канадской экономики и отсутствие страхования депозитов на протяжении большей части истории страны, в Канаде никогда не было серьезного кризиса неплатежеспособности банков (а последний существенный кризис ликвидности имел место в 1839 году). Этот факт особенно поражает, если учесть, что большую часть этого времени, включая и период Великой депрессии, в Канаде даже не было кредитора последней инстанции: Банк Канады был создан только в 1935 году.

Как мы показываем в главе 6, национальная система страхования депозитов была введена в Соединенных Штатах в 1933 году, несмотря на общее понимание ее неблагоприятных последствий. Как являющийся на тот

---

7. Quintyn and Verdier (2010).

момент кандидатом на пост президента Франклин Рузвельт написал в 1932 году в письме изданию *New York Sun*, система страхования депозитов «может привести к слабости банковского управления и беспечности со стороны как банкиров, так и вкладчиков. Я считаю, что это будет непосильным источником расходов для Федерального казначейства»<sup>8</sup>. Однако защита банков в 1933 году и позднее служит важнейшей политической цели: снизить стоимость фондирования для банков, которые получают его правительственную поддержку. Эта поддержка обычно бывает наиболее масштабной в тех обществах, где у банков достаточно власти, чтобы ее потребовать<sup>9</sup>.

Распространяются ли эти схемы на опыт других стран? Является ли система страхования депозитов источником нестабильности и результатом политической договоренности? Есть множество исследований по страхованию депозитов в мире, и в большинстве из них используются статистические сравнения стран. Их центральные выводы заключаются в том, что чем обширнее страховочная сетка, тем менее стабильной является банковская система, и что решения правительства увеличить страхование определялись в основном политическим влиянием. Несколько исследований приходят к выводу, что чем щедрее страховки, тем большего количества банковских кризисов можно ожидать. Эти исследования также обнаруживают, что дестабилизирующее влияние страхования вкладов особенно велико в политических системах со слабыми институциональными структурами<sup>10</sup>. Другие исследования механизмов, через которые защита поощряет принятие на себя рисков, показывают, что страхование депозитов делает стоимость фондирования банков менее чувствительной к рискам, которые берут на себя банки<sup>11</sup>.

Роль политики в правительственных решениях относительно введения системы страхования депозитов

---

8. Цитата в Prins (2009), 139.

9. Caprio and Klingebiel (1996); Demirguc-Kunt and Detragiache (2002); Cull, Senbet, and Sorge (2005); Honohan and Klingebiel (2003); Barth, Caprio, and Levine (2006), chapter 4; Demirguc-Kunt, Kane, and Laeven (2008); Beck and Laeven (2008).

10. Demirguc-Kunt and Detragiache (2002); Cull, Senbet, and Sorge (2005).

11. Например, Demirguc-Kunt and Huizinga (2004).

также совершенно очевидна. Исследовательская литература демонстрирует, что определенная политическая конъюнктура существенно увеличивает вероятность введения системы страхования депозитов. В 1980 году всего 20 стран предоставляли гарантию по депозитам, а к 2003 году таких стран было уже 87. Изучение факторов, которые привели к введению системы страхования депозитов в этот период, проведенное Асли Демиргуком-Кунтом, Эдвардом Кейном и Люком Лавеном, позволяет сделать вывод, что политическое давление, как внутреннее, так и внешнее, сыграло важную роль. Внешнее давление заключалось в рекомендации от Всемирного банка и обстоятельствах, связанных со статусом кандидата в члены Европейского союза. Также в исследовании рассматривается внутреннее политическое давление через наблюдение различных национальных политических параметров (политический балл, масштабы коррупции, степень бюрократизации, ограничения на исполнительную ветвь правительства и показатели политической конкуренции и демократической ответственности). Результаты этого исследования показывают, что демократические системы, которые слабо ограничивают власть и свободу действий исполнительной власти правительства, с большей вероятностью введут систему страхования депозитов. Оно также находит некоторые свидетельства того, что коррумпированные страны, при прочих равных условиях, с большей вероятностью введут систему страхования депозитов. И наконец, исследование приходит к выводу, что, когда система страхования депозитов вводится после финансового кризиса, правительства обычно особенно небрежно подходят к разработке такой системы, что приводит к еще большим проблемам, связанным с моральным риском<sup>12</sup>.

## Хорошо, но как же Китай?

У необычайно скептического читателя может даже возникнуть соблазн выискать индивидуальные случаи, которые составляют исключения из нашей модели. Такому

---

12. Demirguc-Kunt, Kane, and Laeven (2008).

читателю мы скажем, что отдельные исключения из общих схем вовсе не доказывают, что сама схема не существует. Тот факт, что некоторые люди дымят как паровозы и живут до 100 лет, не опровергает то, что курение вызывает рак.

Тем не менее мы считаем, что мы обязаны отдать скептицизму должное. Если уж на то пошло, обнаружение достаточного количества исключений предполагает, что в концептуальной модели может не хватать чего-то существенного. Давайте начнем со случая, который, скорее всего, придет на ум множеству читателей: Китай, в котором банковский сектор вырос до огромных размеров в последние десятилетия, в политическом контексте очень далек от демократии. Мы также рассмотрим три других случая, в которых банковские системы быстро выросли и остались стабильными — Японию в период реставрации Мэйдзи (1868–1912), Германскую империю (1871–1918) и Чили при Пиночете (1973–1990), — и изучим природу их политических институтов.

Согласно нашей теории автократии могут генерировать быстрорастущие и стабильные, по крайней мере локально, банковские системы, когда правительство достаточно сильно, чтобы централизовать процесс принятия решений, но не настолько сильно, чтобы оно могло безнаказанно нарушать права собственности банкиров, акционеров банка и вкладчиков. Япония во время реставрации Мэйдзи и Германия при железном канцлере являются примерами такого рода централизованных автократий. Однако если группы, контролируемые правительством, обладают неограниченной властью, будет чрезвычайно сложно создать систему частных банков, поскольку любое обещание этих групп не экспроприировать банки не будет заслуживать доверия. Пример такой авторитарной системы — Китай, про который можно сказать, что у него практически и нет системы частных банков: на кредитных рынках доминируют государственные банки. Таким образом, отсутствие успешной системы частных банков в Китае вписывается в рамки нашей теории. Чили при Пиночете может являться некоторым исключением, однако такая исключительность неоднозначна: правительству Пиночета удалось выстроить крепкую систему частных банков только после ката-

строфической приватизации банков, которая во многом была похожа на подобные провалы в этой сфере в других авторитарных режимах.

## Китай

Китайское правительство приватизировало крупные сектора экономики — в частности, сельское хозяйство, обрабатывающую промышленность и добычу полезных ископаемых, — и эти секторы стимулировали рост китайской экономики в последние три десятилетия. Однако крупные китайские банки не были по-настоящему приватизированы; все они контролируются правительством, а по большей части ему и принадлежат. Их основная миссия — предоставление кредитов государственным предприятиям. Кредиты, предоставляемые этими банками, часто приводят к крупным убыткам. Когда убытки по кредитам банков становятся очень крупными, они поглощаются непосредственно государством через операцию спасения (самая последняя из которых имела место в 2000 году). Более того, поскольку даже частные банки в Китае постоянно подвержены существенному риску экспроприации, их деятельность весьма ограничена. Что помешает правительству вынудить любого банкира выдать кредит его любимому правительственному предприятию, одолжить деньги на проект, реализуемый дружкой чиновника, или разместить 50% его депозитной базы в центральном банке под нулевую процентную ставку? Как мы показываем ниже, те, кто инвестирует в китайскую банковскую систему, знают, что они могут подвергнуться произволу государственных чиновников и быть поставленными перед необходимостью оказывать услуги государству или государственным предприятиям. Эти государственные предприятия являются любимчиками государства, потому что они создают рабочие места и генерируют политическую поддержку Коммунистической партии, но, делая это, они увеличивают убытки банков, которые предоставляют им кредиты.

При долгой диктатуре Мао Цзэдуна нормальной банковской системы в Китае не было. Как и в других коммунистических странах, банковская деятельность в Китае,

ПУТЕШЕСТВИЕ В ДРУГИЕ СТРАНЫ

по сути, сводилась к учету и контролю денежных потоков, возникающих в процессе централизованного планирования. Она не имела ничего общего с привлечением депозитов, выдачей кредитов, обслуживанием рыночных сделок или управлением рисками. До того момента, как экономика была либерализована после смерти Мао в 1976 году, зарплаты и цены устанавливались правительством, пожизненная занятость была гарантирована, а производство было монополизировано государственными предприятиями. Правительство фактически было владельцем всех активов и продукции: у него не было соперников в политической власти и экономическом контроле.

У этой правительственной экономики была очевидная проблема: у частных лиц было мало стимулов производить и много стимулов обманывать правительство. Преемники Мао признали, что сохранение управляемой правительством экономики будет делать Китай все менее значимой страной в мире. Если бы они не приватизировали экономику, Китай в конечном итоге стал бы такой же малозначимой в военном и дипломатическом плане страной, как Северная Корея. Таким образом, серия реформ, начатых в середине 1980-х годов и получивших новый импульс в 1990-х годах, привела к тому, что практически все цены устанавливает рынок. Было разрешено создание частных предприятий, это даже поощрялось. Многие государственные предприятия были полностью или частично приватизированы.

Решение модернизировать китайский финансовый сектор, чтобы он мог стимулировать постоянный экономический рост, совпало со знаменитым «южным турне» Дэна Сяопина в 1992 году, которое закрепило поддержку его реформаторской экономической программы. Государственные предприятия были приватизированы — за исключением некоторых ключевых отраслей<sup>13</sup>. Приватизация проводилась постепенно — первоначально крупные пакеты акций сохранялись за правительством или контролируемые правительством «юридическими лицами» (юридическими структурами, которые включали в себя государственные организации различ-

---

13. Некоторая часть акций банков было продана, но контроль сохраняется за правительством.

ных типов и государственные предприятия). Компаниям разрешили использовать биржи, которые были созданы в Шанхае и Шэньчжэне в начале 1990-х годов, а также Гонконгскую фондовую биржу, чтобы привлекать средства на внутренних и зарубежных рынках акций.

Однако в банковской системе, созданной для обслуживания этой экономической либерализации, полностью доминировало государство. Кроме центрального банка (Народный банк Китая) она изначально включала четыре крупнейших правительственных банка — Банк Китая, Китайский строительный банк, Сельскохозяйственный банк Китая и Промышленный и коммерческий банк Китая. Каждый из этих банков должен был специализироваться на финансировании определенных секторов или типов сделок, но со временем функции всех четырех банков стали более или менее одинаковыми. Впоследствии была разрешена деятельность других государственных банков и частных банков, но масштабы их деятельности были очень скромными. К концу 1994 года центральный банк разрешил негосударственным банкам организовать всего 130 филиалов, 98 отделений и 724 операционных офиса, в то время как четыре крупных государственных банка имели 138 081 отделение<sup>14</sup>. В 2003 году на четыре крупных государственных банка по-прежнему приходилось приблизительно 55% всех активов в банковской системе. Эти государственные банки продолжают доминировать в банковской системе, хотя в последние годы набирают популярность новые небанковские источники кредитов.

Государственная собственность на крупнейшие банки в Китае не случайна: она позволяет правительству поощрять своих друзей и генерировать занятость, что крайне важно для сохранения режима. Однако основным источником роста является частный сектор, а инвестиции частного сектора определяют деловой цикл. Тем не менее способность частного сектора к инвестициям чрезвычайно зависит от его доступа к кредитам, а объемы кредитования меняются с течением времени в зависимости от требований Народного банка Китая. Когда инфляция растет, Народный банк Китая ограничивает рост кредитования, распределяя кредиты в пользу государственных

---

14. Branstetter (2007), 31.

ных предприятий. Он это делает частично из-за политических связей их управляющих, но также и из-за того, что занятость, обеспечиваемая государственными предприятиями, так важна с политической точки зрения. Рабочие в китайских городах поддерживают правительство не потому, что они верят в коммунизм или в Китайскую коммунистическую партию; а потому, что партия дает им работу. Поэтому, когда возникает дефицит кредитования, основные трудности от нормирования кредитов возникают у быстрорастущих частных фирм, у которых нет достаточной политической поддержки<sup>15</sup>.

Процентные ставки по банковским кредитам и депозитам устанавливаются правительством. Регулирование процентных ставок имеет множество функций. Во-первых, высокий спред между ставками по кредитам и депозитам обеспечивает прибыль крупным государственным банкам. Эта прибыль очень важна, поскольку кредиты государственных банков государственным предприятиям ведут к крупным и постоянным убыткам. В начале 2000-х годов банки списали сотни миллиардов долларов убытков по кредитам, которые были выданы правительству, а значит, в конечном счете оплачены казной. Большинство аналитиков считает, что за последующее десятилетие размер необслуживаемых кредитов в государственных банках, возможно, опять достиг сопоставимых величин. Эти убытки остаются непризнанными: они просто-напросто переоформляются в новые «вечнозеленые» кредиты<sup>16</sup>. Во-вторых, сохранение низких процентных ставок по депозитам ограничивает давление повышения курса юаня, а значит, помогает поддерживать рост экспорта<sup>17</sup>. Короче говоря, нельзя считать, что в китайской банковской системе построен хороший риск-менеджмент и что крупные кредиты предоставляются частным фирмам на рыночных условиях.

---

15. Branstetter (2007); Brandt and Zhou (2007); Ayyagari, Demircuc-Kunt, and Maksimovic (2010).

16. Branstetter (2007); Brandt and Zhou (2007).

17. Хотя вливания капитала, кроме прямых иностранных инвестиций и ограниченных покупок акций, запрещены, у иностранцев есть способы маскировать вливания капитала (Prasad and Wei [2007]), что они бы с большей охотой делали, если бы правительство допускало рост процентных ставок.



Поэтому китайский банковский сектор вряд ли можно назвать успешным примером развития частной банковской системы при авторитаризме. Способность банковской системы поддерживать выдающиеся темпы роста в Китае в последние три десятилетия представляется сомнительной<sup>18</sup>. Неэффективное директивное кредитование, контроль над процентными ставками и периодические масштабные операции спасения остаются основными инструментами поддержания политического режима. Если бы китайская банковская система была на самом деле частной и могла устанавливать процентные ставки и распределять кредиты в соответствии с критериями эффективности, уменьшение количества государственных предприятий представляло бы огромный политический риск для режима, который, по сути, покупает политическое спокойствие за места на предприятиях. Многие аналитики признают, что продолжение роста в Китае зависит от освобождения банковской системы от государственного контроля, но трудно точно понять, как китайские политические институты будут меняться, чтобы сделать такую либерализацию осуществимой задачей.

## Германия

А что тогда сказать о Германии? Разве рост банковской системы и тяжелой промышленности не совпал с правлением Отто фон Бисмарка, который один заменял кайзеру Германии целый кабинет министров? И разве Бисмарк не был прусским аристократом, который, прежде всего, был известен тем, что централизовал власть в объединенном германском государстве?

Нет никаких сомнений в том, что в Германии создание системы универсальных банков сопровождалось быстрым ростом объемов кредитования, особенно для промышленности. Это также была новая модель банковской системы. Усовершенствованная в последние 25 лет XIX века, она объединяла в себе общенациональную филиальную систему банков, кредитование, прием депозитов, андеррайтинг ценных бумаг и управление акти-

---

18. Pei (2006); Calomiris (2007).

вами «в одном флаконе». Она, таким образом, обеспечивала крупнейшим банкам гораздо больший контроль над промышленными компаниями, чем имели банки в Соединенных Штатах или Англии. Обычно немецкий банк начинал свои отношения с промышленной компанией с кредита, часто — краткосрочного, и такие кредиты фондировались депозитами. По мере того как компания росла и ее потребности в финансировании увеличивались, тот же самый банк выступал андеррайтером ее выпусков акций. Такие предложения акций могли размещаться на счетах управления активами. Такие схемы концентрировали права голоса и контроль над промышленными фирмами в пределах банковской системы, упрощая, таким образом, акционерам задачу дисциплинирования корпоративного менеджмента. Более того, создание картелированной структуры германской экономики в этот период часто приписывается, по крайней мере частично, влиянию крупных банков, которые стремились создать упорядоченный рынок (то есть рынок, на котором не было сильной конкуренции).

Немецкий центральный банк контролировал предложение банкнот и поддерживал конвертируемость валюты в золото. Сберегательные банки и кредитные кооперативы — на которые в совокупности приходилось приблизительно 30% активов финансовой системы к 1913 году — развивали свои собственные частные институты для взаимного контроля и предоставления срочной помощи в периоды финансовых кризисов. Такие институты в некотором отношении напоминали успешные межбанковские соглашения в Канаде и штатах Индиана и Огайо до Гражданской войны. Германская банковская система не только обеспечивала доступные и разнообразные кредиты, но в ней также практически не возникали кризисы — в период с 1860 по 1930 год (за исключением кризиса 1873 года, который случился на раннем этапе развития банковской системы Германии)<sup>19</sup>.

---

19. Описание деятельности немецких банков, их регулирования и роли в немецком экономическом развитии и индустриализации можно найти в работах Jeidels (1905); Riesser (1911); Whale (1930); Gerschenkron (1962); R. Tilly (1966, 1967, 1982, 1986, 1992, 2010); Eistert (1970); Calomiris (2000), chapter 4; Guinnane (2002); Fohlin (2011).

Таким образом, мы должны задать себе вопрос, не является ли Германия в конце XIX века исключением из модели, выведенной нами в нашем структурном изложении фактов. Какой была структура политических институтов, которые поддерживали германскую банковскую систему?

Ответ заключается в том, что, несмотря на свои авторитарные характеристики, Германия обладала рядом представительных институтов, которые ограничивали власть и свободу действий ее канцлера и кайзера. До своего политического объединения в 1871 году Германия была группой политически фрагментированных и слабо связанных суверенных государств. Объединение этих государств в единую федерацию, в которой доминировала Пруссия, потребовало как войны — в частности, военной победы Пруссии над Австрией и Францией в 1866 и 1871 годах соответственно, — так и переговоров. Фактически эти государства сохранили свои собственные локальные структуры управления. У каждого государства была своя собственная парламентская система, и Германская империя сама по себе имела двухпалатный законодательный орган. Рейхсрат был невыбираемой верхней палатой и представлял интересы государств, входящих в империю. Рейхстаг (нижняя палата) избирался народным голосованием на базе всеобщего избирательного права, которым обладали взрослые мужчины. Чтобы стать законом, законопроекты должны были быть утверждены большинством голосов и в рейхсрате, и в рейхстаге.

Но все это не говорит о том, что германские политические институты были однозначно демократическими. У рейхсрата было больше полномочий, чем у рейхстага. Ни одна из палат не могла инициировать принятие закона: они могли его только заблокировать, внести поправки или принять. Канцлер был подотчетен кайзеру, а не законодательному органу, и только кайзер мог сместить его с поста. Однако Германская империя была далека от той Германии, которой она стала при Гитлере в 1930-х годах. У германского канцлера не было неограниченных полномочий и свободы действий. Он не был Мао Цзэдуном или Дэном Сяопином. Он не мог по своему желанию нарушать прав собственности. Более того,

он мог быть смещен со своего поста — как сам Бисмарк обнаружил в 1890 году, когда Вильгельм II вынудил его уйти в отставку. Важно отметить, что ни один из канцлеров, который пришел вслед за Бисмарком — по крайней мере, за исключением Гитлера, — не достиг такой власти или продолжительности пребывания у власти.

Бисмарку были нужны немецкие финансисты и промышленники, так же как и он был нужен им. Германия на момент объединения была отсталой и бедной страной. Для того чтобы сравняться со своими конкурентами в экономическом и военном отношении, германское правительство проводило экономическую политику, направленную на индустриализацию страны, включая и программу выдачи лицензий банкам для финансирования создаваемой промышленной базы. Так, стимулирование правительством развития универсальных банков в Германии было тесным образом связано с военными и колониальными амбициями.

Когда появилась Германская империя, было далеко неоднозначно, что она сможет сохранить свою территорию: ей угрожали растущая Российская империя на востоке, Австро-Венгерская империя на юге и Франция на западе. Учитывая, что сохранение государства зависело от создания экономики, обеспечивающей возможность победы над этими соперниками, Бисмарку было необходимо объединить промышленников и финансистов зарождающегося государства в коалицию. Многие из них не были пруссаками; они происходили из западных или южных провинций, которые во многих отношениях находились вне контроля канцлера.

Короче говоря, быстрый рост германской банковской системы в конце XIX века не является исключением из паттернов, которые мы выводим из наших структурных нарративов. Во-первых, рост банковской системы объяснялся необходимостью создать основу для успешного государства. Во-вторых, у Бисмарка не было неограниченной власти; его власть лимитровалась невыбираемой верхней палатой и нижней палатой, которая избиралась голосованием всего взрослого мужского населения. Германский канцлер обладал большей властью, чем президент США или британский премьер-министр, но у него не было марионеточного конгресса, как у мек-

сиканского лидера Порфирио Диаса в конце его длительного правления, и он не мог определять результаты выборов, как это было в Бразилии при Старой республике.

## Япония

Что насчет Японии? Представляет ли она собой исключение из моделей, которые мы вывели? В 1973 году Япония была единственной страной за пределами Западной Европы, Соединенных Штатов или других колоний Британии, которая достигла показателей доходов на душу населения, сравнимых с показателями Западной Европы<sup>20</sup>. Важный ранний период быстрого роста в Японии составлял четыре десятилетия до Первой мировой войны — период, когда Япония превратилась в мировую державу в результате сознательной имитации западных институтов, а также стимулирования индустриализации и экспортно ориентированного роста. В период с 1878 по 1914 год годовые темпы роста японского ВВП составляли около 4%, а темпы роста экспорта почти вдвое превышали этот показатель<sup>21</sup>. Таким образом, Япония является уникальным историческим случаем раннего неевропейского экономического развития.

Еще в 1860-х годах Япония была сравнительно изолированной аграрной экономикой с низким уровнем доходов на душу населения. Ее отсталость стала особенно очевидной после прибытия в 1853 году американского флота под командованием коммодора Военно-морских сил США Мэттью Перри, который насильно открыл Японию для внешней торговли под угрозой морских

---

20. Мэддисон (Maddison (2001)) оценивает японский ВВП на душу населения в 1973 году в 11 439 долларов (в единицах постоянной покупательной способности 1990 года) по сравнению с 11 534 долларами у Западной Европы и в среднем 16172 доллара у Соединенных Штатов, Канады и Новой Зеландии. Средний показатель Восточной Европы составлял 4985 долларов, бывшего Советского Союза — 6058 долларов, Латинской Америки — 4531 доллар, Африки — 1365 долларов, а Азии, без учета Японии, — 1231 доллар.

21. Patrick (1967), 242–243.

бомбардировок. Японские элиты, как и элиты других стран, которые мы обсуждали, понимали, что им нужно было модернизировать экономику, иначе Япония могла стать провинцией или колонией конкурирующего государства.

Внутренние недостатки японской экономической системы были очевидны: она сильно напоминала европейскую феодальную систему. Необходимость модернизировать экономику стимулировала десятилетнюю борьбу, которую недостаточно точно определяют как реставрацию Мэйдзи. Император был восстановлен во власти, но при новой системе правительства, которая напоминала западную. Понадобилось несколько десятилетий, чтобы выработать подходящую структуру политических институтов, кульминацией которой стала конституция Мэйдзи от 1890 года. Японская политическая система характеризовалась ограниченным влиянием различных политических сил. Действия императора не лимитировались конституцией, но он делил власть с двухпалатным законодательным органом. Верхняя палата состояла из знати и олигархов, у многих из которых было военное прошлое; нижняя палата избиралась прямым голосованием, хотя имущественный ценз означал, что лишь небольшая прослойка японского общества (возможно, всего 1%) могла претендовать на участие в выборах. Отсутствие сплоченности среди олигархов, которые контролировали верхнюю палату, стимулировало появление политических партий, которые яростно конкурировали за места в нижней палате<sup>22</sup>.

В течение трех десятилетий до Первой мировой войны правительство Мэйдзи активно стимулировало экономический рост. Япония не только стала промышленной державой и приобрела военную мощь, чтобы нанести уверенное поражение русским в Русско-японской войне 1905 года, но и превратилась в основного торгового партнера Запада и активного заемщика на лондонских рынках капитала.

Как и в Германии, в Японии правительство Мэйдзи понимало, что ключом к осуществлению его политических и военных амбиций была модернизированная

---

22. Ramsayer and Rosenbluth (1998), chapters 2-4.

финансовая система<sup>23</sup>. Существующая финансовая система небольших неформальных лидеров была заменена на современную финансовую систему, состоящую из коммерческих банков с ограниченной ответственностью, получивших лицензию от правительства, и других финансовых институтов, смоделированных по западному примеру. Япония изначально имитировала американскую национальную банковскую систему, но увидев, что она имеет определенные проблемы, правительство вскоре переключилось на систему банковских лицензий, больше похожую на британскую систему, включая и выдачу лицензий центральному банку, действующему на базе золотого стандарта. С 1888 по 1901 год количество банков и объемы банковского кредитования выросли в шесть раз. Этот рост объяснялся официальным закреплением и унификацией банковских лицензий согласно закону о банковской деятельности от 1890 года, который поощрял открытую конкуренцию в банковской системе.

Банковская система Мэйдзи была набором из очень крупных банков, которые действовали как финансовые подразделения больших промышленных и коммерческих групп, известных как дзайбацу; банков специального назначения, которые спонсировались правительством; и свыше 1000 мелких банков, которые обслуживали локальные и региональные рынки. В период Мэйдзи эти мелкие банки использовали свое влияние на одну из двух основных политических партий, Сэйюкай, чтобы блокировать продвигаемый крупными банками законопроект о введении минимальных требований к капиталу. Цель этого предложенного закона заключалась в ограничении конкуренции путем принуждения мелких банков к слиянию или закрытию<sup>24</sup>.

Экономические историки во многом объясняют успешное развитие Японии ее банковской системой. Банковская система была разработана правительством, которое стремилось стимулировать промышленный рост и экспорт, «с опережением потребностей про-

---

23. Patrick (1967), 240.

24. Крупные банки в конечном итоге добились своего в 1927 году. Ramseyer and Rosenbluth (1998), chapter 8.

мышленности в кредитах и финансовых услугах». Кроме того, банки — особенно крупнейшие — получили лицензии, чтобы играть именно эту роль, и успешно с ней справились<sup>25</sup>. Банки специального назначения использовались правительством для поощрения инвестиций в сельское хозяйство, промышленность, электроэнергию и транспорт. Правительство само играло активную роль в этих банках: оно гарантировало акционерам их дивиденды в размере 5% в первые десять лет после получения ими лицензий. Министерство финансов назначало их должностных лиц и директоров. Правительство также предоставляло финансовую помощь, когда возникали проблемы. Например, Промышленный банк был спасен от банкротства в 1913 году, после того как во время Русско-японской войны он выдал золотодобывающим компаниям рекомендованные правительством кредиты, которые не были возвращены.

Тогда какой вывод мы должны сделать из примера с Японией? Когда мы детально рассмотрим систему Мэйдзи, то увидим авторитарную политическую систему, в которой доминируют влиятельные олигархи, имеющие тесные связи с военными; при этом такая система заимствовала некоторые внешние атрибуты западного представительного правительства, поскольку эти олигархи не могли договориться друг с другом<sup>26</sup>. Создатели конституции Мэйдзи вполне сознательно изучили политические системы Соединенных Штатов, Англии, Германии и Испании и взяли из них некоторые элементы. У Германии они заимствовали форму законодательных органов и правила их регулирующие. В результате получилась политическая система, которая была намного менее демократической, чем даже германская версия. Но ни у японского императора, ни у его премьер-министра не было неограниченной власти. Более того, как и в Германии, силы, контролирующие правительство в Японии Мэйдзи понимали, что промышленники и банкиры им были нужны не меньше, а, может быть,

---

25. Patrick (1967), 277. Количественный анализ связи между финансовыми факторами и ростом в Японии в период с 1880 по 1913 год можно найти в работе Rousseau (1999).

26. Ramsayer and Rosenbluth (1998), chapters 2 and 3.



даже больше, чем промышленникам и банкирам нужны были они сами. Они не могли нарушать прав собственности по своему желанию, если они хотели обеспечить выживание государства. Так, спасение правительством Промышленного банка в 1913 году свидетельствовало об осознании правительством того факта, что его собственный успех зависел от сохранения банковской системы. То, что политическая система Мэйдзи стимулировала рост банковской системы, которая была использована для финансирования ускоренного курса на экономическую модернизацию, вряд ли удивительно.

## Чили

Чили в конце XX века представляла собой более жесткую автократию, чем Германская империя или Япония эпохи Мэйдзи. При жестоком диктаторстве Аугуста Пиночета с 1973 по 1990 год в стране не было даже символических институтов представительного правительства. Пиночет и его военное правительство пытались и убивали своих оппонентов, приостанавливали действие конституции, закрывали конгресс и запрещали политические партии.

Банковская система Чили демонстрировала потрясающий рост при режиме Пиночета. Объем банковского кредита по отношению к ВВП вырос в восемь раз в период с 1975 по 1990 год — с 5% ВВП до 41% и после этого продолжал расти до тех пор, пока Пиночета не свергли, достигнув 69% ВВП к 2010 году<sup>27</sup>. Успешная либерализация банковской системы также сопровождалась созданием активного фондового рынка и приватизацией пенсионной системы, что стимулировало рост масштабной системы частных пенсионных фондов, которые были активными покупателями на локальных долговых и фондовых рынках. Это стало причиной головокружительного роста цен на рынках капиталов в Чили: к 2000 году Чили могла похвастаться самым высоким среди стран с развивающимися рынками показателем отношения суммы капитализации компаний к величине ВВП. Фи-

---

27. Данные Всемирного банка (World Bank (2012)).

нансовое развитие банков и рынков капитала сопровождало впечатляющее экономическое развитие Чили и внесло в него свой вклад: реальный ВВП на душу населения в Чили вырос почти в три раза в период с 1985 по 2011 год<sup>28</sup>.

Приверженец казуального эмпиризма, таким образом, может предполагать, что Чили при Пиночете представляет собой явное исключение из моделей, которые мы презентовали в этой книге, однако, если присмотреться внимательнее, рост чилийской банковской системы вовсе не выглядит таким уж исключительным. Диктаторство Пиночета положило конец почти сорокалетнему опыту демократии и почти такому же длительному периоду финансовых репрессий. С 1930-х по середину 1970-х годов у Чили была небольшая и жестко регулируемая финансовая система<sup>29</sup>. При президенте Сальвадоре Альенде (годы правления — 1970–1973) эта небольшая банковская система была легко национализирована: правительство просто купило акции немногих существующих банков. И оно могло купить их по низким ценам именно потому, что финансовый сектор так долго подвергался репрессиям<sup>30</sup>. Правительство Альенде не только национализировало чилийские банки, оно также экспроприировало горнодобывающую промышленность и расширило земельную реформу, которая была начата при предшественниках Альенде. Кроме того, Альенде расширил социальные программы

---

28. Международный валютный фонд (International Monetary Fund (2012b)).

29. Политика финансовых репрессий до и во время правительства Альенде имела пять основных составляющих. Во-первых, установление потолка для процентных ставок по кредитам означало существенные отрицательные реальные процентные ставки для банков. Во-вторых, потолок для процентных ставок по депозитам ограничивал стимулы вкладчиков помещать свои средства на банковские депозиты. В-третьих, выдаваемые по правительственной указке кредиты предназначались определенным категориям заемщиков, что вынуждало банки выдавать неприбыльные кредиты политически выгодным избирателям. В-четвертых, высокие требования резервирования заставляли банки держать существенную часть своих активов в центральном банке в форме беспроцентных кредитов. И наконец, очень высокий уровень инфляции, создаваемой правительством, увеличивал убытки, возникавшие вследствие ограничений процентных ставок, требований резервирования и политики выдачи целевых кредитов.

30. На один банк не распространялся правительственный контроль: Banco do Chile остается крупнейшим банком Чили.

и финансировал их через инфляционный налог. Когда правительство Альенде было свергнуто, бюджетный дефицит составлял 14% ВВП, а инфляция достигла аннуализированных темпов роста в 1000%<sup>31</sup>.

Правительство Пиночета отменило политические меры Альенде. Оно провело радикальную бюджетную реформу в 1975 году, в результате чего дефицит бюджета на 1976 год был устранен. Оно снизило тарифы и стимулировало прямые иностранные инвестиции. Оно также приватизировало множество фирм, которые были национализированы Альенде. У этих реформ было несколько примечательных характеристик, не последней из которых была стремительность их проведения<sup>32</sup>.

Однако в процессе, при помощи которого правительство Пиночета реприватизировало банковскую систему, не было ничего удивительного. В 1975 году, когда правительство продало с аукциона банки, позиция правительства в отношении экономики с частной собственностью была далеко не однозначной. Некоторые военные предпочитали экономику, которая бы контролировалась или регулировалась правительством, поскольку они опасались, что отсутствие у Чили сравнительных преимуществ во многих отраслях промышленности отрицательно скажется на национальной безопасности страны. Эти члены хунты продолжали оказывать значительное влияние до 1978 года, когда Пиночет вышел победителем в серьезной схватке с генералом Густавом Ли из военно-воздушных сил, «выдавлив» его из правительства<sup>33</sup>.

Еще более проблематичной приватизацию банков делал тот факт, что военному правительству не грозили никакие санкции за нарушение своих обещаний, поэтому ни одно из его обещаний не рассматривалось как заслуживающее доверия. Фактически на пике кризиса ссудо-сберегательных учреждений страны в июне 1975 года правительство по своему усмотрению ограничивало снятие депозитов, вынуждая к реструктурированию сво-

---

31. De la Cuadra and Valdes (1992), 14.

32. Подробности чилийской либерализации можно найти в работах Diaz Alejandro (1985); Edwards and Edwards (1991); de la Cuadra and Valdes (1992); and Beim and Calomiris (2001), 122–126.

33. Edwards (2010), 105, 108–9.

их обязательств. Это ускорило почти полный коллапс ссудо-сберегательных институтов Чили. Фактические данные дают убедительные основания предполагать, что потенциальных банкиров в Чили волновал тот факт, что правительство по своему усмотрению может нарушить их права собственности, поскольку у него было множество возможностей это сделать — включая манипулирование резервными требованиями по депозитам, которые устанавливались центральным банком<sup>34</sup>. Неудивительно, что чилийские банкиры предложили низкие цены, когда правительство продавало с аукционов банки, и даже эти цены были искусственно завышены из-за того, что правительство позволило банкирам взять займы до 90% стоимости покупаемых банков у тех же самых государственных структур, которые их продавали с аукциона<sup>35</sup>. Чтобы еще больше поддержать инвестиции в банки, инсайдерское кредитование после покупки банков никак не ограничивалось.

Процесс приватизации банков в Чили, таким образом, поразительно напоминал этот же процесс в Мексике в 1991–1992 годах при PRI: банки покупались путем выкупа контрольного пакета акций при помощи кредита, в результате чего банкиры практически не рисковали своим собственным капиталом. У банкиров в связи с этим были сильные стимулы заниматься масштабным инсайдерским кредитованием и принимать на себя огромные риски. Чилийские банкиры стали активно выдавать кредиты. Сравнение с приватизацией банков в Мексике в 1991–1992 годах также уместно и потому, что чилийские банкиры, как и мексиканские, получали существенные регуляторные льготы. «Правила в отношении залога и обеспеченных кредитов были просты, и многие кредиты не были надлежащим образом обеспечены; правила в отношении необслуживаемых кредитов и резервов на покрытие убытков по кредитам были не такими строгими, как предусматривали международные стандарты; а правила по оценке и классификации рисков по кредитам внедрялись постепенно... Правила в отношении аффилированных заемщи-

---

34. Barandiaran and Hernandez (1999), 6; Martinez and Diaz (1996), 58.

35. Barandiaran and Hernandez (1999), 5.

ков обеспечивались слабо, и банки имели возможность пользоваться множественными лазейками в системе регулирования»<sup>36</sup>. Как и в Мексике, очень высокая доля кредитов, выдаваемых чилийскими банками, направлялась аффилированным структурам, то есть предприятиям, которыми владели директора банков или их родственники, и многие эти кредиты выдавались под более низкие проценты, чем те, которые взимались со сторонних заемщиков<sup>37</sup>.

Еще одна параллель с Мексикой прослеживается в том, что правительство использовало режим фиксированного обменного курса, который завышал курс обмена местной валюты<sup>38</sup>, а затем позволяло банкам фондировать себя путем долларовых заимствований за рубежом<sup>39</sup>. Как и в Мексике, правительству в конечном итоге пришлось девальвировать национальную валюту, что ускорило коллапс многих банков, у которых были обязательства в долларах, а активы в национальной валюте. Неспособность многих банков обслуживать свои обязательства вынудила правительство вмешаться и спасти как кредиторов, так и дебиторов банков. Как и в Мексике, надежда на спасение стимулировала недобросовестное поведение, поэтому спасение правительством банков стало постоянным и набирающим темпы процессом. В период с 1981 по 1986 год правительство вмешалось в ситуацию с 21 чилийским финансовым

---

36. Barandiaran and Hernandez (1999), 8.

37. Ibid., 10.

38. В странах с фиксированными обменными курсами поддерживаемые правительством банки с низкой или отрицательной чистой стоимостью обычно имеют сильные стимулы брать кредиты в иностранной валюте, поскольку при этом процентные ставки обычно ниже, особенно если риск девальвации возрастает. Угроза недобросовестности поощряет такие типы заимствований, поскольку риск потери капитала в результате понижения курса национальной валюты, свойственный заимствованиям в иностранной валюте, несут налогоплательщики. Девальвация может существенно увеличить стоимость спасения банков при банковском кризисе. Это объясняет, почему так называемые двойные кризисы, объединявшие понижение обменного курса и банковский коллапс, которые были такими частыми в странах с развивающимися рынками в 1980-х и 1990-х, обычно обходились гораздо дороже, чем другие кризисы.

39. В Мексике использовался обменный курс с привязкой к изменяющемуся индикатору, а не строго фиксированный курс. Barandiaran and Hernandez (1999), 9.

институтом, на которые в совокупности пришлось свыше половины активов банковской системы. Некоторые из них были ликвидированы. Другие прошли через процедуру оздоровления (за общественные средства), а затем были вновь приватизированы<sup>40</sup>. Когда они были взяты под контроль, санаторы обнаружили, что примерно четверть банковских кредитов была выдана аффилированным компаниям. В случае с Banco de Santiago на такие кредиты приходилось 45% банковского портфеля<sup>41</sup>.

Пока не до конца понятно, как Пиночету удалось возродить такое доверие к системе власти, что чилийская банковская система в конечном итоге стала одной из самых надежных в Латинской Америке. Мы предполагаем, что к середине 1980-х годов Пиночету уже не приходилось убеждать население, что его диктатура не была угрозой их правам собственности. Скорее, угроза правам собственности исходила от левого демократического правительства, которое он свергнул. Поэтому Пиночет смог взять на себя заслуживающее доверия обязательство в отношении финансовых прав собственности, то есть в отношении безопасности банковских акций и депозитов.

Что, на наш взгляд, особенно удивительно, так это то, что кризис 1982–1983 годов, по всей видимости, не изменил мнения населения о том, что диктатура Пиночета проводила политику, которая скорее укрепляла, чем ослабляла права собственности в финансовой сфере. Правительство внедряло улучшения в системе пруденциального регулирования начиная с 1985 года<sup>42</sup>. Чилийские реформы оказались гораздо более эффективными, чем реформы во многих развитых странах, в плане создания заслуживающей доверия системы пруденциального регулирования на базе прозрачной отчетности, существенных требований к капиталу и ограниченного применения страховочных сетей. С 1983 года Чили, таким образом, удавалось избегать банковских кризисов, из-за которых страдали многие другие страны Латинской Америки и многие развитые страны.

---

40. Barandiaran and Hernandez (1999), 20–44.

41. Ibid., 45, 47.

42. Ramirez and Rosende (1992).

## Заключение

Наш ответ на основной вопрос, заданный нами в главе 1, — почему все страны не могут создать банковскую систему, способную предоставлять стабильные и большие объемы кредитов, — заключается в том, что политические условия ограничивают эту возможность. Возникающие в процессе исторического развития политические институты играют важную конструктивную роль в банковской системе, но также и ограничивают возможности банковской системы каждой страны.

Основной мотив этой книги заключается в том, что банковская система каждой страны является результатом Игры банковских договоренностей, устанавливающей правила и определяющей, каким образом банки получают лицензии и как они взаимодействуют с государством. Эти условия, в свою очередь, решают, насколько успешной страна будет в двух ключевых аспектах: степени доступности кредитов для населения и склонности к банковским кризисам.

Лицензированные банки всегда являются результатами политических партнерств, включающих в себя как правительство, так и коалицию граждан, которые контролируют формирование банковской системы. Государство зависит от банков как от источника доходов, кредитов и другой финансовой поддержки. Государства нуждаются в банках, а банки не могут функционировать без активного сотрудничества с государством, которое определяет их юридический статус, защищает их договорные права и позволяет им вести деятельность на основе предсказуемых правил, привлекающих вкладчиков, акционеров и заемщиков.

В консолидированной централизованной автократии правительство не может удержаться от экспроприации банков, что означает, что у частных лиц очень мало стимулов учреждать банки для выдачи кредитов независимым сторонам. В результате в жестко централизованных авторитарных режимах, таких как в Китае, обычно появляется государственная банковская система. Когда автократ не может полностью централизовать власть, он может сформировать партнерство с группой

финансистов для образования частной банковской системы, но такая банковская система не будет напоминать независимых кредитных посредников, которые описываются в финансовой литературе. Банки существуют для финансирования правительства и нефинансовых бизнес-интересов своих директоров. В Игру банковских договоренностей играет небольшая и эксклюзивная группа правительственных чиновников и бизнесменов, которые часто тесно связаны различными личными и политическими связями.

Демократии обычно достигают более высоких результатов, чем автократии, поскольку способность демократического правительства к экспроприации ограничивается политическими и правовыми институтами. Хотя кредит обычно более доступен при демократии, экспроприация банковских активов голосующим большинством представляет собой новый риск, а барьеры для входа на банковский рынок все же могут нарушать и ограничивать доступность кредита. В демократиях предложение банковских кредитов частным лицам обычно намного выше, чем в автократиях, но демократии в этом отношении не все одинаковы, как не все они одинаковы и в степени, в которой они страдают от нестабильности кредита во время кризисов. Исторические обстоятельства, которые влияют на формирование политических институтов и коалиций, контролирующей банковскую сферу, фактически определяют, будут ли демократии подвергаться рискам возникновения дефицита кредитования и банковских кризисов.



## ГЛАВА 15

# Реальность — это проблема многих концепций<sup>1</sup>

Наш недавний опыт научил нас, что либо многие фундаментальные принципы, которые когда-то считались неопровержимыми, не имеют такого значения, которое им приписывалось, либо мы не обращали внимания на некоторые другие, гораздо более важные и гораздо более веские принципы, которые полностью опровергают те, которые мы считали всеобщими.

*Эдмунд Бёрк, «Речь о примирении с Америкой» (1775)*

Незнание — лучше, чем ошибка; тот, у кого нет своего мнения, гораздо ближе к истине, чем тот, чье мнение ошибочно.

*Томас Джефферсон, «Заметки о штате Виргиния» (1781–1782)*

**В** ГЛАВЕ 2 мы представили систему координат для анализа связи между различными политическими факторами и тем, насколько банковская система может обеспечить стабильное и доступное кредитование. Мы показали, как возникают банковские системы в процессе заключения политических сделок, который мы называем Игрой банковских договоренностей. Это игра, в которой игроки с несовпадающими интересами собираются вместе, чтобы сформировать коалиции, призванные определять, какие банки будут созданы и как они будут функционировать. Историческое изложение фактов в этой книге демонстрирует полезность этих категорий, показывая на примере нескольких стран, как применяется логика заключения сделок и как она связана со спецификой этих стран.

---

1. В оригинале название главы — «Realty is a Plague on Many Houses» — является очевидной аллюзией на слова умирающего Меркуцио — «Чума на вас, — на оба ваши дома!» (Шекспир В. Ромео и Джульетта. Пер. Д. Л. Михайловского). Разделы главы имеют названия «House of ...». — *Примеч. науч. ред.*

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

Мы не считаем классификацию правительств и банковских систем на рис. 2.1 непреложной основой для организации различных взаимосвязей между банковскими системами и политикой; сведение мира политики и банковских систем к нескольким категориям является просто полезным, но не идеальным способом организации наших теорий. На самом деле эти категории эволюционировали по мере написания нашей книги, и мы надеемся, что узнаем больше в будущем, а наш анализ станет более глубоким. Как настаивают Бёрк и Джефферсон (см. эпиграфы к этой главе), научное понимание приходит только в постоянном процессе познания, в котором отбрасывание ошибочных предположений так же важно, как и аккумуляция фактов<sup>2</sup>. Это в такой же степени применимо к современному миру и его банковскому устройству, как и к другим наблюдаемым явлениям.

Поэтому мы не пытаемся продать удобную и всегда актуальную модель, объясняющую все удачи и неудачи банков. Однако мы стремимся показать действенность конкретного способа анализа взаимосвязи между политикой и банковскими системами, помогающего понять, как эволюционируют банковские системы в зависимости от времени и страны. Наша модель объединяет знание истории с пониманием логики заключения сделок. Кроме того, что она помогает сделать выводы о мире, который мы наблюдаем, эта модель также подразумевает важные «негативные» умозаключения — а именно вынуждает пересматривать популярные идеи и обобщения. Мы рассмотрим некоторые самые важные из них.

---

2. В 1775 году Бёрк выступил в британском парламенте с речью, в которой призывал к мирному решению проблем с американскими колониями. Он выявил недостатки в аргументах в пользу жесткой реакции, которая, по его утверждению, не была обоснована ни принципами, ни практическими соображениями. Его опасения доказали свою дальновидность, когда британцы были разгромлены. В 1781 году Джефферсон выступал против принятия любой из трех считавшихся основными гипотез для объяснения некоторых геологических и палеонтологических наблюдений о морских раковинах. По его мнению, наука бы больше выиграла от честного признания своего собственного непонимания и отсутствия какой-либо правдоподобной гипотезы, чем от попыток назвать верной одну из необоснованных гипотез.

## Концепция экономических теорий банковских кризисов

Даже поверхностное знакомство с базовыми фактами банковской истории выявляет очевидную проблему всех доминирующих теорий банковских кризисов: это общие теории, которые предполагают, что банковские кризисы возникают из-за общих для всех банковских систем свойств, присущих всем временам и странам. Как мы показываем в этой книге, банковские кризисы — не регулярное явление во все времена и во всех странах, и поэтому они не могут быть последствием какой-либо общей экономической характеристики банков. Скорее они возникают как вследствие общих экономических характеристик банков, так и из-за специфической политической среды, в которой они функционируют.

Общие теории банковских кризисов исходят из трех аспектов банковских систем, различные комбинации которых, как предполагается, приводят к кризисам: структуры банковских операций, межбанковских связей и человеческой природы. Под структурой банковских операций понимается несоответствие в сроках обращения и ликвидности банковских сравнительно неликвидных долгосрочных кредитов и сравнительно ликвидных краткосрочных обязательств. Структурные теории рассматривают банковские кризисы как результат присутствующего банкам «риска ликвидности», возникающего из-за этого несоответствия<sup>3</sup>.

В теориях, в которых фигурируют межбанковские связи, появляется проблема внешних факторов: каждый банкир выбирает тот уровень ликвидных активов и тот уровень финансового левериджа (отношение дол-

---

3. Первая формальная теория была выдвинута Даймондом и Дибвигом (Diamond and Dybvig (1983)), и с тех пор было представлено множество ее вариантов. Ранние теории риска ликвидности предполагали, что источниками шоков в экономике являлись внешние потребности потребления, что не представляется правдоподобным объяснением. Более поздние работы считают, что кризисы ликвидности возникают из-за проблем, связанных с риском дефолта. Одна особенно креативная версия этих поздних работ представлена исследованием Dang, Gorton, and Holmstrom (2012).

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

га к акционерному капиталу), который оптимален именно для его банка. Банкиры не принимают во внимание побочные эффекты (внешнее влияние), создаваемые в результате того, что их банк является частью системы, в которой каждый банк связан с другими банками. В частности, крах одного банка может способствовать возникновению проблем у других банков. Согласно этому типу теорий кризисов основная роль регулирования заключается в том, чтобы создать «внутреннюю защиту» от внешних факторов, заставив банки иметь больше денежных активов и использовать меньше заемных средств, чем они бы решили сделать по своему усмотрению. В этом случае причиной банковских кризисов считается отсутствие достаточного регулирования создавания внутренней защиты от внешних факторов<sup>4</sup>.

Третье и самое давнее направление мышления заключается в позиции, что в банковских кризисах следует винить человеческую природу. Согласно этой точке зрения — которая тесно ассоциируется с ныне покойными профессорами Хайманом Мински и Чарльзом Киндлбергером — человеческие существа близоруки, а на финансовых рынках происходят колебания: периоды чрезмерного оптимизма сменяются периодами чрезмерных опасений (иногда это связано с быстрым ростом экономики, за которым следует резкий спад)<sup>5</sup>. Когда доминирует оптимизм, банки перестают должным образом управлять своими рисками — они выдают слишком много рискованных кредитов, не поддерживают достаточного уровня денежных активов и используют чрезмерное количество заемных средств — в результате происходят банковские кризисы.

Проблемой всех этих трех общих теорий является то, что они не могут объяснить, почему банковские кризисы неравномерно распределены по странам и во временном пространстве новейшей истории. Человеческая природа постоянна. Банковские балансы и сложные сети меж-

---

4. Например, см. Freixas, Parigi, and Rochet (2000).

5. Minsky (1975); Kindleberger and Aliber (2011). Модель, представленная в работе Dang, Gorton, and Holmstrom (2012), может генерировать похожие повторяющиеся циклы в обстановке, в которой доминируют рациональные агенты и асимметричная информация.

банковских взаимосвязей существуют уже много веков. Но примечательно, что во многих периодах и странах банковские кризисы отсутствовали, несмотря на наличие всех этих потенциальных причин.

Согласно этим теориям Канада, например, должна была быть очень склонна к банковским кризисам, но в действительности это было не так. Потребовались бы героические усилия, чтобы доказать, что канадцы менее близоруки, чем другие нации. Канадским банкирам приходилось балансировать сроки обращения своих активов и обязательств, так же как и банкирам в других странах. Они также принимали участие в сложных международных межбанковских операциях с начала XIX века. Тем не менее канадские банки на протяжении всей своей истории, за двумя незначительными исключениями в 1837 и 1839 годах, избежали системных банковских кризисов. Более того, пруденциальное регулирование было введено в Канаде сравнительно недавно. То же самое касается и учреждения центрального банка. Согласно структурной теории банковских кризисов канадские банки, таким образом, должны были столкнуться с более серьезным риском ликвидности, чем банки во многих других странах. В соответствии с теорией внешних факторов и теорией близорукости отсутствие активного пруденциального регулирования в Канаде на протяжении большей части ее истории должно было привести к банковским кризисам, однако они не возникли.

Это не означает, что ключевые идеи этих экономических теорий «неверны»: наоборот, есть множество доказательств, что источники риска, которые они выявляют, являются реальными. История банковских кризисов, включая и кризис субстандартного кредитования в Соединенных Штатах, показывает, что подверженность риску ликвидности, связанная с использованием банком преимущественно краткосрочной задолженности для фондирования своей деятельности, может поставить финансовые институты под угрозу, если заимодатели откажутся продлевать эти долговые обязательства. Подобным же образом кризис субстандартного кредитования показал, что риски контрагентов в сложных финансовых системах могут привести к передаче неблагоприятных факторов от института к институту. Что касается точ-

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

ки зрения Мински — Киндлбергера, исследования ценообразования рискованных активов приводят к выводу, что восприятие рынком рисков варьируется в зависимости от времени (хотя непонятно, отражают ли эти колебания близорукость или «фундаментальные факторы»).

Различия в банковской нестабильности по странам и во времени не говорят о том, что теории банковских кризисов малоприменимы, скорее они говорят о том, что три категории общих проблем, которые они выделяют, не являются достаточными условиями для возникновения банковских кризисов. Структура операций банков влечет за собой риск ликвидности, однако банки могут преодолеть этот риск за счет разумного ведения деятельности — в частности, за счет поддержания достаточных объемов денежных активов, ограничения уровня заемного капитала и заключения соглашений взаимного страхования риска ликвидности с другими банками (например, через организацию частных банковских клиринговых палат). Межбанковские связи могут создать внешние факторы в пределах банковской системы, но, опять же, надлежащее управление рисками и создание эффективных банковских институтов может ограничить связанные с ними риски. Пузыри на рынках жилья и фондовых рынках или рискованные долговые инструменты могут возникать по многим причинам. Однако это не значит, что за ними должны непременно последовать банковские кризисы. Случатся ли они, зависит от выборов, которые сделают банкиры в отношении объемов денежных активов, необходимого объема привлечения акционерного капитала и диверсификации различных классов кредитов и других активов.

Решающее влияние на то, приведут ли угрозы, обозначенные этими тремя теориями, к банковским кризисам, оказывает *политика*. Если правительство решит предложить банкам щедрые страховки и не сопроводит это заслуживающим доверия обязательством поддержания пруденциального регулирования, банки станут менее осторожными в управлении риском ликвидности, риском платежеспособности и риском контрагента. Мы должны еще раз подчеркнуть этот важнейший момент: определение масштабов предоставления страховок и степени пруденциального регулирования принадлежит полити-

ке, и при принятии подобных решений они обычно исходят из того, как максимизировать выгоду для своего краткосрочного политического будущего, а не из того, что лучше для долгосрочного развития общества.

Политика также является источником возникновения шоков, которые обычно не предусматриваются экономическим подходом к банковским рискам. Войны, перевороты и другие стрессовые ситуации для правительственных финансов могут привести к политическому давлению на банки и к экспроприации банков правительствами. Они могут принимать множество форм и характеризоваться различными степенями интенсивности: во время Гражданской войны в США банки, как группа, добровольно облегчили военные усилия Севера, взяв на себя большие объемы долга, в то время как во время Мексиканской революции банки были непосредственно экспроприированы. Политические коалиции могут блокировать развитие адекватных систем налогообложения, как это было на протяжении большей части бразильской истории, так что правительства используют банки для взимания инфляционного налога. Делая это, они сокращают способность банков действовать в качестве кредитных посредников. Фактически сама структура банковской системы, а значит, и восприимчивость к экономическим потрясениям, является результатом политики. Например, ограничения на открытие банками филиалов в Соединенных Штатах до конца XX века не давали банкам диверсифицировать кредитование по регионам, в результате чего банки становились более уязвимыми к локальным экономическим шокам, таким как колебания цен на сельскохозяйственную продукцию.

Игнорирование политики в теории банковских кризисов на самом деле равнозначно исключению из игры главной фигуры. Политические результаты Игры банковских договоренностей формируют правила, по которым играют банки, и определяют, каким шокам они подвержены. Сильные политические различия по времени и странам, где банковские кризисы отсутствуют или часты, показывают, что политико-экономический подход к теориям банковских кризисов является не переменным условием понимания того, когда и где они, скорее всего, случатся.

## Концепции стабилизирующей и дестабилизирующей банковской концентрации

Во многих теоретических и эмпирических исследованиях анализируется, как те или иные особенности банков влияют на их прибыльность и стабильность. Один из горячо обсуждаемых вопросов — являются ли более концентрированные банковские системы (то есть системы, состоящие из небольшого количества крупных банков) более или менее прибыльными, а также более или менее стабильными? Есть множество теорий о влиянии концентрации, и не все их выводы совпадают. Некоторые авторы говорят о том, что концентрация увеличивает прибыльность и стабильность, поскольку позволяет банкам создавать ценные франшизы, дает им рыночную власть и позволяет им диверсифицировать риск. Другие авторы, наоборот, утверждают, что концентрация негативно влияет на прибыльность и стабильность, поскольку приводит к возникновению банков, которые, по мнению правительства, слишком большие, чтобы обанкротиться (что стимулирует проблему недобросовестности), или к тому, что инвесторы слишком терпимо относятся к плохо управляемым банкам. Некоторые модели предполагают, что более сильная концентрация может привести одновременно к большей прибыльности и к большей нестабильности<sup>6</sup>.

Эмпирические исследования не обнаружили значимой взаимосвязи между концентрацией и нестабильностью. Одно комплексное исследование анализирует опыт 69 стран в период с 1980 по 1997 год и задает вопрос, связана ли вероятность системного кризиса со степенью концентрации банковской системы. Авторы приходят к выводу, что кризисы менее вероятны в банковских системах с более высокой концентрацией. Од-

---

6. Литературы по этой теме много. См. Boyd and De Nicolo (2005); Beck, Demirguc-Kunt, and Levine (2006); Keeley (1990); Berger et al. (2004); Boyd and Runkle (1993); Boyd, De Nicolo, and Smith (2004); Matutes and Vives (2000); Hellman, Murdock, and Stiglitz (2000); O'Hara and Shaw (1990); Carletti and Hartmann (2003).



нако они также приходят к выводу, что регулирование, которое ограничивает конкуренцию, приводит к увеличению риска банковского кризиса<sup>7</sup>.

Такой результат не должен стать неожиданностью для читателей этой книги. Приводит ли концентрация к стабильности или нестабильности банковской системы, зависит от политического контекста, в котором наблюдается концентрация. Американская банковская система не стала более стабильной, когда ее концентрация увеличилась, благодаря политической сделке, которая сопровождала увеличение концентрации после 1990 года. Эта сделка дала крупным банкам ренту в форме рыночной власти, защиты типа «слишком большой, чтобы обанкротиться» и мягкого пруденциального регулирования в обмен на их обещание делиться этой рентой с политическими важными избирателями. В Англии до середины XIX века Банк Англии доминировал на лондонском рынке, и все же ему приходилось платить за эту привилегию, проводя политику, поощрявшую недобросовестное поведение на рынке векселей. Результатом стала квазимонополизированная банковская система, которая из одного кризиса попадала в другой. Шотландская банковская система включала три банка с особыми лицензиями и много других банков; она была более конкурентоспособной и более стабильной. В Канаде концентрация и стабильность банковской системы существовали параллельно с момента появления страны как суверенной нации, и это было возможно благодаря политической договоренности, которая не предусматривала финансового спасения банков за счет налогоплательщиков и не давала банкам пользоваться своей рыночной властью. Совсем другого рода политическая договоренность в порфирианской Мексике также привела к концентрации и стабильности, но по другой причине: концентрация банков в руках элит обеспечивала политически стабильное соглашение о разделе ренты — пока существовал режим. Однако как только режим пал, банковская система рухнула.

Таким образом, наше исследование различных стран говорит о том, что и концентрация, и стабильность яв-

---

7. Beck, Demirguc-Kunt, and Levine (2006).

## РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

ляются результатами политической Игры банковских договоренностей. Одно не является причиной другого: оба явления — результат политических договоренностей, которые определяют характер банковской системы. Поскольку существует множество различных политических сред, есть много различных типов банковских договоренностей, и нет устойчивой эмпирической взаимосвязи между концентрацией и стабильностью.

### Концепция антиисторических рассуждений

Главная тема этой книги — признание того, что истинность содержательных утверждений о банковской системе зависит от конкретных обстоятельств, от исторического контекста. Этот исторический контекст меняется под влиянием событий, происходящих за пределами банковской системы. В современную эпоху это, очевидно, происходит в результате таких изменений в технике военных действий, коммуникациях и транспорте, которые способствовали появлению демократических государств. В Британии и Соединенных Штатах расширение избирательного права привело к усилению давления на политиков с тем, чтобы они увеличили количество банковских лицензий с целью сделать кредит более доступным. Несколько менее очевидно, что технологические изменения, которые были позднее применены в банковском деле, такие как усовершенствование информационных технологий, осложнили задачу поддержания монопольных привилегий бесфилиальных банков. Банкиры теперь могли собирать информацию о потенциальных заемщиках, даже если те жили далеко от офиса банка, а вкладчики могли получать свои средства через сеть банкоматов.

Трудно найти такие суждения о взаимодействии политики и банков, которые были бы применимы ко всем странам, вне зависимости от исторического контекста. Положительно ли влияет централизация политической власти на банковские системы? Это зависит от политического контекста, в котором имеет место централизация. В Канаде централизация выдачи лицензий привела к росту конкуренции. В Соединенных Штатах в конце

XX века централизация выдачи лицензий была частью другой политической договоренности для национальных банков и государственных ипотечных агентств — той, которая обменивала рыночную власть и правительственную защиту на новые мандаты. Приводят ли законы о снижении размеров страховок к стабилизации банковских систем? В Чили в середине 1980-х годов это было так, но в странах с другими политическими условиями такие лимиты были сняты во время кризисов (например, лимиты защиты банков, предусмотренные законом Федеральной корпорации страхования вкладов от 1991 года, были сняты во время кризиса субстандартного кредитования).

Исследователи, которые не воспринимают историю всерьез, в конечном счете сводят изучение сложных банковских систем к анализу взаимосвязи между различными влияниями (такими как демократия, концентрированная банковская система и страхование депозитов). Этот подход часто не помогает найти связи, поскольку влияния, заложенные в модели, рассматриваются вне контекста. А когда такой моделирующий подход все же находит эмпирические корреляции, результат может быть неправильно интерпретирован, поскольку корреляции, выявленные исследователями, отражают более глубокие упущенные из виду влияния на все измеряемые переменные.

Экономисты и другие ученые, изучающие банковские системы и надеющиеся повысить их эффективность, должны научиться думать о банках и потенциальной целесообразности предложений о реформах в контексте политической и технологической среды, которая определяет ситуацию в банковских системах. Для понимания того, почему некоторые банковские системы могут обеспечивать стабильные и большие объемы кредитных ресурсов, а другие не могут, требуется изучение политических условий, в которых в каждой стране развиваются банковские системы, и характера коалиций, которые контролируют результаты Игры банковских договоренностей в каждой стране<sup>8</sup>.

---

8. Хотя мы не можем посвятить много времени подробному изучению этого вопроса — в этой книге мы пытаемся описать мир таким, какой он есть,

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

Изменения характера банковских договоренностей, случающиеся с течением времени в разных странах, могут отражать радикальные политические сдвиги. Например, нельзя не отметить, что в каждой проанализированной нами стране имели место революции и фундаментальные изменения в структуре правительства. Славная революция 1688 года и последовавшая за ней продолжительная политическая борьба между Британией и Францией привели к фундаментальным изменениям в банковской истории Британии. Конкурентное военное давление на сравнительно небольшое население Британии оставалось центральной темой ее политической истории: оно привело к расширению избирательного права, которое изначально стимулировало конкуренцию в банковской сфере в XIX веке, а в середине XX века снизило важность банковского кредита в экономике. Американская революция сделала возможным возникновение лицензируемых банков, а созданная американской конституцией система распределения политической власти надолго определила порядок получения банками лицензий и характер их регулирования. Последующие важные события в американской истории, такие как Гражданская война, также сыграли свою роль в формировании структуры банковской системы. В Мексике и Бразилии банковские кризисы возникли преимущественно из-за политической борьбы. Эти кризисы привели к радикальным переменам в структуре

---

а не представить, каким он мог бы быть, — мы бы хотели упомянуть о нескольких недавних новых подходах в исследованиях регуляторных реформ, которые принимают во внимание политические вызовы реформ и в которых регулирование разрабатывается таким образом, чтобы оно было способно противостоять этим вызовам. Эти исследования подчеркивают, что эффективные реформы финансовой политики обычно основываются на простоте норм регулирования (что повышает способность каждого их понять и способность регуляторов их реализовать), нормах регулирования, которые приводятся в исполнение автоматически и прозрачно (что минимизирует политически управляемую свободу действий) и правительственных субсидиях, стоимость которых прозрачна (что повышает степень ответственности). Такие направления представлены работами Barth, Caprio, and Levine (2006, 2012); Demirguc-Kunt, Detragiache, and Merrouche (скоро будет опубликована); Cihak, Demirguc-Kunt, and Johnston (2012); Calomiris (2009, 2010a,b, 2011a); Calomiris and Herring (2012); Calomiris and Powell (2001); Calomiris, Heider, and Hoerova (2013); and Acharya, Adler, and Richardson (2011).

банковской системы, включая эпизоды экспроприации и гиперинфляции. Такие экономические потрясения вытеснили даже те жалкие объемы частных кредитов, которые банковские системы направляли привилегированным получателям, и положили начало длительным периодам суровых финансовых репрессий.

Кроме таких радикальных политических изменений, другие, более постепенные изменения часто приводили к смене политической коалиции, отвечающей за банковскую политику, на новую коалицию. Однако то, случаются ли такие изменения и влияют ли они на банковские договоренности, зависит не только от изменений в демографических показателях либо возможностей роста тех или иных отраслей экономики, но и от политических институтов страны.

Посмотрите на сходства и различия Канады и Соединенных Штатов в XIX и начале XX века. Поскольку миграция на запад и улучшения в транспортной сфере усиливали позиции аграриев, обе страны столкнулись с похожими вызовами банковской системе со стороны аграрных популистов. Однако структура канадских политических институтов позволяла справляться с этими вызовами, и изначальная банковская структура в Канаде сохранилась практически неизменной. Канада сделала сознательную попытку создавать политические институты таким образом, чтобы снизить вероятность радикальных политических перемен. Ее политическая система формировалась не революционерами — основателями новой страны, а британцами, что снижало политические риски, которые могли угрожать расширению финансовой, торговой и инфраструктурной сфер, бывших центральными пунктами британской имперской стратегии. Канадский Акт унии 1840 года и канадская конституция 1867 года были разработаны таким образом, чтобы изолировать экономическую и финансовую системы от политических рисков, включая и давление аграрных популистских движений.

А вот в Соединенных Штатах союз между аграрными популистами и бесфилиальными банкирами заменил предыдущие специальные соглашения о выдаче лицензий, существовавшие до 1830 года, свободной выдачей лицензий, но запретил банкам открывать филиа-

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

лы по всей стране и, таким образом, сохранил барьеры на вход в отрасль. На протяжении всей истории этих стран ключевая разница между американскими и канадскими банковскими договоренностями заключалась в американской конституционной структуре, которая децентрализовывала право выдачи лицензий и не смогла защитить финансовую систему от популистской политики. Эта институциональная разница позволила популистским движениям заключать партнерства с банкирами и правительствами, чтобы формировать банковскую систему, которая удовлетворяла бы их интересам (включая национальную банковскую систему, Федеральную резервную систему и различные инновации в правительственной политике в отношении банков в 1930-х годах). В конце XX века перемещение населения из сельской местности в города, наряду с упадком банков, технологическими изменениями и другими влияниями, которые способствовали консолидации банков в Соединенных Штатах, привело к формированию новой коалиции, в основе которой было маловероятное партнерство между появляющимися национальными банками и группами активистов.

История учит нас, что, хотя различные классификации и теории о политике и банках (как на рис. 2.1) достаточно полезны, история банковских систем не может быть сведена к предположениям о причинно-следственных связях, работающих исключительно в направлении политической коалиция — ситуация в банковской сфере. Банки также определяют политическую ситуацию. Как мы говорим в главе 3, банковские системы, которые обслуживают бюджетные интересы государства, оказались таким же важным фактором выживания и роста наций, как военные и международные торговые стратегии. Банковские системы представляют собой не просто результат политики, они также формируют коалиции, которые выстраивают договоренности в будущих раундах Игры банковских договоренностей.

Банки формируют государство не только за счет своего влияния на его финансовые и военные возможности, они также влияют на переговорные позиции частных лиц, которые участвуют в Игре банковских договоренностей как в автократиях, так и в демократи-

ях. Группа, которая входит в выигрывающую коалицию, приобретает богатство и политическую власть, которые отныне усиливают ее переговорные позиции. Банковские договоренности в связи с этим могут стать достаточно долговременными, как те, что были заключены мексиканскими элитами в период правления Порфирио Диаса. Канадские банки с ранних времен строили национальные филиальные сети, а затем использовали их влияние для борьбы с популистами или для их нейтрализации. Занимающие прочное положение бесфилиальные банкиры в Соединенных Штатах сохраняли барьеры на вход в отрасль в течение 150 лет, несмотря на огромные экономические и социальные издержки бесфилиальной банковской системы. Даже в условиях беспрецедентного финансового кризиса в 1933 году бесфилиальные банки смогли использовать свое политическое влияние для того, чтобы добиваться федерального страхования депозитов и других поблажек, которые сохраняли их статус-кво, а также положили конец движению за консолидацию банков, которое угрожало их власти.

Политические обстоятельства также влияют на финансовые инновации и предпринимательство, которые формируют развитие финансовых инструментов и услуг. Частная и государственная предпринимательская деятельность, которая приводит финансовые инновации в банковскую сферу и сферу государственных финансов, играет важную роль в определении экономических функций банков и в формировании результатов войн и роста империй.

Самой очевидной среди инноваций, которые изменили и историю банков, и структуру государства, стало создание лицензированных банков и векселей — визитных карточек первых современных банков. Шотландия, где свобода размещения банков и оказания банковских услуг была наиболее ярко выраженной в XVIII и начале XIX века, была центром развития банковских инноваций, а достижения шотландской банковской системы — которые включали в себя банкноты, процентные депозиты, филиальные банки, кредитные линии и другие характеристики, — не только помогли Англии открыть, начиная с 1830-х годов, свою банковскую систему

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

для конкуренции, но и создали прецедент для современных банковских систем во всем мире.

Отдельные личности также оказывают влияние на результаты — из-за своей способности распознавать возможности для формирования политических коалиций и для внедрения финансовых инноваций. Рассмотрим случай Александра Гамильтона, который не только сыграл решающую роль в составлении конституции США, но и разработал финансовые стратегии выдачи лицензий банкам и построения институтов государственных финансов. Он знал, как достичь политического консенсуса: будучи министром финансов, он смог преодолеть сопротивление противников выдачи лицензии Первому банку Соединенных Штатов, считавших его действия противоречащими конституции и их интересам. Есть много других примеров политических деятелей, чьи идеи и способность выстраивать коалиции изменили банковскую историю. Эндрю Джексон успешно противостоял повторной выдаче лицензии Второму банку Соединенных Штатов, в то время как Николас Биддл проиграл в этой политической битве: многие историки считают, что Биддл мог бы выиграть, если бы по-другому разыграл свои карты<sup>9</sup>. Хосе Лимантур, финансовый гений порфирианской Мексики — еще один пример. Он понял, как создать стабильную коалицию из региональных влиятельных фигур и финансистов, чтобы финансировать государство, которое многие десятилетия было нестабильным; он также изобрел секьюритизацию кредитов, чтобы облегчить правительству задачу поддержки мексиканских банков ликвидностью на фоне американской финансовой паники 1907 года. С этого момента секьюритизация кредитов в различных формах часто используется. Короче говоря, результаты Игры банковских договоренностей не детерминируются механически математикой коалиций: эффективные политические деятели могут как усиливать исторические тенденции, так и противостоять им.

Отдельные лица, занимающие центральные позиции во власти в критические моменты, все еще влияют на результаты Игры банковских договоренностей. В 1994 году

---

9. Perkins (1987); Schweikart (1988).



спикер палаты представителей конгресса США Ньют Гингрич создал «Контракт с Америкой» и возглавил Республиканскую партию в ее успешной борьбе за контроль над палатой представителей. Республиканская партия в 1990-х и начале 2000-х годов разделилась в вопросе о реформировании жилищного финансирования, в частности государственных ипотечных агентств. Некоторые лидеры конгресса выступали за реформы, которые снизили бы риски государственных ипотечных агентств. Если бы Гингрич занял сторону этих реформаторов и сделал бы реформу государственных ипотечных агентств политической задачей республиканцев, оппозиция могла бы заблокировать расширение субсидий для государственных ипотечных агентств и другие меры жилищного финансирования в конце 1990-х и в начале 2000-х годов. Однако поскольку Гингрич занимал ответственный пост, политическая ценность государственных ипотечных агентств и их сторонников, убеждавших его не проводить реформу, была очень высока.

Даже некоторые провалы дальновидных политических деятелей сами по себе достаточно показательны, поскольку помогают нам проследить взлеты и падения политической власти во времени. Уильям Дженнингс Брайан неоднократно проигрывал битву за пост президента на стыке XIX и XX веков и поэтому не смог воплотить в жизнь свои аграрные популистские идеи, включая инфляцию, сохранение бесфилиальных банков и федеральное страхование вкладов. Однако беспрестанные популистские кампании Брайана в конечном счете принесли плоды в форме мер, которые были приняты при поддержке Генри Стиголла и других, а также уступок Франклина Рузвельта в 1930-х годах.

## Концепция либертарианского утопизма

Как мы показываем в главе 2, то, насколько банковские системы способны достичь двух ключевых показателей успеха — достаточного объема кредитования и отсутствия банковских кризисов, — очень сильно зависит от их политического окружения. Как мы показываем в главе 3, по историческим и логическим соображени-

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

ям устремления современного государства потребовали от него выдавать лицензии банкам и использовать их, и эти банки сыграли ключевые роли в коэволюции современного государства и современных банков. Логика подробно проиллюстрирована на примере анализа стран в этой книге. Представления о том, что банковские системы могут возникать спонтанно или что они могут функционировать эффективно без активного правительственного вмешательства, являются утопическими фантазиями.

Шотландская позиция невмешательства государства в экономику в XVIII и начале XIX века была ближе всего к утопическому банковскому идеалу, но даже тогда банки опирались на законы и на физическую защиту государства для своего функционирования. Более того, способность шотландской банковской системы избегать обязательств по финансированию государства, лимитов на выдачу лицензий и другого вмешательства отражала очень специфические обстоятельства. Самым важным было то, что Шотландия могла позволить себе относительно незначительное вмешательство государства в ее банковские дела именно потому, что английская банковская система осуществляла передачу части банковской ренты государству. Без английской банковской системы шотландским банкам пришлось бы играть гораздо более значительную роль в финансировании государства, и они не могли бы быть так изолированы от политики, как были. В конце концов, если бы Шотландия была полностью независимым государством, она не смогла бы отказаться от своего парламента в 1707 году — это был важный односторонний акт политического разоружения, который предшествовал ее договоренности с монархом о свободной банковской системе!

Узкая либертарианская концепция идеального государства считает, что его роль ограничивается предоставлением защиты и обеспечением исполнения добровольных контрактов в четких рамках закона. Согласно этой концепции либертарианские теоретики утверждают, что государство не должно участвовать в выдаче лицензий банкам и в их регулировании. Но эта точка зрения основывается на неполной концепции государства. Государству нужны банки в качестве инструментов финанси-

рования. Государство никогда не существовало и не может существовать без банков. На самом деле, как бы иронично это ни звучало, именно основная функция государства, признаваемая даже либертарианцами — защита, — и придает банкам такую значимость.

На протяжении всей истории военное и экономическое соперничество между государствами было движущей силой выдачи банкам лицензий и их регулирования. Тот факт, что организованное насилие представляет собой ключевую функцию государства, является одной, но самой важной причиной того, что государствам приходилось выдавать лицензии банкам и их контролировать. Узкая концепция государства, которая пренебрегает активной ролью правительства в формировании банковской системы, заблуждается в двух фундаментальных аспектах. Во-первых, с исторической точки зрения она игнорирует центральную и необходимую роль правительства в создании эффективных банковских систем. Мир банков во время Возрождения характеризовался вечной нехваткой кредитов. Во-вторых, она игнорирует неизбежную логику того, как — хорошо это или плохо — правительства должны создавать и распределять власть: любое правительство, которое решит отказаться от использования банков как инструмента приобретения военных и экономических преимуществ, вскоре будет сменено более сильным правительством. Как ни крути, банковская политика всегда будет мощным инструментом строительства государства. Представлять государство в узком смысле лишь как зал суда, в котором обеспечивается исполнение законов, — значит игнорировать политические основы всех законов, а также военные и экономические основания конкуренции между политическими режимами.

## Концепция всесильных автократов

В своем обсуждении автократии в главе 2 мы проводим различия между автократиями в зависимости от степени, в какой они централизуют власть. Понятие всесильного автократического «оседлого бандита» — человека, имеющего столько власти, что он может контролировать

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

все, не добиваясь согласия других, и может взять все, что хочет, у того, у кого захочет, — полезная абстракция для политологов и экономистов. В реальном мире существуют приблизительные версии таких типов автократий (как Ирак при Саддаме Хусейне), в которых небольшая группа людей получила контроль над остальным населением; но даже в этом случае диктатору приходилось опираться на союзников. Абсолютной централизации власти в руках одного автократа никогда не существовало<sup>10</sup>.

Изученные нами примеры автократий — Мексики и Бразилии до 1990-х годов — показывают, что в реально существующих автократиях правителям всегда приходится искать союзников и вознаграждать их за услуги. Этим союзников приходится уговаривать отдавать свои ресурсы и усилия для помощи автократам. Банки в автократиях не могут быть созданы простым указом: они должны быть способны привлекать капитал и депозиты, которые будут предоставляться, исходя из ожидаемой экономической прибыли.

Банковские системы, сформированные из союзов между автократами и другими силами, отличаются друг от друга. Когда автократические правительства достигают определенной степени политической централизации — как в Мексике во время правления Порфирио Диаса, — банки становятся связующими звеньями сложной сети промышленников, банкиров и правительственных чиновников, которые формируют различные типы явных партнерств, включая личные унии. Такие типы политических систем обычно выдают банковские лицензии ограниченному кругу лиц, входящих в элиту, а банковские кредиты предоставляются почти исключительно «своим». В этих системах объем банковского кредитования обычно ниже, чем в демократиях, а сама банковская система может быть неустойчивой, поскольку она подвержена риску экспроприации, возникающему, когда правительство испытывает серьезные бюджетные затруднения (включая, например, революцию, как это случилось в Мексике в 1911 году). Тем не менее

---

10. Сравнительное описание того, как происходит заключение договоренностей в автократических режимах, см. в работе Haber (2006b).

в централизованной автократии, по сравнению со многими другими типами автократий, кредитные ресурсы обширны, а сама банковская система стабильна.

Для сравнения, когда национальные правительства в автократиях слабы, а власть децентрализована, такие комплексные сети — которые требуют взаимного контроля участников и наложения штрафов за оппортунистическое поведение, — нежизнеспособны. Бразилия в первые годы империи и при Старой республике является примером таких автократий. Стране при таких автократических режимах не только не удалось создать крепкие национальные коммерческие сети, ей также было сложно получать налоговые доходы от региональных элит, которые были против вторжения центрального правительства. В этих обстоятельствах правила выдачи лицензий банкам были одним из немногих моментов, которые национальное правительство могло контролировать, и это было вызвано необходимостью использовать полномочия выдачи лицензий, чтобы получать доходы от инфляционного налога, несмотря на тот факт, что превращение банковской системы в механизм сбора инфляционного налога приводило к такому давлению на финансовую систему, что даже членам элиты было сложно получить банковские кредиты.

## Концепция популизма

В нашей классификации демократий в главе 2 мы анализируем, как различные типы демократий влияют на достаточность кредитов и стабильность банковских систем. Эти теоретические концепции и истории стран, которые мы изучили, выявляют курьезное свойство власти народа: демократии, которые менее всего ограничивают политическую власть большинства, обычно ставят большинство в невыгодное положение. Редко какое популистское правительство выбирает такую политику, которая способствует и достаточному кредиту, и стабильности банковской системы. Так, краткосрочное увлечение обильными кредитами делает банковскую систему нестабильной и сокращает предложение кредита в долгосрочной перспективе.

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

Популистская идея о том, что отсутствие ограничений на принцип большинства приводит к большей власти и к большим возможностям для простых людей, основана на неправильном понимании того, как работает демократия. «Агентская» проблема демократии заключается в том, что у избранных представителей есть мотивы, часто не совпадающие с интересами людей, которых, как предполагается, они представляют. Представители могут продавать свои голоса разными способами, и есть активный политический рынок сделок, который избирателям трудно даже увидеть и еще труднее — контролировать. Мы выявили некоторые наиболее важные договоренности, которые привели к принятию банковского законодательства, и показали, как особые интересы, партийные платформы, взаимные услуги и другие характеристики Игры банковских договоренностей приводят к соглашениям между законодателями, обслуживающими особые интересы в ущерб интересам большинства.

С учетом такой реальности ограничения на популизм могут быть полезны в лимитировании возможностей групп с особыми интересами отбирать финансовые ресурсы и власть у большинства. Положение о сверхквалифицированном большинстве и правила голосования, которые дают непропорциональные полномочия небольшим группам (такие как два сенатора, представляющие штат в Соединенных Штатах), двухпалатные законодательные органы, независимый судебный контроль над законодательной властью, судьи, назначаемые пожизненно (а в Канаде — назначаемая верхняя палата законодательного органа), и похожие системы «сдержек и противовесов» ограничивают возможности представителей большинства граждан принимать решения, влияющие на жизнь всех остальных. Поскольку такие «ворота вето» требуют согласия различных сторон, у избранных политических деятелей меньше возможностей проводить политику, вредную для общества.

Канадская традиция назначать сенаторов вместо того, чтобы их выбирать, наряду с чрезмерным представительством небольших провинций в сенате может показаться многим читателям странной или даже вообще ошибочной. Тем не менее эти характеристики канадских политических институтов, как и система простого боль-

шинства на выборах в нижнюю палату, привели к формированию стабильной банковской системы, которая предоставляет достаточные объемы кредитов населению и бизнесу. Эта банковская система, в свою очередь, финансирует рост экономики, которая является необыкновенно крупной, учитывая ограниченную ресурсную базу Канады. Большая часть территории Канады не может возделываться: дальше, чем за 100 миль к северу от границы с США просто слишком холодно, чтобы выращивать что-либо кроме деревьев. В связи с этим нельзя не задуматься о том, насколько выше были бы показатели доходов на душу населения в Соединенных Штатах, более богатых природными ресурсами, если бы американская экономика на протяжении всей своей истории не развивалась от одного банковского кризиса к другому.

## Концепция сторонников федерализма

Каждого американского школьника учат, что конституция США является самой великой из когда-либо существовавших концепций правительства (хотя когда им внушают это мнение, о конституциях других стран не говорят ни слова). Частично успех американской конституции связан с тем фактом, что она разделяет федеральное правительство на три равносильные ветви власти, а затем делит законодательную ветвь власти на сенат и палату представителей. Еще одна характеристика американской системы правительства — разделение власти между федеральным правительством и правительствами штатов. Так, необычным является то, что в Соединенных Штатах конституция, защищая политическую автономию штатов, предоставляет им все полномочия, которые она явным образом не передала федеральному правительству. Эти положения конституции США рассматриваются как ключевые факторы защиты против концентрации власти и неразумных действий федерального правительства. Эта точка зрения находит существенную поддержку в различных исследованиях роли федерализма в сохранении рынка<sup>11</sup>.

---

11. Weingast (1995); Qian and Weingast (1997).

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

Наш анализ американской банковской истории предполагает, что доля истины в этой точке зрения есть, но это действительно не вся правда. Разделение власти в американской федеральной структуре означает, что на протяжении большей части американской истории национальное правительство не могло регулировать размер и структуру банковской системы. До 1990-х годов штаты играли доминантную роль в выдаче банковских лицензий и регулировании банков. Даже когда национальное правительство установило контроль над выпуском банкнот во время Гражданской войны (а позднее передало его Федеральной резервной системе), штаты контролировали правила открытия филиалов, которым подчинялись и национальные банки, и банки штатов, и ни один банк (с национальной лицензией или лицензией штата) не мог вести деятельность более чем в одном штате. Эта федералистская банковская структура, по сути, ограничивала возможность какой-либо политической коалиции контролировать ситуацию в банковской системе в целом просто потому, что никакая всеобъемлющая национальная политическая коалиция не была возможна. Также правда, что конкуренция между штатами способствовала в начале XIX века прекращению выдачи специальных банковских лицензий и стимулировала ослабление ограничений в избирательном праве и других барьеров для политической и экономической конкуренции на уровне штатов.

Однако ограничения, налагаемые федерализмом на американскую Игру банковских договоренностей, не привели к созданию стабильной или эффективной банковской системы. Фрагментация банковской системы, созданная законами штатов, запрещающими открытие филиалов, не давала банкам возможностей для конкуренции или диверсификации по регионам, а также ограничивала масштабы и размах деятельности. Результатом стала нестабильная банковская система, которая неэффективно распределяла кредиты. С более общей точки зрения конкуренция между штатами не привела к эффективной выдаче банковских лицензий и к четкому регулированию — даже в пределах отдельных штатов. Локальные коалиции аграрных популистов и бесфилиальных банкиров смогли установить правила, кото-



рые соответствовали их интересам и не соответствовали иным интересам. Конкуренция между штатами не привела к созданию эффективных правил выдачи лицензий, поскольку у штатов были монопольные права на выдачу лицензий банкам в пределах их физических границ. Правда, что неэффективные режимы выдачи лицензий могли поставить штаты в невыгодное положение, но правда также и то, что относительные недостатки ограничивались тем фактом, что ни один штат не мог решить выдать лицензию национальному банку. Интересы промышленников и населения в целом страдали от ограниченного доступа к кредитам и от нестабильной финансовой системы.

### Концепция пристрастного поиска виноватых

Политики любят выискивать недостатки в банковской системе, особое внимание обращая на банковские кризисы, рисуя картину, в которой их политические оппоненты, действуя сообща с небольшой группой мерзавцев, вредят большинству граждан. Эта стратегия находит отклик у избирателей, что подтверждается высокими продажами книг о кризисе субстандартного кредитования 2007 года, в которых кучку жадных банкиров и непорядочных политиков обвиняют в возникновении кризиса.

Такие рассказы могут помочь получить голоса и увеличить продажи книг, но они не отражают реальности Игры банковских договоренностей. В демократиях успешные политические коалиции по определению не могут быть узкими. Чтобы набор правил стал важным и долгосрочным детерминантом банковской системы, он должен отражать широкую и полную поддержку. Поиск виноватых на другой стороне политического спектра не просто эгоистичен: он игнорирует базовую логику политической арифметики. Чтобы выжить, коалиция должна быть достаточно большого размера, что позволит ей выигрывать электоральные сражения. Это означает, что коалиции, выступающие за конкретные результаты в сфере регулирования, которые, по сути, не соответствуют интересам населения, часто объединяют совсем непохожих партнеров: стороны, которые мо-

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

гут иметь разные идеологии, принадлежать к разным классам, заниматься различными видами деятельности и т. д. На самом деле эти непохожие партнеры могут активно не переносить друг друга — но это не мешает им вести дела, когда они могут что-то выиграть от этого сотрудничества. По иронии судьбы такие противоречивые партнерства более стабильны именно потому, что объединяют группы, которые не близки друг другу, и поэтому они влияют на гораздо большее число избирателей. Договоренности, которые они заключают, менее подвержены риску быть отмененными в результате выборов, при которых контроль в правительстве переходит от одной партии к другой.

Примеров таких противоречивых партнерств при демократиях более чем достаточно. В Соединенном Королевстве в начале XX века был сформирован альянс работников профсоюзов, которые требовали улучшения условий труда рядовых членов и бóльшей политической власти для самих себя, и политиков либеральной партии, целью которых было сохранение Британской империи. Избирательное право было расширено, трудовое законодательство реформировано, и империя продержалась еще сорок лет. Соединенные Штаты в XIX веке представляют собой еще один очевидный пример партнерства между людьми с разными социальными историейми и экономическими интересами: коалиция популистских фермеров, которые не доверяли элитам любого рода, объединилась с бесфилиальными банкирами в борьбе против крупных банков. Недавняя американская история дает еще один пример: в 1990-х годах коалиция городских активистов, проповедующих популистскую идеологию, объединилась в союз со «слишком большими, чтобы обанкротиться» банками и государственными ипотечными агентствами, который соединил интересы влиятельных членов как Демократической, так и Республиканской партий. Эта коалиция запустила процесс, который снизил стандарты кредитования для всех американцев и ускорил возникновение кризиса субстандартного кредитования 2007 года.

Хотя все эти коалиции продержались много лет, политические и экономические изменения неизбежно привели к изменениям партнерств, которые контролируют

ситуацию в банковской сфере. Противоречивые партнерства не могут быть вечными. Возможно ли предвидеть изменения в структуре партнерств? Например, что можно сказать о вероятном сохранении текущего политического альянса между мегабанками и группами активистов в Соединенных Штатах? Мы не занимаемся прогнозированием и не считаем, что исход очевиден. Однако одно можно утверждать с достаточной очевидностью: если это партнерство сохранится в будущем, понадобятся некоторые изменения условий договоренности. Волна слияний в американской банковской сфере в 1980-х и 1990-х годах создала большие возможности для возникновения партнерств между крупными банками и группами активистов, которые приняли вид соглашений в рамках Закона о местных реинвестициях. Однако волна слияний прошла, и банковский кризис очень неблагоприятно сказался на народной поддержке как крупных банков, так и рискованного ипотечного кредитования. В текущей обстановке в США совершенно неясно, какой тип союза будет управлять Игрой банковских договоренностей в будущем<sup>12</sup>.

Есть поговорка, появившаяся, очевидно, благодаря Саулу Уисперингу, финансовому гению, которого процитировал журнал *Atlantic* в 1979 году: «Если вы сидите и играете в покер и не видите, кто неудачник, вставайте и уходите. Неудачник — это вы»<sup>13</sup>. Если вы последуете совету Саула, вы, скорее всего, сэкономите кучу денег и уберетесь от сердечного приступа. К сожалению, в Игре банковских договоренностей вы не можете встать и уйти: вы, по сути, привязаны к своему стулу. Например, если вы живете в Соединенных Штатах и не готовы забраться в сельскую местность где-нибудь на Гавайях или на северо-западе Айдахо, вам не избежать рисков потери работы, возникновения проблем из-за кризисов кредитования или расходов на спасения банков — все это

---

12. Один потенциальный признак изменения альянса между мегабанками и группами активистов — снижение количества филиалов банков в районах с низкими доходами населения с момента кризиса субстандартного кредитования. С 2008 года было закрыто 1826 филиалов, а 93% закрытий имело место в регионах, где доходы населения ниже среднего значения по стране. См. Bass and Campbell (2013).

13. Sprooper (1979).

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

неотъемлемая часть американской версии Игры банковских договоренностей в течение вот уже двух веков. Будучи одним из большинства граждан, которые обычно не входят в выигрышные коалиции в американской Игре банковских договоренностей, вы источник дохода выигрывающих игроков. Вы — неудачник за столом, но вы не можете встать и уйти.

В Игре банковских договоренностей за столом обязательно должен быть неудачник. Правительственная политика регулирования банков может быть благоприятной и направленной на достижение конкурентоспособности, широкого доступа к кредитам и долгосрочной стабильности. В Канаде, в Шотландии в XVIII и начале XIX века, а также в викторианской Британии в банковской игре не было очевидных неудачников.

Однако чаще коалиции, контролирующие регулирование банков, сами присваивают рентную прибыль. Они считают дефицитность или нестабильность кредитования, возникающие в результате такого регулирования, неизбежной ценой формирования банковской системы, которая может генерировать и прибыль. Иногда в такие коалиции входят политики и банкиры, которые делят поступления от инфляционного налога, как это случалось на протяжении большей части британской истории. Иногда в такие коалиции входит группа политиков, нацеленных на консолидацию своей власти, которые также объединены с сетью финансистов и промышленников, как это случилось в порфирианской Мексике. В другие периоды и в других странах в выигрышные коалиции входили партнерства между популистами и банкирами, как это неоднократно случалось в Соединенных Штатах.

В отличие от положения граждан при автократии, при демократии они могут влиять на результаты Игры банковских договоренностей. Однако чтобы это делать, они должны решить две смелые задачи. Во-первых, они должны понимать, каким образом Игра банковских договоренностей приводит к искажениям, ренте и субсидиям. Во-вторых, они должны координировать свои действия, чтобы стимулировать длительные реформы, которые могут противоречить интересам коалиции, контролирующей регулирование банковской деятельности.

сти. Люди заняты своими социальными ролями работников, родителей, студентов и домохозяек. Финансовые вопросы и политика — сложные сферы. Требуется много времени и сил, чтобы понять, что происходит «за кулисами», и еще больше, чтобы организовать коллективные усилия по проведению реформы. Для большинства людей компенсация затрат, которые они несут как налогоплательщики, возможно, не стоит таких усилий — особенно потому, что их попытки, скорее всего, встретят решительное сопротивление со стороны хорошо организованной коалиции, которой был на руку статус-кво.

Одной из причин того, почему обычным гражданам бывает сложно оспорить позицию коалиции, которая контролирует ситуацию в банковской системе, может быть то, что доминирующая коалиция иногда приходит к компромиссу со своими оппонентами, чтобы «распылить» их усилия. Игра банковских договоренностей обычно не приводит к ситуации, когда «победитель получает все». Доминирующая коалиция может быть готова пойти на некоторые уступки своим соперникам, чтобы избежать рискованной политической конфронтации. Например, Банк Англии был готов принимать к учету векселя торговцев на либеральных условиях в начале XVIII века, чтобы заглушить требования о выдаче лицензий конкурирующим банкам. Подобным же образом в Канаде в XX веке финансовые компании, которые занимались ипотечным кредитованием, могли получить ограниченную страховку по депозитам — это было составной частью договоренности о том, что доминирующие банки сохраняли контроль. В конечном счете это привело к сделке, в рамках которой более мелкие кредиторы были поглощены крупными банками. В Бразилии, несмотря на финансовые репрессии, вызванные использованием правительством банковской системы как источника доходов от инфляционного налога, небанковским организациям (например, финансовым компаниям — *financieras*) было разрешено работать в теневой банковской системе для предоставления кредитов, а некоторые вкладчики могли обойти инфляционное налогообложение или снизить его объемы для себя, используя соглашения репо по казначейским векселям либо покупая облигации, индексируемые с учетом инфляции.

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

Не случайно те, кто смог выйти из бразильской финансовой системы или успешно сопротивляться инфляционному налогообложению, не понесли затрат из-за инфляционного налога.

## Концепция регуляторной реформы

Известный экономист и политолог Чарльз Линдблом однажды выдвинул идею, что в идеальном мире политикам легче всего было бы достигать желаемых результатов, объединяя ловкие пальцы рынка с властными кулаками правительства<sup>14</sup>. Экономисты, которые признают потенциальную ценность правительственных интервенций, часто завершают свои исследования банковских систем размышлениями о том, как их выводы должны повлиять на принимаемые меры, — обычно составляя длинный список идей для улучшения банковского регулирования. Несомненно, всем банкам в мире, включая и банки в Соединенных Штатах, есть что улучшать в своей деятельности.

Проблема заключается в том, что, пока экономисты предаются мечтам об оптимальной государственной политике, в том числе и в области банковского регулирования, политики вовсе не горят желанием воплощать эти идеи в жизнь. В реальности банковская политика отражает глубоко укоренившиеся политические партнерства, которые формируют банковские сделки (поэтому эти сделки так трудно расторгнуть).

Один из наших основных тезисов заключается в том, что общества не выбирают свои банковские системы сознательно. Скорее они получают банковскую систему, которую им позволяют получить их политические институты и доминирующие коалиции. Таким образом, реформатор, заинтересованный в расширении и стабилизации банковского кредитования в автократии, управляемой укоренившейся властной элитой, теряет время, если будет лоббировать введение лимитов по страхованию депозитов или повышение требований к достаточности капитала. Сколько-нибудь осмыслен-

---

14. Lindblom (1977), 65.

ная реформа должна в этом случае начинаться со стимулирования перехода к демократии. Как мы показываем в главе 2, без такого фундаментального политического изменения автократическая страна вряд ли сможет выстроить банковскую систему, которая обеспечит достаточный и стабильный кредит. Нет необходимости говорить, что призывы к демократии вряд ли вызовут энтузиазм у укоренившейся элиты, управляющей страной.

Перспективы эффективной реформы банковского регулирования более благоприятны в такой демократии, как Соединенные Штаты. Американская программа реформ, которая положила бы конец субсидированию ипотечного риска, спасению «слишком больших, чтобы обанкротиться» банков, создала бы нормы, побуждающие банки эффективно управлять рисками и поддерживать достаточные уровни капитала, а также стимулировала бы несомненно полезную для большинства жителей конкуренцию между крупными банками. Она сократила бы неравномерность распределения кредитов и положила бы конец сериям кризисов, характерных для американской банковской системы. Вполне можно обозначить отдельные технические меры, которые могли бы привести к таким переменам, используя в качестве руководства опыт стран типа Канады.

Однако, как мы уже отметили, реализация реформ — нелегкая задача. Трудно собрать выигрышную коалицию единомышленников, способных преодолеть сопротивление тех, кто уже контролирует банковскую политику. Кризисы могут мобилизовать избирателей на борьбу за изменения, однако влиятельные лица в кризис часто умудряются еще больше укрепить свою власть. Так было в 1913 году, когда вместо того, чтобы решать структурные проблемы бесфилиальных банков, была учреждена Федеральная резервная система с целью облегчения деятельности фрагментированной банковской системы. В 1930-х годах вместо борьбы с уязвимостью банковской системы к колебаниям сельскохозяйственных доходов и решения проблемы бесфилиальной банковской системы — основного источника банкротств банков в предшествующие годы — реформы регулирования в банковской системе создали еще более прочную

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

защиту для небольших сельских банков, учредив федеральную систему страхования депозитов и установив новые регуляторные лимиты на консолидацию банков. Регуляторные реформы 1989–1991 годов ликвидировали неплатежеспособные ссудо-сберегательные ассоциации и экспериментировали с требованиями к нормативному капиталу, по сути, не ограничивая возможность банков и государственных ипотечных агентств принимать на себя риски за счет населения. Фактически банки активно использовали новую систему требований к достаточности капитала для накопления скрытых рисков, которые проявились при кризисе субстандартного кредитования в 2007–2009 годах. На момент написания данной работы реформы, реализованные в условиях этого кризиса, мало что дали для прекращения субсидирования жилищного риска, для того чтобы помешать банкам продолжать использовать ту же самую систему регулирования капитала для сокрытия рисков в будущем или чтобы предотвратить спасение «слишком больших, чтобы обанкротиться» банков. Так, раздел 2 закона Додда — Франка закрепил и официально оформил возможность спасения банков, хотя делается вид, что этому будет положен конец.

## Воссоздание концепции Гамильтона

Что могут сделать предприимчивые реформаторы, имеющие благие намерения, для повышения эффективности банковских систем, застрявших в неэффективном политическом равновесии (то есть когда соглашения, заключенные в рамках Игры банковских договоренностей, не приводят к доступному и стабильному кредитованию)? Отправной точкой для решения задач реформы может послужить выдержка из *Отчета министра финансов США Александра Гамильтона от 1795 года*: «Чтобы что-то исправить... требуется больше смелости и силы... чем для того, чтобы ничего не делать... Это особенно актуально, если должны совпасть несколько желаний... Часто случается, что невозможно собрать большинство голосов в пользу отмены принятого ранее решения, даже если за принятие этого решения невозможно



было бы собрать большинство голосов... Это утверждение гораздо более справедливо применительно к такому сложному правительству, как наше»<sup>15</sup>.

Гамильтон, таким образом, признал, что любое действие, предпринятое такой сложной системой представительского правительства, как в Соединенных Штатах, будет сложно повернуть вспять. Суть гамильтоновской формулы политического предпринимательства заключается в поиске правильного момента для получения поддержки реализации мер, которые могут быть недостаточно популярны в обычные времена, с надеждой на то, что сложность законодательного процесса не позволит отменить эти меры, как только обычные времена вернутся. Согласно этой стратегии успешные политические предприниматели, которые могут влиять на формирование общественного мнения в критические моменты, способны осуществлять долгосрочные перемены, хорошо это или плохо, поскольку предвидят способы воплощения в жизнь маловероятных мер, которые потом трудно отменить, когда для этого открываются кратковременные возможности.

Успешный отказ от дестабилизирующей структуры банков и защиты в виде страховки в Соединенном Королевстве в середине XIX века, описанный в главе 5, является примером удачной реформы. Стечение факторов, включая стабильность, демонстрируемую шотландской системой, и нестабильность, демонстрируемую английской системой, а также открытый и вздумчивый парламентский процесс и освещение в прессе, которое вывело на поверхность недостатки политики Банка Англии, привели к изменению политики, имеющему далеко идущие последствия. Эта история дает надежду противникам реформ в демократиях.

Однако, как мы демонстрируем, Банк Англии был инициатором реформирования некоторых своих мер частично потому, что политическое равновесие, которое привело к реализации предыдущей политики, уже сместилось. Реформа политики дисконтирования Банка Англии в 1858 году не была примером поражения доминирующей коалиции, а скорее стала результатом преды-

---

15. U.S. Senate (1828), 179.

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

душих изменений в характере договоренностей между государством, Банком Англии и только что получившими лицензии английскими банками.

В американской истории есть примеры сиюминутных решений, которые имели долгосрочные последствия, и можно утверждать, что некоторые из них стали результатом активных усилий политиков. Возможности, которые побудили к таким решениям, часто были связаны с кризисом. Стремление министра финансов Чейза создать систему национальных банков могло бы остаться неосуществленным, если бы не было срочных потребностей в финансировании во время Гражданской войны, которая сделала очень привлекательными требования обеспечения банкнот государственными облигациями. В результате появилась банковская система, которая просуществовала несколько десятилетий. Однако, как мы показываем в главе 6, какой бы инновационной ни была эта новая система, она не представляла угрозы для существования для аграрных популистов и бесфилиальных банкиров; она, главным образом, изменила порядок распределения ренты, включив в число получателей этой ренты национальное правительство.

Примером предприимчивости можно также назвать действия банкиров, таких как А. П. Джаннини и Хью МакКолл, воспользовавшихся сложной ситуацией в банковской сфере — своими «окнами возможностей», — чтобы установить важные и долгосрочные прецеденты, которые сняли барьеры к открытию филиалов. Джаннини был родоначальником филиальной системы банков в начале XX века. Его первоначальным попыткам расширить сеть филиалов банка, впоследствии ставшего Bank of America, помешали бесфилиальные банкиры, уговорившие калифорнийских регуляторов не допустить расширения. Возможность осуществить свою идею в конечном счете появилась у Джаннини, когда сложная ситуация в сельскохозяйственной сфере заставила терпящих убытки бесфилиальных банкиров прекратить сопротивление и попросить его купить их банки<sup>16</sup>. Подобным же образом МакКолл, который

---

16. См. James and James (1954); Calomiris (2000), 65–67.

управлял NationsBank в Северной Каролине, использовал сложное положение банков в 1980-х годах, чтобы убедить регуляторов ослабить запреты на открытие банков и позволить ему прийти в новые области в обмен на погашение убытков, которые в противном случае потребовали бы расходов Федеральной корпорации по страхованию вкладов.

Эти дельцы добились положительных сдвигов, но было бы преувеличением сказать, что успех Джаннини и МакКолла означает, что усилия частных деятелей могут преодолеть силы политического сопротивления. Скорее, их успех отражал благоприятные изменения в базовых политических коалициях: бесфилиальные банкиры, столкнувшиеся с перспективой краха, и заемщики банка, столкнувшиеся с возможным коллапсом банковского кредитования, внезапно переменили настроение и вместо того, чтобы выступать против филиальной банковской системы, стали ее поддерживать. Как и в случае с британскими реформами после 1857 года, успех филиальной банковской системы был вызван не силой напора предпринимателей, а благоприятными политическими изменениями.

Возможно, лучшими примерами гамильтоновского понятия политических «окон возможности» является выдача им лицензий Первому банку Соединенных Штатов в 1791 году и Второму банку Соединенных Штатов в 1816 году. Однако эти действия также иллюстрируют как важность благоприятных чрезвычайных обстоятельств, так и границы политической предприимчивости. Выдачу лицензии Первому банку Соединенных Штатов существенно облегчило бедственное положение правительства. В 1811 году лицензия банка не была продлена. Второй банк Соединенных Штатов, который также получил лицензию из-за тяжелого положения дел в государстве — фиаско, каковым стала война 1812 года, — не пережил свою первую борьбу за продление лицензии в 1832 году. Эти события предполагают, что цена изменений, от которых зависел Гамильтон, могла быть не такой уж высокой. Если достаточно мощная политическая коалиция может выиграть от отмены какого-либо решения, она раньше или позже найдет способ это сделать.

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

В демократиях, чтобы поддерживать эффективные реформы в банковской сфере, нужно нечто большее, чем хорошие идеи или кратковременные «окна возможностей». Ключевым моментом является *постоянная поддержка населением хороших идей*. Но это легче сказать, чем сделать. Движимые личными интересами группы, которым выгодно формирование мощных коалиций — дорогостоящее и занимающее много времени занятие, — отвлекают и дезинформируют избирателей, из-за чего хорошим идеям трудно одержать победу. И даже если они преобладают, движимые своими интересами коалиции всегда будут искать возможности их отменить.

Однако это не значит, что хорошие идеи всегда проигрывают. Иногда хорошие идеи, которыми долго пренебрегали, в конечном счете берут верх из-за удачных политических обстоятельств, которые создают долгосрочную поддержку населения, основанную на продемонстрированных последствиях пренебрежения ими. Революция Тэтчер в Британии, обсуждаемая в главе 5, является очевидным примером: когда неудачные политические решения привели к достаточно слабому росту и к высокой инфляции, избиратели потребовали нового подхода и нашли многие ответы, которые искали.

Конечно, детали реформы регулирования в банковской сфере более сложны, чем идеи реформ, внесенные Тэтчер, среди которых были приватизация фабрик, либерализация конкуренции на финансовых рынках и сокращение правительственных расходов. Последствия неудачных политических решений в финансовом регулировании не проявляются сразу же (а иногда не проявляются много лет). Банковская сфера не только, по сути своей, является сложной, ее могут еще больше усложнять доминирующие политические коалиции, именно для того, чтобы большинству избирателей было непонятно, что происходит. Взять, например, разномастную систему субсидий в жилищном финансировании в Соединенных Штатах или бесконечную сложность Базельских стандартов достаточности капитала банков.

Может ли население положиться на незаинтересованные третьи стороны (СМИ или ученых), чтобы понять, насколько обоснованы предложения о проведении

сложных реформ? Такие незаинтересованные стороны трудно найти<sup>17</sup>. Когда ставки высоки, всегда отыщутся эксперты, которые не согласятся с любой позицией — и искренне, и неискренне. Но и честные ошибки в суждениях влиятельных людей, которых выборочно продвигают заинтересованные стороны, так же опасны, как и ложные заявления подкупленных экспертов. Судя по всему, Картер Гласс верил в доктрину реальных векселей, которая лежала в основе его антипатии к операциям банков с ценными бумагами и его готовности идти на компромиссы по другим вопросам (таким как страхование депозитов), чтобы ограничить участие банков в торговле ценными бумагами. Подобным же образом Пол Волкер на протяжении всей своей профессиональной деятельности испытывал антипатию к участию коммерческих банков в торговле ценными бумагами. Никто не может сказать, что кто-то из них был нечестен, защищая свою позицию, и тем не менее сейчас нет сторонников доктрины реальных векселей Гласса, и очень мало ученых и других независимых экспертов считают полезным использовать правило Волкера для реформирования регулирования.

А как насчет СМИ? Можно ли доверять им в вопросах реформ регулирования? Настоящих экспертов в области финансов в СМИ встретить трудно: если вы финансовый гений, то в качестве банкира, скорее всего, заработаете больше, чем в качестве репортера. В результате многие репортеры, даже в самых известных изданиях, лишь поверхностно знакомы с проблемами финансовой реформы. Кроме того, репортеры во всех странах — в том числе и в Соединенных Штатах — часто хранят верность той или иной политической платформе, что делает их информацию пристрастной<sup>18</sup>. Отсутствие опыта и при-

---

17. Одно интересное недавнее предложение, представленное в работе Barth, Cargio, and Levine (2012), заключается в создании группы независимых экспертов, которые находили бы недостатки в регулировании банковской системы и надзоре и привлекали бы внимание к угрозам банковской стабильности. Мы согласны с авторами, что этот подход обеспечил бы — через взаимный контроль его членами — средство формирования авторитетного и информированного мнения о необходимости улучшения регулирования и надзора за банками.

18. Hassett and Lott (2009).

РЕАЛЬНОСТЬ — ЭТО ПРОБЛЕМА МНОГИХ КОНЦЕПЦИЙ

страстность репортеров не позволяют населению полагаться на журналистов в плане распутывания сложных аргументов. В связи со всем этим единственные идеи реформ, которые могут быть поняты населением или даже получить его поддержку, — это просто излагаемые идеи. Тем сложнее сформулировать и реализовать хорошие идеи в такой непростой сфере, как банковская система.

Читатели не должны принимать нашу неприкрашенную оценку реальностей политики и сложности реформ регулирования в банковской сфере за проявление цинизма или безнадежности. Несмотря на все вызовы, в условиях демократии политическая предприимчивость может перетасовать карты в Игре банковских договоренностей, заставив участников игры пересмотреть свое отношение к тому, что выгоднее для их интересов, как это сделали Александр Гамильтон в 1780-х и 1790-х годах и Маргарет Тэтчер в 1980-х годах. Те, кто хочет изменить к лучшему мир — включая банковские системы, — должны начать с четкого понимания того, как распределена политическая власть, и дать власть имущим понять, как они выиграют от перемен. И тогда эти благоприятные перемены произойдут. Нет смысла пассивно считать, что все возможные альтернативные политические договоренности уже были рассмотрены и отвергнуты. Как сказал Джордж Бернارد Шоу: «Разумный человек приспосабливается к миру; неразумный — пытается приспособить мир к себе. Поэтому прогресс всегда зависит от неразумных»<sup>19</sup>. В условиях демократии осуществление осмысленной реформы зависит от информированной и упорной неблагоразумности.

---

19. Shaw (1903), 238.

## Литература

- Abrams, Burton, and Richard F. Settle. 1993. "Pressure-Group Influence and Institutional Change: Branch-Banking Legislation during the Great Depression." *Public Choice* 77: 687–705.
- Acemoglu, Daron, and James A. Robinson. 2000. "Democratization or Repression?" *European Economic Review* 44: 683–93.
- Acemoglu, Daron, Georgy Egorov, and Konstantin Sonin. 2012. "Dynamics and Stability of Constitutions, Coalitions, and Clubs." *American Economic Review* 102: 1446–76.
- Acemoglu, Daron, Simon Johnson, and James A. Robinson. 2005. "The Rise of Europe: Atlantic Trade, Institutional Change and Economic Growth." *American Economic Review* 95: 546–79.
- Acharya, Viral V., Barry Adler, and Matthew Richardson. 2011. "A Proposal to Resolve the Distress of Large and Complex Financial Institutions," New York University Stern School of Business Working Paper.
- Acharya, Viral V., Matthew Richardson, Stijn van Nieuwerburgh, and Lawrence J. White. 2011. *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance*. Princeton: Princeton University Press.
- Acworth, Angus W. 1925. *Financial Reconstruction in England, 1815–1822*. London: P. S. King & Son.
- Advisory Commission on Regulatory Barriers to Affordable Housing. 1991. "Not in My Backyard: Removing Barriers to Affordable Housing." U.S. Department of Housing and Urban Development. July 8. [www.huduser.org/Publications/pdf/NotInMyBackyard.pdf](http://www.huduser.org/Publications/pdf/NotInMyBackyard.pdf), accessed March 7, 2013.
- Agarwal, Sumit, Efraim Benmelech, and Amit Seru. 2012. "Did the Community Reinvestment Act Lead to Risky Lending?" University of Chicago Booth School Working Paper.
- Aguilar, Gustavo. 2003. "El sistema bancario en Sinaloa (1889–1926): Su influencia en el crecimiento económico." In *La banca regional en México, 1879–1930*, ed. Mario Cerutti and Carlos Marichal, 47–100. Mexico City: Fondo de Cultura Económica.
- Akerlof, George A., and Paul M. Romer. 1993. "Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit." *Brookings Papers on Economic Activity* 24: 1–74.
- Allen, Jason, and Walter Engert. 2007. "Efficiency and Competition in Canadian Banking." *Bank of Canada Review* (Summer): 33–45.
- Alston, Lee J. 1983. "Farm Foreclosures in the United States during the Interwar Period." *Journal of Economic History* 43: 885–903.
- . 1984. "Farm Foreclosure Moratorium Legislation: A Lesson from the Past." *American Economic Review* 74 (3): 445–57.

ЛИТЕРАТУРА

- Alston, Lee J., Wayne E. Grove, and David C. Wheelock. 1994. "Why Do Banks Fail? Evidence from the 1920s." *Explorations in Economic History* 31: 409–31.
- Alston, Lee J., Marcus André Melo, Bernardo Mueller, and Carlos Pereira. 2013. "Beliefs, Leadership and Economic Development; Making the Critical Transition, Brazil 1964–2012." Mimeo.
- Altunbas, Yener, Leonardo Gambacorta, and David Marqués-Ibañez. 2009. "Bank Risk and Monetary Policy." European Central Bank Working Paper 1075.
- Anderson, Ronald, and Karin Jøveer. 2012. "Bankers and Bank Investors: Reconsidering the Economies of Scale in Banking." Financial Markets Group Paper DP712 and Centre for Economic Policy Research Paper DP9146, September.
- Andreades, Andreas. [1909] 1966. *History of the Bank of England, 1640 to 1903*. New York: Augustus Kelley.
- Associated Press. 1999. "Fleet Paid Supporters to Attend Public Hearing." July 12. [www.southcoasttoday.com/apps/pbcs.dll/article?AID=19990711/NEWS/307119965&template=printart](http://www.southcoasttoday.com/apps/pbcs.dll/article?AID=19990711/NEWS/307119965&template=printart), accessed March 6, 2013.
- . 2005. "HUD Review: Fannie Mae Offices Misused." October 17, 2005. [www.free-republic.com/focus/f-news/1504347/posts](http://www.free-republic.com/focus/f-news/1504347/posts), accessed November 6, 2012.
- Atlas, John. 2010. *Seeds of Change: The Story of ACORN, America's Most Controversial Antipoverty Community Organizing Group*. Nashville, TN: Vanderbilt University Press.
- Ayyagari, Meghana, Asli Demirgüç-Kunt, and Vojislav Maksimovic. 2010. "Formal Versus Informal Finance: Evidence from China." *Review of Financial Studies* 23: 3048–97.
- Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin-Mo Kim. 2002. "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups." *Journal of Finance* 57 (6): 2695–2740.
- Baer, Werner, and Nader Nazmi. 2000. "Privatization and Restructuring of Banks in Brazil." *Quarterly Review of Economics and Finance* 40: 3–24.
- Bagehot, Walter. [1873] 1962. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Repr. Homewood, IL: Richard D. Irwin.
- Bair, Sheila. 2012. *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself*. New York: Free Press.
- Baker, Philip. 1986. "Kuwait: The Taxation of International Commercial Transactions." *Arab Law Quarterly* 1: 141–57.
- Banco do Brasil. 1875. *Relatorio do Banco do Brasil*. Rio de Janeiro: Banco do Brasil.
- BancoVotorantim. 2013. "Investor Relations." [www.bancovotorantim.com.br/web/site/investidores/en/Conheca\\_o\\_banco/parceria.bb.html](http://www.bancovotorantim.com.br/web/site/investidores/en/Conheca_o_banco/parceria.bb.html), accessed September 1, 2013.
- Bank of Canada. Various dates. *Bank of Canada Review*.
- . Various dates. *Bank of Canada Statistical Review*.
- Bank of England. Various dates. *Minutes of the Court of the Bank of England*.
- Barandiarán, Edgardo, and Leonardo Hernández. 1999. "Origins and Resolution of a Banking Crisis: Chile 1982–86." Central Bank of Chile Working Paper 57.
- Barman, Roderick. 1981. "Business and Government in Imperial Brazil: The Experience of Viscount Mauá." *Journal of Latin American Studies* 13: 239–64.
- . 1988. *Brazil: The Forging of a Nation, 1798–1852*. Stanford: Stanford University Press.
- Barro, Robert, and Jong-Wha Lee. 2010. "A New Dataset of Educational Attainment in the World, 1950–2010." National Bureau of Economic Research Working Paper 15902. Data set available for download at [www.barrolee.com/data/yrsch2.htm](http://www.barrolee.com/data/yrsch2.htm).



- Barth, James R. 1991. *The Great Savings and Loan Debacle*. Washington, DC: American Enterprise Institute Press.
- Barth, James R., and R. Dan Brumbaugh, eds. 1992. *The Reform of Federal Deposit Insurance: Disciplining the Government and Protecting Taxpayers*. New York: Harper Business.
- Barth, James R., Philip Bartholomew, and Carol Labich. 1989. "Moral Hazard and the Thrift Crisis: An Analysis of 1988 Resolutions." In *Proceedings of the 25th Annual Conference on Bank Structure and Competition*, 344–84. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago.
- Barth, James R., Gerard Caprio, and Ross Levine. 2006. *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*. New York: Cambridge University Press.
- . 2012. *Guardians of Finance: Making Regulators Work for Us*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Barzel, Yoram, and Edgar Kiser. 2002. "Taxation and Voting Rights in Medieval England and France." *Rationality and Society* 14: 473–507.
- Bass, Frank, and Dakin Campbell. 2013. "Predator Targets Hit as Banks Shut Branches amid Profits." Bloomberg.com, May 2. [www.bloomberg.com/news/2013-05-02/post-crash-branch-closings-hit-hardest-in-poor-u-s-areas.html](http://www.bloomberg.com/news/2013-05-02/post-crash-branch-closings-hit-hardest-in-poor-u-s-areas.html).
- Batíz V., Jose Antonio. 1985. "Trayectoria de la Banca en México hasta 1910." In *Banca y poder en Mexico, 1800–1925*, ed. Leonor Ludlow and Carlos Marichal, 267–98. Mexico City: Grijalbo.
- Bazdresch, Carlos, and Santiago Levy. 1991. "Populism and Economic Policy in Mexico, 1970–82." In *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, ed. Rudiger Dornbusch and Sebastian Edwards, 223–62. Chicago: University of Chicago Press.
- Beck, Thorsten, and Luc Laeven. 2008. "Deposit Insurance and Bank Failure Resolution: Cross Country Evidence." In *Deposit Insurance around the World: Issues of Design and Implementation*, ed. Asli Demirgüç-Kunt, Edward J. Kane, and Luc Laeven, 149–78. Cambridge, MA: MIT Press.
- Beck, Thorsten, Juan Miguel Crivelli, and William Summerhill. 2005. "State Bank Transformation in Brazil: Choices and Consequences." *Journal of Banking and Finance* 29: 2223–57.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine. 2006. "Bank Concentration, Competition, and Crises: First Results." *Journal of Banking and Finance* 30: 1581–1603.
- Beck, Thorsten, Ross Levine, and Alexey Levkov. 2010. "Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States." *Journal of Finance* 65: 1637–67.
- Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza. 2000. "Finance and the Sources of Growth." *Journal of Financial Economics* 58: 261–300.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, Luc Laeven, and Ross Levine. 2008. "Finance, Firm Size, and Growth." *Journal of Money, Credit and Banking* 40: 1379–1405.
- Beim, David O. 2001. "Banco Itua Case Study." Mimeo.
- Beim, David O., and Charles W. Calomiris. 2001. *Emerging Financial Markets*. New York: Irwin-McGraw Hill.
- Bekaert, Geert, Marie Hoerova, and Marco Lo Duca. 2010. "Risk, Uncertainty, and Monetary Policy." National Bureau of Economic Research Working Paper 16397.
- Benmelech, Efraim, and Tobias J. Moskowitz. 2010. "The Political Economy of Financial Regulation: Evidence from U.S. State Usury Laws in the 19th Century." *Journal of Finance* 65: 1029–73.

ЛИТЕРАТУРА

- Benston, George. 1989. *The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered*. Norwell, MA: Kluwer Academic Press.
- Berg, Aaron, and Stephen Haber. 2009. "Always Turkeys: Brazil's State-Owned Banks in Historical Perspective." Mimeo.
- Berger, Allen N., Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine, and Joseph G. Haubrich. 2004. "Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making." *Journal of Money, Credit and Banking* 36: 627–48.
- Bernstein, Asaf, Eric Hughson, and Marc D. Weidenmier. 2010. "Identifying the Effects of a Lender of Last Resort on Financial Markets: Lessons from the Founding of the Fed." *Journal of Financial Economics* 98: 40–53.
- Bethell, Leslie. 1989. "The Independence of Brazil." In *Brazil: Empire and Republic, 1822–1930*, ed. Leslie Bethell, 3–44. New York: Cambridge University Press.
- Bethell, Leslie, and José Murillo de Carvalho. 1989. "1822–1850." In *Brazil: Empire and Republic, 1822–1930*, ed. Leslie Bethell, 45–112. New York: Cambridge University Press.
- Bevilaqua, Afonso S. 2002. "State Government Bailouts in Brazil." Inter-American Development Bank, Latin American Research Network Working Paper R-441.
- Billings, Mark, and Forrest Capie. 2007. "Capital in British Banking, 1920–1970." *Business History* 49: 139–162.
- . 2011. "Financial Crisis, Contagion, and the British Banking System between the World Wars." *Business History* 53 (2): 193–215.
- Binswanger, Hans P., and Mark R. Rosenzweig. 1986. "Behavioural and Material Determinants of Production Relations in Agriculture." *Journal of Development Studies* 22: 503–39.
- Black, Sandra E., and Philip E. Strahan. 2001. "The Division of Spoils: Rent-Sharing and Discrimination in a Regulated Industry." *American Economic Review* 91: 814–831.
- . 2002. "Entrepreneurship and Bank Credit Availability." *Journal of Finance* 57: 2807–2833.
- Bodenhorn, Howard. 1990. "Entry, Rivalry, and Free Banking in Antebellum America." *Review of Economics and Statistics* 72: 682–686.
- . 1993. "The Business Cycle and Entry into Early American Banking." *Review of Economics and Statistics* 75: 531–535.
- . 2000. *A History of Banking in Antebellum America: Financial Markets and Economic Development in an Era of Nation-Building*. Cambridge: Cambridge University Press.
- . 2003. *State Banking in Early America: A New Economic History*. New York: Oxford University Press.
- . 2006. "Bank Chartering and Political Corruption in Antebellum New York: Free Banking as Reform." In *Corruption and Reform: Lessons from America's Economic History*, ed. Edward Glaeser and Claudia Goldin, 231–57. Chicago: University of Chicago Press.
- . 2007. "The Political Economy of Reform in Jacksonian New York." Mimeo.
- . 2011. "Federal and State Banking Policy in the Federalist Era and Beyond." In *Founding Choices: American Economic Policy in the 1790s*, ed. Douglas Irwin and Richard Sylla, 151–176. Chicago: University of Chicago Press.
- Bordo, Michael D. 1985. "Some Historical Evidence (1870–1933) on the Impact and International Transmission of Financial Crises." *Revista di storia economica* 2: 41–78.
- . 2007. "The Crisis of 2007: The Same Old Story, Only the Players Have Changed." In *Globalization and Systemic Risk*, ed. Douglas D. Evanoff, David S. Hoelscher, and George G. Kaufman, 39–50. Singapore: World Scientific Publishing.

- . 2008. "Growing Up to Financial Stability." *Economics E-Journal* 2: 1–17.
- Bordo, Michael D., and Christopher M. Meissner. 2012. "Does Inequality Lead to a Financial Crisis?" National Bureau of Economic Research Working Paper 17896.
- Bordo, Michael D., and Angela Redish. 1987. "Why Did the Bank of Canada Emerge in 1935?" *Journal of Economic History* 47: 405–417.
- Bordo, Michael D., and Peter L. Rousseau. 2006. "Legal-Political Factors and the Historical Evolution of the Finance-Growth Link." *European Review of Economic History* 10: 421–444.
- . 2012. "Historical Evidence on the Finance-Trade-Growth Nexus." *Journal of Banking and Finance* 36: 1236–1243.
- Bordo, Michael D., and David C. Wheelock. 2007. "Stock Market Booms and Monetary Policy in the Twentieth Century." *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 89: 91–122.
- . 2009. "When Do Stock Market Booms Occur?" In *The Origin and Development of Financial Markets and Institutions from the Seventeenth Century to the Present*, ed. Jeremy Atack and Larry Neal, 416–49. Cambridge: Cambridge University Press.
- Bordo, Michael D., Angela Redish, and Hugh Rockoff. 2011. "Why Didn't Canada Have a Banking Crisis in 2008 (or in 1930, or 1907, or ...)?" National Bureau of Economic Research Working Paper 17312.
- Bordo, Michael D., Hugh Rockoff, and Angela Redish. 1994. "The U.S. Banking System from a Northern Exposure: Stability versus Efficiency." *Journal of Economic History* 54: 325–341.
- Bornstein, Morris. 1954. "Banking Policy and Economic Development: A Brazilian Case Study." *Journal of Finance* 9: 312–313.
- Bowen, H. V. 1995. "The Bank of England during the Long Eighteenth Century, 1694–1820." In *The Bank of England: Money, Power and Influence 1694–1994*, ed. Richard Roberts and David Kynaston, 1–18. Oxford: Oxford University Press.
- Boyd, John H., and Gianni De Nicoló. 2005. "The Theory of Bank Risk-Taking and Competition Revisited." *Journal of Finance* 60: 1329–1343.
- Boyd, John H., and David E. Runkle. 1993. "Size and Performance of Banking Firms: Testing the Predictions of Theory." *Journal of Monetary Economics* 31: 47–67.
- Boyd, John H., Gianni De Nicoló, and Bruce Smith. 2004. "Crises in Competitive versus Monopolistic Banking Systems." *Journal of Money, Credit and Banking* 36: 487–506.
- Braggion, Fabio, Narly Dwarkasing, and Lyndon Moore. 2012. "From Competition to Cartel: Bank Mergers in the U.K. 1885 to 1925." Mimeo.
- Brandt, Loren, and Xiaodong Zhu. 2007. "China's Banking Sector and Economic Growth." In *China's Financial Transition at a Crossroads*, ed. Charles W. Calomiris, 86–136. New York: Columbia University Press.
- Branstetter, Lee. 2007. "China's Financial Markets: An Overview." In *China's Financial Transition at a Crossroads*, ed. Charles W. Calomiris, 23–78. New York: Columbia University Press.
- "Brazil: Failure Demonstrates Pressure on Small Banks." 2012. *Euromoney*. October.
- Brazil, Ministerio do Trabalho, Industria e Comércio. 1946. "Serviço de Estatística da Previdência do Trabalho: Levantamento do custo de vida no Brasil." Available from IPEA website, [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br), accessed December 27, 2012.
- "Brazilian Banks: No More Free Lunch." 2012. *Economist*. October 20.
- Breckenridge, Roeliff M. 1899a. "Bank Notes and Branch Banks." *Sound Currency* 6: 49–56.

ЛИТЕРАТУРА

- . 1899b. "Branch Banking and Discount Rates." *Sound Currency* 6: 1–14.
- . 1910. *The History of Banking in Canada*. Washington, DC: National Monetary Commission, 61st Congress, 2nd session, Senate Document 332.
- Brewer, Elijah. 1995. "The Impact of Deposit Insurance on S&L Shareholders' Risk/Return Trade-Offs." *Journal of Financial Services Research* 9: 65–89.
- Brewer, Elijah, and Julapa Jagtiani. 2013. "How Much Did Banks Pay to Become Too-Big-to-Fail and to Become Systemically Important?" *Journal of Financial Services Research* 43: 1–35.
- Brewer, Elijah, and Thomas H. Mondschean. 1991. "An Empirical Test of the Incentive Effects of Deposit Insurance: The Case of Junk Bonds at Savings and Loan Associations." Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper WP-91-18.
- . 1992. "Ex Ante Risk and Ex Post Collapse of S&Ls in the 1980s." *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago (July–August): 2–12.
- Brown, Craig O., and Serdar Dinc. 2005. "The Politics of Bank Failures: Evidence from Emerging Markets." *Quarterly Journal of Economics* 120: 1413–44.
- Broz, J. Lawrence, and Richard S. Grossman. 2004. "Paying for Privilege: The Political Economy of Bank of England Charters, 1694–1844." *Explorations in Economic History* 41: 48–72.
- Brunt, Liam. 2006. "Rediscovering Risk: English Country Banks as Proto-Venture Capital Firms in the Industrial Revolution." *Journal of Economic History* 66: 74–102.
- Bullock, Charles. 1895. "The Finances of the United States from 1775 to 1789." *Bulletin of the University of Wisconsin: Economic, Political Science, and History Series* 1: 117–273.
- Bunce, Harold L., and Randall M. Scheessele. 1996. "The GSEs Funding of Affordable Loans." Washington, DC: Office of Policy Development and Research, U.S. Department of Housing and Urban Development, Housing Finance Working Paper HF-001.
- Butler, David, and Gareth Butler. 1994. *British Political Facts 1900–1994*. 7th ed. London: Macmillan.
- Butts, George. 1998. "Testimony of George Butts, President, ACORN Housing Corporation, in Support of the Proposed Acquisition by NationsBank of the Bank of America, July 9." [www.federalreserve.gov/bankinforeg/publicmeetings/19980709\\_panel14.PDF](http://www.federalreserve.gov/bankinforeg/publicmeetings/19980709_panel14.PDF), accessed November 14, 2012.
- Calomiris, Charles W. 1988a. "Institutional Failure, Monetary Scarcity, and the Depreciation of the Continental." *Journal of Economic History* 48: 47–68.
- . 1988b. "Price and Exchange Rate Determination during the Greenback Suspension." *Oxford Economic Papers* 40: 719–750.
- . 1989. "Deposit Insurance: Lessons from the Record." *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago (May–June): 10–30.
- . 1990. "Is Deposit Insurance Necessary? A Historical Perspective." *Journal of Economic History* 50: 283–295.
- . 1991. "The Motives of U.S. Debt-Management Policy, 1790–1880: Efficient Discrimination and Time Consistency." *Research in Economic History* 13: 67–105.
- . 1992a. "Greenbacks." In *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, ed. Peter Newman, Murray Wilgate, and John Eatwell, 2: 281–284. London: Macmillan.
- . 1992b. "Do Vulnerable Economies Need Deposit Insurance? Lessons from US Agriculture in the 1920s." In *If Texas Were Chile: A Primer on Bank Regulation*, ed. P. L. Brock, 237–349, 450–458. San Francisco: Sequoia Institute.
- . 1993a. "Greenback Resumption and Silver Risk: The Economics and Politics of Monetary Regime Change in the United States, 1862–1900." In *Monetary Regimes in Transition*, ed. Michael D. Bordo and Forrest Capie, 86–134. New York: Cambridge University Press.

- Calomiris, Charles W. 1993b. "Financial Factors in the Great Depression." *Journal of Economic Perspectives* 7: 61–85.
- . 1995. "The Costs of Rejecting Universal Banking: American Finance in the German Mirror, 1870–1914." In *Coordination and Information: Historical Perspectives on the Organization of Enterprise*, ed. Naomi R. Lamoreaux and Daniel Raff, 257–322. Chicago: University of Chicago Press.
- . 2000. *U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective*. Cambridge: Cambridge University Press.
- . 2001. "An Economist's Case for GSE Reform." In *Serving Two Masters, yet Out of Control: Fannie Mae and Freddie Mac*, ed. Peter Wallison. Washington, DC: AEI Press.
- . 2005. "Capital Flows, Financial Crises, and Public Policy." In *Globalization: What's New?*, ed. Michael M. Weinstein, 36–76. New York: Columbia University Press.
- . 2006. "Alan Greenspan's Legacy: An Early Look; The Regulatory Record of the Greenspan Fed." *American Economic Association Papers and Proceedings* 96: 170–173. A longer version of the paper is available online at [www.aei.org/publications/filter.all.pubID.28191/pub\\_detail.asp](http://www.aei.org/publications/filter.all.pubID.28191/pub_detail.asp).
- , ed. 2007. *China's Financial Transition at a Crossroads*. New York: Columbia University Press.
- . 2008. "Testimony to the Committee on Oversight and Government Reform of the U.S. House of Representatives." December 9. Available at [www.gsb.columbia.edu/faculty/ccalomiris/papers/CalomirisF&FTestimony2008.pdf](http://www.gsb.columbia.edu/faculty/ccalomiris/papers/CalomirisF&FTestimony2008.pdf).
- . 2009. "The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next." *Journal of Structured Finance* 15: 6–52.
- . 2010a. "Reassessing the Fed's Regulatory Role." *Cato Journal* 30: 311–322.
- . 2010b. "The Political Lessons of Depression-Era Banking Reform." *Oxford Review of Economic Policy* 26: 540–560.
- . 2011a. "Banking Crises and the Rules of the Game." In *Monetary and Banking History: Essays in Honour of Forrest Capie*, ed. Geoffrey Wood, Terence Mills, and Nicholas Crafts, 88–132. Abingdon, U.K.: Routledge.
- . 2011b. "The Mortgage Crisis: Some Inside Views." *Wall Street Journal*. October 27. <http://online.wsj.com/article/SB1000142405311903927204576574433454435452.html>, accessed May 23, 2013.
- . 2013. "How to Promote Fed Independence: Perspectives from Political Economy and U.S. History." Mimeo. March.
- Calomiris, Charles W., and Ian Domowitz. 1989. "Asset Substitution, Money Demand, and the Inflation Process in Brazil." *Journal of Money, Credit and Banking* 21: 78–89.
- Calomiris, Charles W., and Gary Gorton. 1991. "The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation." In *Financial Markets and Financial Crises*, ed. R. Glenn Hubbard, 109–173. Chicago: University of Chicago Press.
- Calomiris, Charles W., and Richard Herring. 2012. "Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement." In *Rocky Times: New Perspectives on Financial Stability*, ed. Y. Fuchita, R. Herring, and R. Litan, 117–62. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Calomiris, Charles W., and Charles M. Kahn. 1991. "The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements." *American Economic Review* 81: 497–513.
- . 1996. "The Efficiency of Self-Regulated Payments Systems: Learning from the Suffolk System." *Journal of Money, Credit and Banking* 28: 766–797.

ЛИТЕРАТУРА

- Calomiris, Charles W., and Joseph R. Mason. 2003a. "Fundamentals, Panics, and Bank Distress during the Depression." *American Economic Review* 93: 1615–1646.
- . 2003b. "Consequences of U.S. Bank Distress during the Depression." *American Economic Review* 93: 937–947.
- . 2004. "Resolving the Puzzle of the Underissue of National Bank Notes." *Explorations in Economic History* 45: 327–355.
- Calomiris, Charles W., and Thanavut Pornrojngankool. 2009. "Relationship Banking and the Pricing of Financial Services." *Journal of Financial Services Research* 35: 189–224.
- Calomiris, Charles W., and Andrew Powell. 2001. "Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline? The Case of Argentina, 1992–99." In *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*, ed. Frederic S. Mishkin, 147–96. Chicago: University of Chicago Press.
- Calomiris, Charles W., and Carlos Ramirez. 2008. "The Political Economy of Bank Entry Restrictions: Theory and Evidence from the U.S. in the 1920s." Mimeo.
- Calomiris, Charles W., and Larry Schweikart. 1991. "The Panic of 1857: Origins, Transmission, and Containment." *Journal of Economic History* 51: 807–834.
- Calomiris, Charles W., and Eugene N. White. 1994. "The Origins of Federal Deposit Insurance." In *The Regulated Economy: A Historical Approach to Political Economy*, ed. Claudia Goldin and Gary Libecap, 145–88. Chicago: University of Chicago Press.
- Calomiris, Charles W., and Berry Wilson. 2004. "Bank Capital and Portfolio Management: The 1930s 'Capital Crunch' and Scramble to Shed Risk." *Journal of Business* 77: 421–456.
- Calomiris, Charles W., R. Eisenbeis, and R. Litan. 2012. "Financial Crisis in the US and Beyond." In *The World in Crisis: Insights from Six Shadow Financial Regulatory Committees*, ed. R. Litan, 1–60. Philadelphia: Wharton Financial Institutions Center.
- Calomiris, Charles W., Florian Heider, and Marie Hoerova. 2013. "A Theory of Liquidity Requirements." Mimeo. June.
- Calomiris, Charles W., R. Glenn Hubbard, and James Stock. 1986. "The Farm Debt Crisis and Public Policy." *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 441–485.
- Calomiris, Charles W., Daniela Klingebiel, and Luc Laeven. 2005. "Financial Crisis Policies and Resolution Mechanisms: A Taxonomy from Cross-Country Experience." In *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*. ed. Patrick Honohan and Luc Laeven, 25–75. New York: Cambridge University Press.
- Cameron, Rondo. 1967a. "England, 1750–1844." In Rondo Cameron, with the collaboration of Olga Crisp, Hugh T. Patrick, and Richard Tilly, *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History*, 15–59. New York: Oxford University Press.
- . 1967b. "Scotland, 1750–1845." In Rondo Cameron, with the collaboration of Olga Crisp, Hugh T. Patrick, and Richard Tilly, *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History*, 60–99. New York: Oxford University Press.
- Cameron, Rondo, with the collaboration of Olga Crisp, Hugh T. Patrick, and Richard Tilly. 1967. *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History*. New York: Oxford University Press.
- Campbell, Sybil. 1928. "Usury and Annuities of the Eighteenth Century." *Law Quarterly Review* 176: 473–491.
- Canada Department of Finance. 2003. "Power Financial Corporation Submission to Minister of Finance: Future Structure of the Canadian Financial Services Industry." [www.fin.gc.ca/consultresp/mergersrespsns\\_16-eng.asp](http://www.fin.gc.ca/consultresp/mergersrespsns_16-eng.asp).

- Canadamortgage.com. n.d. "Government Housing and Mortgages in Canada." [www.canadamortgage.com/articles/learning.cfm?DocID=37](http://www.canadamortgage.com/articles/learning.cfm?DocID=37), accessed February 29, 2012.
- Canadian Bankers Association. 2012. "Domestic Banks' Financial Results Fiscal Year End for the Years 2006–2011." [www.cba.ca/contents/files/statistics/stat\\_bank\\_sann\\_db251\\_en.pdf](http://www.cba.ca/contents/files/statistics/stat_bank_sann_db251_en.pdf), accessed August 6, 2013.
- Cannan, Edwin, ed. 1925. *The Paper Pound of 1797–1821: The Bullion Report, 8th June 1810*. London: P. S. King & Son.
- Canner, Glenn B., Wayne Passmore, and Brian J. Surette. 1996. "Distribution of Credit Risk among Providers of Mortgages to Lower-Income and Minority Homebuyers." *Federal Reserve Bulletin* 82: 1077–1102.
- Cantor, Richard, and Frank Packer. 1994. "The Credit Rating Industry." *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review* 19 (2): 1–26.
- Capie, Forrest. 2002. "The Emergence of the Bank of England as a Mature Central Bank." In *The Political Economy of British Historical Experience, 1688–1914*. Oxford: Oxford University Press.
- . 2009. "Financial Crises in England in the Nineteenth and Twentieth Centuries." Mimeo. June.
- . 2010. *The Bank of England: 1950s to 1979*. London: Cambridge University Press.
- Capie, Forrest, and Mark Billings. 2001. "Profitability in English Banking in the Twentieth Century." *European Review of Economic History* 5: 367–401.
- . 2004. "Evidence on Competition in English Commercial Banking, 1920–1970." *Financial History Review* 11: 69–103.
- Capie, Forrest, and Alan Webber. 1985. *A Monetary History of the United Kingdom, 1870–1982*. London: Allen & Unwin.
- Caprio, Gerard, and Daniela Klingebiel. 1996. "Bank Insolvencies: Cross-Country Experience." World Bank Policy Research Working Paper 1620.
- . 2003. Banking Crises Database. Washington, DC: World Bank. [www1.worldbank.org/finance/html/database\\_sfd.html](http://www1.worldbank.org/finance/html/database_sfd.html).
- Cárdenas, Enrique. 2000. "The Process of Accelerated Industrialization in Mexico, 1929–1982." In *An Economic History of Twentieth-Century Latin America*, vol. 3, *Industrialization and the State in Latin America: The Postwar Years*, ed. Enrique Cárdenas, José Antonio Ocampo, and Rosemary Thorp, 176–204. London: Palgrave.
- Carletti, Elena, and Philipp Hartmann. 2003. "Competition and Stability: What's Special about Banking?" In *Monetary History, Exchange Rates and Financial Markets: Essays in Honor of Charles Goodhart*, ed. Paul Mizen, 202–51. Cheltenham, U.K.: Edward Elgar.
- Carmagnani, Marcello. 1994. *Estado y mercado: La economía pública del liberalismo mexicano, 1850–1911*. Mexico City: Colegio de México and Fondo de Cultura Económica.
- Carnel, Richard Scott. 2001. "Federal Deposit Insurance and Federal Sponsorship of Fannie Mae and Freddie Mac: The Structure of the Subsidy." In *Serving Two Masters, yet Out of Control: Fannie Mae and Freddie Mac*, ed. Peter J. Wallison, 56–83. Washington, DC: AEI Press.
- Carosso, Vincent P. 1970. *Investment Banking in America: A History*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Carr, Jack, Frank Mathewson, and Neil Quigley. 1994. *Ensuring Failure: Financial System Stability and Deposit Insurance in Canada*. Toronto: C. D. Howe Institute.
- . 1995. "Stability in the Absence of Deposit Insurance: The Canadian Banking System, 1890–1966." *Journal of Money, Credit and Banking* 27: 1137–1158.

ЛИТЕРАТУРА

- Carvalho, Antonio Gledson de, and George Pennacchi. 2012. "Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil." *Journal of Corporate Finance* 18: 883–903.
- Carvalho, Daniel R. Forthcoming. "The Real Effects of Government-Owned Banks: Evidence from an Emerging Market." *Journal of Finance*.
- Caselli, Fausto Piola. 2013. "Papal Finance, 1348–1848." In *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, vol. 1, *Globalization of Finance: An Historical View*, ed. Gerard Caprio. 207–220. London: Elsevier.
- Catão, Luis A. V. 1992. "A New Wholesale Price Index for Brazil during the Period 1870–1913." *Revista brasileira de economia* 46: 519–533.
- Central Bank of Somalia. 2011. "The Central Bank of Somalia Act Law No.130 of 22 April 2011." [http://media.wix.com/ugd//beb93a\\_870b1ad62ece694a-4f3ecc9041ff88b6.pdf](http://media.wix.com/ugd//beb93a_870b1ad62ece694a-4f3ecc9041ff88b6.pdf), accessed May 6, 2013.
- Cerutti, Mario. 1985. "El préstamo prebancario en el noreste de México: La actividad de los grandes comerciantes de Monterrey, 1855–1890." In *Banca y poder en México, 1800–1925*, ed. Leonor Ludlow and Carlos Marichal, 119–164. Mexico City: Grijalbo.
- . 2003. "Empresario y banca en el norte de Mexico, 1879–1910: La fundación del Banco Refaccionario de la Laguna." In *La banca regional en México, 1870–1930*, ed. Mario Cerutti and Carlos Marichal, 168–215. Mexico City: Fondo de Cultura Económica.
- Cetorelli, Nicola, and Michele Gamberra. 2001. "Banking Market Structure, Financial Dependence, and Growth: International Evidence from Industry Data." *Journal of Finance* 56: 617–648.
- Cetorelli, Nicola, and Philip Strahan. 2006. "Finance as a Barrier to Entry: Bank Competition and Industry Structure in Local U.S. Markets." *Journal of Finance* 61: 437–461.
- Chapman, John M., and Ray B. Westerfield. 1942. *Branch Banking: Its Historical and Theoretical Position in America and Abroad*. New York: Harper and Brothers.
- Checkland, Sydney G. 1975. *Scottish Banking: A History, 1695–1973*. Glasgow: Collins.
- Chester, Norman. 1975. *The Nationalisation of British Industry 1945–51*. London: Her Majesty's Stationery Office.
- Christie, Robert. 1866. *A History of the Late Province of Lower Canada: Parliamentary and Political, from the Commencement to the Close of Its Existence as a Separate Province*. Montreal: Richard Worthington.
- Churchill, Winston S. 1998. *A History of the English-Speaking Peoples*. Abridged. London: Cassell.
- Cihak, Martin, Asli Demirgüç-Kunt, and R. B. Johnston. 2012. "Good Regulation Needs to Fix the Broken Incentives." World Bank Working Paper.
- Clague, Christopher, Philip Keefer, Stephen Knack, and Mancur Olson. 1999. "Contract-Intensive Money: Contract Enforcement, Property Rights, and Economic Performance." *Journal of Economic Growth* 4: 185–211.
- Clapham, John. 1944. *The Bank of England: A History*. 2 vols. Cambridge: Cambridge University Press.
- Clinton, William. 1999a. "Remarks by the President at the Democratic National Committee Labor Dinner at the Mayflower Hotel." July 22.
- . 1999b. "Statement by the President at the Signing of the Financial Modernization Bill." U.S. Treasury Department of Public Affairs. November 12.
- Coerver, Don M., Suzanne B. Pasztor, and Robert M. Buffington. 2004. "Cantinflas," in *Mexico: An Encyclopedia of Contemporary Culture and History*. Santa Barbara: ABC-CLIO Inc, 57–61.



- Coffman, D'Maris. 2013. "Fiscal Experimentation in Early Modern Europe: Excise Taxation and the Origins of Public Finance in Britain." Mimeo.
- Coffman, D'Maris, Adrian Leord, and Larry Neal, eds. 2013. *Questioning Credible Commitment: New Perspectives on the Glorious Revolution and the Rise of Financial Capitalism*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Collins, Michael. 1995. *Banks and Industrial Finance in Britain, 1800-1939*. Cambridge: Cambridge University Press.
- . 2012. *Banking and Finance: Money and Banking in the UK: A History*. New York: Routledge.
- Common Cause. 2008. "Ask Yourself Why ... They Didn't See This Coming." September 24. [www.commoncause.org/site/pp.asp?c=dkLNK1MQJwG&b=4542875](http://www.commoncause.org/site/pp.asp?c=dkLNK1MQJwG&b=4542875), accessed August 5, 2013.
- Conant, Charles Arthur. 1910. *The Banking System of Mexico*. Washington, DC: National Monetary Commission, 61st Congress, 2nd Session, Senate Document 493.
- Condon, Bradley, and Tapen Sinha. 2003. *Drawing Lines in Sand and Snow: Border Security and North American Economic Integration*. Armonk, NY: M. E. Sharpe.
- Congressional Budget Office. 1992. *The Economic Effects of the Savings & Loan Crisis*. Washington, DC: Congressional Budget Office.
- Correa, Ricardo. 2008. "Bank Integration and Financial Constraints: Evidence from U.S. Firms." Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper 925.
- Coy, Peter. 2008. "Bill Clinton's Drive to Increase Homeownership Went Way Too Far." *Businessweek*. February 27.
- Cragoe, Matthew. 2008. "The Great Reform Act and the Modernization of British Politics: The Impact of Conservative Associations, 1835-1841." *Journal of British Studies* 47: 581-603.
- Crisp, Olga. 1967. "Russia, 1860-1914." In Rondo E. Cameron, with the collaboration of Olga Crisp, Hugh T. Patrick, and Richard Tilly, *Banking in the Early Stages of Industrialization, 183-238*. New York: Oxford University Press.
- Cull, Robert, Stephen Haber, and Masami Imai. 2011. "Related Lending and Banking Development." *Journal of International Business Studies* 42: 406-426.
- Cull, Robert, Lemma Senbet, and Marco Sorge. 2005. "Deposit Insurance and Financial Development." *Journal of Money, Credit and Banking* 37: 43-82.
- Cunningham, William. 1907. *The Growth of English Industry and Commerce in Modern Times*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Curry, Timothy, and Lynn Shibut. 2000. "The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences." *FDIC Banking Review* 13: 26-35.
- Curtis, C. A. 1947. "Evolution of Canadian Banking." *Annals of the American Academy of Political and Social Science* 253: 115-124.
- Dang, Tri Vi, Gary Gorton, and Bengt Holmstrom. 2012. "Ignorance, Debt and Financial Crises." Mimeo. February.
- Davies Ward Phillips & Vineberg LLP. n.d. *Acquiring or Establishing a Canadian Bank: A Guide for Foreign Banks*, <http://www.dwpr.com/en/Resources/Publications/2009/Aquiring-or-Establishing-a-Canadian-Bank-A-Guide-for-Foreign-Banks>, accessed September 2, 2013.
- Davis, Lance E., and Robert E. Gallman. 2001. *Evolving Financial Markets and International Capital Flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865-1914*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Davis, Lance E., and Robert A. Huttenback. 1988. *Mammon and the Pursuit of Empire*. New York: Cambridge University Press.
- DeHaven, Tad. 2009. "Three Decades of Politics and Failed Policies at HUD." Cato Institute Policy Analysis Paper 655.

ЛИТЕРАТУРА

- Dehejia, Rajceev, and Adriana Lleras-Muney. 2007. "Financial Development and Pathways of Growth: State Branching and Deposit Insurance Laws in the United States, 1900–1940." *Journal of Law and Economics* 50: 239–272.
- De la Cuadra, Sergio, and Salvador Valdes. 1992. "Myths and Facts about Financial Liberalization in Chile, 1974–1983." In *If Texas Were Chile: A Primer on Banking Reform*, ed. Philip Brock, 11–101. San Francisco: Institute for Contemporary Studies.
- Del Angel-Mobarak, Gustavo. 2002. "Paradoxes of Financial Development: The Construction of the Mexican Banking System, 1941–1982." Ph.D. diss., Stanford University.
- . 2005. "La Banca Mexicana antes de 1982." In *Cuando el estado se hizo banquero: Consecuencias de la nacionalización bancaria en México*, ed. Gustavo del Ángel-Mobarak, Carlos Bazdresch, and Francisco Suárez Dávila. Mexico City: Fondo de Cultura Económica.
- Del Angel-Mobarak, Gustavo, and César Martinelli Montoya. 2009. *La estatización de 1982 de la Banca en México: Un ensayo en economía política*. Mexico: Centro de Estudios Espinosa Yglesias.
- Del Angel-Mobarak, Gustavo, Stephen Haber, and Aldo Musacchio. 2006. "Normas contables bancarias en México: Una guía de los cambios para legos diez años después de la crisis bancaria de 1995." *El trimestre económico* 73: 903–926.
- Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, and Luc A. Laeven. 2012. "Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market." *Journal of Money, Credit and Banking* 44: 367–384.
- DeLong, J. Bradford. 1991. "Did J. P. Morgan's Men Add Value? An Economist's Perspective on Financial Capitalism." In *Inside the Business Enterprise: Historical Perspectives on the Use of Information*, ed. Peter Temin, 205–250. Chicago: University of Chicago Press.
- de Luca, Giuseppe. 2013. "Milanese Finance, 1348–1700." In *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, vol. 1, *Globalization of Finance: An Historical View*, ed. Gerard Caprio, 185–196. London: Elsevier.
- Demirgüç-Kunt, Asli, and Enrica Detragiache. 2002. "Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation." *Journal of Monetary Economics* 49: 1373–1406.
- Demirgüç-Kunt, Asli, and Harry Huizinga. 2004. "Market Discipline and Deposit Insurance." *Journal of Monetary Economics* 51: 375–399.
- Demirgüç-Kunt, Asli, and Edward J. Kane. 2002. "Deposit Insurance around the Globe: Where Does It Work?" *Journal of Economic Perspectives* 16: 175–195.
- Demirgüç-Kunt, Asli, Enrica Detragiache, and Ouarda Merrouche. Forthcoming. "Bank Capital: Lessons from the Financial Crisis." *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Demirgüç-Kunt, Asli, Edward J. Kane, and Luc Laeven. 2008. "Adoption and Design of Deposit Insurance." In *Deposit Insurance around the World: Issues of Design and Implementation*, ed. Asli Demirgüç-Kunt, Edward J. Kane, and Luc Laeven, 29–80. Cambridge, MA: MIT Press.
- de Vries, Jan, and Ad van der Woude. 1997. *The First Modern Economy: Success, Failure, and Perseverance of the Dutch Economy, 1500–1815*. New York: Cambridge University Press.
- Diamond, Douglas. 1984. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring." *Review of Economic Studies* 51: 393–414.
- Diamond, Douglas W., and Philip H. Dybvig. 1983. "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity." *Journal of Political Economy* 91: 401–419.
- Diamond, Jared. 1997. *Guns, Germs, and Steel: The Fates of Human Societies*. New York: W. W. Norton.

- Díaz Alejandro, Carlos F. 1985. "Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash." *Journal of Development Economics* 19: 1–24.
- Dickson, Peter G. M. 1967. *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit, 1688–1756*. New York: Macmillan.
- Drelichman, Mauricio. 2013. "Spanish Finance, 1348–1700." In *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, vol. 1, *Globalization of Finance: An Historical View*, ed. Gerard Caprio, 259–268. London: Elsevier.
- Drelichman, Mauricio, and Hans-Joachim Voth. 2008. "Debt Sustainability in Historical Perspective: The Role of Fiscal Repression." *Journal of the European Economic Association* 6: 657–667.
- . 2010. "The Sustainable Debts of Philip II: A Reconstruction of Castile's Fiscal Position, 1560–1598." *Journal of Economic History* 70: 814–843.
- . 2011a. "Lending to the Borrower from Hell: Debt and Default in the Age of Philip II." *Economic Journal* 121: 1205–1227.
- . 2011b. "Serial Defaults, Serial Profits: Returns to Sovereign Lending in Habsburg Spain, 1566–1600." *Explorations in Economic History* 48: 1–19.
- Duhigg, Charles. 2008. "At Freddie Mac, Chief Discarded Warning Signs." *New York Times*. August 5. [www.nytimes.com/2008/08/05/business/05freddie.html?pagewanted=all&\\_r=0](http://www.nytimes.com/2008/08/05/business/05freddie.html?pagewanted=all&_r=0).
- Dunne, Gerald. 1960. *Monetary Decisions of the Supreme Court*. New Brunswick, NJ: Rutgers University Press.
- Dye, Alan. 1998. *Cuban Sugar in the Age of Mass Production: Technology and the Economics of the Sugar Central, 1899–1929*. Stanford: Stanford University Press.
- Eckardt, H. M. P. 1913. "Canadian Banking." *Annals of the American Academy of Political and Social Science* 45: 158–170.
- Economides, Nicholas, R. Glenn Hubbard, and Darius Palia. 1996. "The Political Economy of Branching Restrictions and Deposit Insurance: A Model of Monopolistic Competition among Small and Large Banks." *Journal of Law and Economics* 39: 667–704.
- Economopoulos, Andrew, and Heather O'Neill. 1995. "Bank Entry during the Antebellum Period." *Journal of Money, Credit, and Banking* 27: 1071–1085.
- Edwards, Sebastian. 2010. *Left Behind: Latin America and the False Promise of Populism*. Chicago: University of Chicago Press.
- Edwards, Sebastian, and Alejandra C. Edwards. 1991. *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*. Chicago: University of Chicago Press.
- Eichengreen, Barry. 2008. *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press.
- Eistert, Ekkehard. 1970. *Die Beeinflussung des Wirtschaftswachstums in Deutschland von 1883 bis 1913 durch das Bankensystem*. Berlin: Duncker and Humblot.
- Elizondo Mayer-Serra, Carlos. 2001. *La importancia de las reglas: Gobierno y empresario después de la nacionalización bancaria*. Mexico City: Fondo de Cultura Económica.
- Ellul, Andrew, and Vijay Yerramilli. 2010. "Stronger Risk Controls, Lower Risk: Evidence from U.S. Bank Holding Companies." National Bureau of Economic Research Working Paper 16178.
- Elmer, Peter J., and Steven A. Seelig. 1998. "The Rising Long-Term Trend of Single-Family Mortgage Foreclosure Rates." Federal Deposit Insurance Corporation Working Paper 98-2.
- Engerman, Stanley L. 1970. "A Note on the Economic Consequences of the Second Bank of the United States." *Journal of Political Economy* 78: 725–728.

ЛИТЕРАТУРА

- Engerman, Stanley L., and Kenneth L. Sokoloff. 1997. "Factor Endowments, Institutions, and Differential Paths of Growth among New World Economies: A View from Economic Historians of the United States." In *How Latin America Fell Behind: Essays on the Economic Histories of Brazil and Mexico, 1800–1914*, ed. Stephen Haber, 260–304. Stanford: Stanford University Press.
- Engerman, Stanley L., and Kenneth L. Sokoloff, with contributions by Stephen Haber, Elisa Mariscal, and Eric Zolt. 2012. *Economic Development in the Americas since 1500: Endowments and Institutions*. New York: Cambridge University Press.
- English, William B. 1996. "Understanding the Costs of Sovereign Default: American State Debts in the 1840's." *American Economic Review* 86: 259–275.
- Epstein, David, Sharyn O'Halloran, and Geraldine McAllister. 2010. "Delegation and the Regulation of Finance in the United States Since 1950." Mimeo.
- Espinosa Yugarcía, Amparo, and Enrique Cárdenas Sánchez. 2011. *Privatización bancaria, crisis y rescate del sistema financiero*. Vol. 3. Mexico City: Centro de Estudios Espinosa Yglesias.
- Evanoff, Douglas D., and Lewis M. Segal. 1996. "CRA and Fair Lending Regulations: Resulting Trends in Mortgage Lending." *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago (November): 19–46.
- . 1997. "Strategic Responses to Bank Regulation: Evidence from HMDA Data." *Journal of Financial Services Research* 11: 69–93.
- Evans, Eric J. 1983. *The Great Reform Act of 1832*. London: Methuen.
- Fahlenbrach, Rüdiger, Robert Prilmeier, and René M. Stulz. 2012. "This Time Is the Same: Using Bank Performance in 1998 to Explain Bank Performance during the Recent Financial Crisis." *Journal of Finance* 67: 2139–2185.
- Federal Deposit Insurance Corporation. n.d. "Historical Statistics on Banking." <http://www2.fdic.gov/hsob/index.asp>.
- Federal Reserve Board. 1943. *Banking and Monetary Statistics*. Washington, DC: U.S. Government Printing Office.
- . 1971. *Banking and Monetary Statistics*. Washington, DC: U.S. Government Printing Office.
- . 1999a. "Public Meeting Regarding Fleet Financial Group Inc., and Bank-Boston Corporation. July 7, 1999." Transcript. [www.federalreserve.gov/events/public-meeting/19990707/](http://www.federalreserve.gov/events/public-meeting/19990707/), accessed October 30, 2012.
- . 1999b. "Order Approving Merger of Bank Holding Companies." September 7. [www.federalreserve.gov/bankinforeg/publicmeetings/19990707\\_panel9.pdf](http://www.federalreserve.gov/bankinforeg/publicmeetings/19990707_panel9.pdf), accessed March 6, 2013.
- . n.d. "Flow of Funds Database." [www.federalreserve.gov/apps/fof/FOFTables.aspx](http://www.federalreserve.gov/apps/fof/FOFTables.aspx), accessed August 1, 2013.
- Feler, Leo. 2012. "State Bank Privatization and Local Economic Activity." Mimeo.
- Ferguson, E. James. 1961. *The Power of the Purse: A History of American Public Finance, 1776–1790*. Chapel Hill: University of North Carolina Press.
- Ferguson, Niall. 1998a. *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798–1848*. New York: Viking Penguin.
- . 1998b. *The House of Rothschild: The World's Banker, 1849–1998*. New York: Viking Penguin.
- Fischer, Brodwyn. 2008. *A Poverty of Rights: Citizenship and Inequality in Twentieth-Century Rio de Janeiro*. Stanford: Stanford University Press.
- Fishback, Price, and John Wallis. 2012. "What Was New about the New Deal?" NBER Working Paper 18271.
- Fishback, Price V., Jonathan Rose, and Kenneth Snowden. 2013. *Well Worth Saving: How the New Deal Safeguarded Home Ownership*. Chicago: University of Chicago Press.

- Fishback, Price, Kenneth Snowden, and Eugene N. White, eds. Forthcoming. *Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective*. Chicago: Chicago University Press.
- Fishbein, Allen J. 1992. "The Community Reinvestment Act after Fifteen Years: It Still Works, but Strengthened Federal Enforcement Is Needed." *Fordham Urban Law Journal* 20: 293–310.
- . 2003. "Filling the Half-Empty Glass: The Role of Community Advocacy in Redefining the Public Responsibilities of Government-Sponsored Housing Enterprises." In *Organizing Access to Capital: Advocacy and the Democratization of Financial Institutions*, ed. Gregory D. Squires, 102–18. Philadelphia: Temple University Press.
- Fisman, Raymond, and Inessa Love. 2004. "Financial Development and Intersectoral Allocation: A New Approach." *Journal of Finance* 59: 2785–2807.
- Flandreau, Marc. 2003. "Caveat Emptor: Coping with Sovereign Risk under the International Gold Standard." In *International Financial History in the Twentieth Century: System and Anarchy*, ed. M. Flandreau, C. L. Holtfrerich, and H. James, 17–50. New York: Cambridge University Press.
- Flandreau, Marc, and Juan H. Flores. 2009. "Bonds and Brands: Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820–1830." *Journal of Economic History* 69: 646–684.
- Flandreau, Marc, and Stefano Ugolini. 2011. "Where It All Began: Lending of Last Resort and the Bank of England during the Overend-Gurney Panic of 1866." Norges Bank Working Paper 2011/03.
- Flandreau, Marc, Christophe Galimard, Clemens Jobst, and Pilar Nogues-Marco. 2009. "The Bell Jar: Commercial Interest Rates between Two Revolutions, 1688–1789." In *The Origin and Development of Financial Markets and Institutions from the Seventeenth Century to the Present*, ed. Jeremy Atack and Larry Neal, 161–208. Cambridge: Cambridge University Press.
- Flandreau, Marc, Juan H. Flores, Norbert Gaillard, and Sebastián Nieto-Parra. 2010. "The End of Gatekeeping: Underwriters and the Quality of Sovereign Bond Markets, 1815–2007." In *NBER International Seminar on Macroeconomics*, 53–92. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- . 2013. "Global Financial Brands and the Underwriting of Foreign Government Debt since 1815." In *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, vol. 1, *Globalization of Finance: An Historical View*, ed. Gerard Caprio, 281–300. London: Elsevier.
- Flannery, Mark J., and W. Scott Frame. 2006. "The Federal Home Loan Bank System: The "Other" Housing GSE." *Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta* 3: 33–54.
- Florida Minority Community Reinvestment Coalition. 2003. "The Anatomy of a CRA Agreement, Presented by Haydee Diaz." Greenlining Institute. November 14. [www.fmccr.org/reinvestment.html](http://www.fmccr.org/reinvestment.html), accessed March 7, 2013.
- Fohlin, Caroline. 2011. *Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power*. New York: Cambridge University Press.
- Freedman, Charles. 1998. "The Canadian Banking System." Bank of Canada Technical Report 81.
- Freixas, Xavier, Bruno M. Parigi, and Jean-Charles Rochet. 2000. "Systemic Risk, Interbank Relations, and Liquidity Provision by the Central Bank." *Journal of Money, Credit and Banking* 32: 611–638.
- Fry, Maxwell J. 1988. *Money, Interest, and Banking in Economic Development*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Gamboa Ojeda, Leticia. 2003. "El Banco Oriental de México y la formación de un sistema de banca, 1900–1911." In *La banca regional en México, 1870–1930*, ed. Mario Cerutti and Carlos Marichal, 101–133. Mexico City: Fondo de Cultura Económica.

ЛИТЕРАТУРА

- Garber, Peter M. 2000. *Famous First Bubbles*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Gatell, Frank Otto. 1966. "Sober Second Thoughts on Van Buren, the Albany Regency, and the Wall Street Conspiracy." *Journal of American History* 53: 19–40.
- Gayer, Arthur, Walt Rostow, and Anna Schwartz. 1975. *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790–1850: An Historical, Statistical, and Theoretical Study of Britain's Economic Development*. Brighton: Harvester Press.
- Gelderblom, Oscar, and Joost Jonker. 2011. "Public Finance and Economic Growth: The Case of Holland in the Seventeenth Century." *Journal of Economic History* 71: 1–39.
- . 2013. "Low Countries Finance, 1348–1700." In *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, vol. 1, *Globalization of Finance: An Historical View*, ed. Gerard Caprio, 175–84. London: Elsevier.
- Gerschenkron, Alexander. 1962. *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. Cambridge, MA: Belknap Press.
- Giedeman, Daniel C. 2005. "Branch Banking Restrictions and Finance Constraints in Early-Twentieth-Century America." *Journal of Economic History* 65: 129–151.
- Gilbert, Alton. 1991. "Supervision of Undercapitalized Banks: Is There a Case for Change?" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 73: 16–30.
- . 1994. "Federal Reserve Lending to Banks That Failed: Implications for the Bank Insurance Fund." *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 76: 3–18.
- . 1995. "Determinants of Federal Reserve Lending to Failed Banks." *Journal of Economics and Business* 47: 397–408.
- Gilbert, Martin. 1991. *Churchill: A Life*. New York: Henry Holt.
- . 1997. *A History of the Twentieth Century*, vol. 1, 1900–1933. New York: Avon.
- Goldschmidt, Raymond W. 1933. *The Changing Structure of American Banking*. London: George Routledge & Sons.
- Goldsmith, Raymond W. 1969. *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: Yale University Press.
- . 1986. *Brasil, 1850–1984: Desenvolvimento financeiro sob um século de inflação*. Rio de Janeiro: Banco Bamerindus do Brasil.
- Golembe, Carter H. 1960. "The Deposit Insurance Legislation of 1933: An Examination of Its Antecedents and Its Purposes." *Political Science Quarterly* 75: 181–200.
- Golembe, Carter H., and C. Warburton. 1958. "Insurance of Bank Obligations in Six States during the Period 1829–1866." Washington, DC: Federal Deposit Insurance Corporation.
- Goodhart, Charles A. E. 1988. *The Evolution of Central Banks*. Cambridge MA: MIT Press.
- Goodhart, Charles A. E., and Andrew D. Crockett. 1970. "The Importance of Money." *Bank of England Quarterly Bulletin* 10: 159–198.
- Gorton, Gary S. 1989. "Public Policy and the Evolution of Banking Markets." In *Bank System Risk: Charting a New Course, Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*, 233–52. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago.
- . 2010. *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*. New York: Oxford University Press.
- Gorton, Gary, and Andrew Metrick. 2011. "Securitized Banking and the Run on Repo." *Journal of Financial Economics* 104: 425–451.
- Gouvin, Eric J. 2001. "The Political Economy of Canada's 'Widely Held' Rule for Large Banks." *Law & Policy in International Business* 32: 391–426.
- Graham, Douglas H. 1982. "Mexican and Brazilian Economic Development: Legacies, Patterns, and Performance." In *Brazil and Mexico: Patterns of Late Development*, ed. Sylvia Hewlett and Richard Weinart, 2–55. Philadelphia: Institute for the Study of Human Issues.

- Grant, A. T. K. 1937. *A Study of the Capital Market in Post-war Britain*. London: Macmillan.
- Greenspan, Alan. 1988. "An Overview of Financial Restructuring." In *Proceedings of the 24th Annual Conference on Bank Structure and Competition*, 1–9. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago.
- . 1990. "Subsidies and Powers in Commercial Banking." In *Proceedings of the 26th Annual Conference on Bank Structure and Competition*, 1–8. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago.
- . 2000. "Letter to Congressman Richard Baker." May 19. Available at <http://bodurtha.georgetown.edu/FreddieMac/articles/Greenspan%20Details%20His%20Concerns%20Over%20Fannie%20Mae,%20Freddie%20Mac.htm>, accessed August 1, 2013.
- . 2005. "Regulatory Reform of the Government-Sponsored Enterprises." Testimony before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate, April 6, [www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2005/20050406/default.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2005/20050406/default.htm).
- Grinath, Arthur, John J. Wallis, and Richard Sylla. 1997. "Debt, Default, and Revenue Structure: The American State Debt Crisis in the Early 1840s." National Bureau of Economic Research Historical Working Paper 97.
- Grossman, Richard. 2010. *Unsettled Account: The Evolution of Commercial Banking in the Industrialized World since 1800*. Princeton: Princeton University Press.
- Grubb, Farley. 2008. "The Continental Dollar: How Much Was Really Issued?" *Journal of Economic History* 68: 283–91.
- Gruben, William C., and Robert McComb. 1997. "Liberalization, Privatization, and Crash: Mexico's Banking System in the 1990s." *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review* (First Quarter): 21–30.
- Guinnane, Timothy W. 2002. "Delegated Monitors, Large and Small: Germany's Banking System, 1800–1914." *Journal of Economic Literature* 40: 73–124.
- Guiso, Luigi, Paola Sapienza, and Luigi Zingales. 2004. "Does Local Financial Development Matter?" *Quarterly Journal of Economics* 119: 929–969.
- Gunther, Jeffrey W., Robert B. Moore, and Genie D. Short. 1996. "Mexican Banks and the 1994 Peso Crisis: The Importance of Initial Conditions." *North American Journal of Economics and Finance* 7: 125–133.
- Gurley, John G., and Edward S. Shaw. 1960. *Money in a Theory of Finance*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Gurley, John G., Hugh T. Patrick, and Edward S. Shaw. 1965. *Financial Structure of Korea*. Seoul: Bank of Korea.
- Haber, Stephen. 1991. "Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States, 1830–1930." *Journal of Economic History* 51: 559–580.
- . 1997. "Financial Markets and Industrial Development: A Comparative Study of Government Regulation, Financial Innovation, and Industrial Structure in Brazil and Mexico, 1840–1930." In *How Latin America Fell Behind: Essays on the Economic Histories of Brazil and Mexico, 1800–1914*, ed. Stephen Haber, 146–178. Stanford: Stanford University Press.
- . 1998. "The Efficiency Consequences of Institutional Change: Financial Market Regulation and Industrial Productivity Growth in Brazil, 1866–1934." In *Latin America and the World Economy Since 1800*, ed. John H. Coatsworth and Alan M. Taylor, 275–322. Cambridge, MA: David Rockefeller Center for Latin American Studies/Harvard University Press.
- . 2003. "Banks, Financial Markets, and Industrial Development: Lessons from the Economic Histories of Brazil and Mexico." In *Macroeconomic Reform in Latin*

ЛИТЕРАТУРА

- America: The Second Stage*, ed. José Antonio Gonzalez, Vittorio Corbo, Anne O. Krueger, and Aaron Tornell, 259–93. Chicago: University of Chicago Press.
- . 2005. “Mexico’s Experiments with Bank Privatization and Liberalization, 1991–2003.” *Journal of Banking and Finance* 29: 2325–2353.
- . 2006a. “The Political Economy of Latin American Industrialization.” In *The Cambridge Economic History of Latin America*, vol. 2, *The Long Twentieth Century*, ed. Victor Bulmer-Thomas, John Coatsworth, and Roberto Cortes Conde, 537–584. New York: Cambridge University Press.
- . 2006b. “Authoritarian Government.” In *The Oxford Handbook of Political Economy*, ed. Barry Weingast and Donald Wittman, 693–707. New York: Oxford University Press.
- . 2008a. “Banking with and without Deposit Insurance: Mexico’s Banking Experiments, 1884–2004.” In *Deposit Insurance around the World: Issues of Design and Implementation*, ed. Asli Demirgüç-Kunt, Edward Kane, and Luc Laeven, 219–52. Cambridge, MA: MIT Press.
- . 2008b. “Political Institutions and Financial Development: Evidence from the Political Economy of Bank Regulation in the United States and Mexico.” In *Political Institutions and Financial Development*, ed. Stephen Haber, Douglass C. North, and Barry R. Weingast, 10–59. Stanford: Stanford University Press.
- . 2012a. “Where Does Democracy Thrive? Climate, Technology, and the Evolution of Political and Economic Institutions.” Mimeo.
- . 2012b. “Politics and Banking Systems.” In Stanley Engerman and Kenneth L. Sokoloff, with contributions by Stephen Haber, Elisa Mariscal, and Eric Zolt, *Economic Development in the Americas since 1500: Endowments and Institutions*, 245–294. New York: Cambridge University Press.
- Haber, Stephen, and Herbert S. Klein. 1997. “The Economic Consequences of Brazilian Independence.” In *How Latin America Fell Behind: Essays on the Economic Histories of Brazil and Mexico, 1800–1914*, ed. Stephen Haber, 243–259. Stanford: Stanford University Press.
- Haber, Stephen, and Aldo Musacchio. 2013. “These Are the Good Old Days: Foreign Entry and the Mexican Banking System.” National Bureau of Economic Research Working Paper 18713.
- Haber, Stephen, Douglas C. North, and Barry R. Weingast. 2008. “Political Institutions and Financial Development.” In *Political Institutions and Financial Development*, ed. Stephen Haber, Douglass C. North, and Barry R. Weingast, 1–9. Stanford: Stanford University Press.
- Haber, Stephen, Armando Razo, and Noel Maurer. 2003. *The Politics of Property Rights: Political Instability, Credible Commitments, and Economic Growth in Mexico, 1876–1929*. New York: Cambridge University Press.
- Haber, Stephen, Herbert S. Klein, Noel Maurer, and Kevin J. Middlebrook. 2008. *Mexico since 1980*. New York: Cambridge University Press.
- Habyarimana, James. 2010. “The Benefits of Banking Relationships: Evidence from Uganda’s Banking Crisis.” Mimeo.
- Hagerty, James. 2012. *The Fateful History of Fannie Mae: New Deal Birth to Mortgage Crisis Fall*. Charleston, SC: History Press.
- Halcrow, Harold. 1953. *Agricultural Policy of the United States*. New York: Prentice Hall.
- Hammond, Bray. 1947. “Jackson, Biddle, and the Bank of the United States.” *Journal of Economic History* 7: 1–23.
- . 1957. *Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War*. Princeton: Princeton University Press.
- . 1970. *Sovereignty and an Empty Purse: Banks and Politics in the Civil War*. Princeton: Princeton University Press.



- Hanley, Anne G. 2005. *Native Capital: Financial Institutions and Economic Development in Sao Paulo, Brazil, 1850–1905*. Stanford: Stanford University Press.
- Harris, Ron. 2000. *Industrializing English Law: Entrepreneurship and Business Organization, 1720–1844*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Hassett, Kevin A., and John R. Lott. 2009. “Is Newspaper Coverage of Economic Events Politically Biased? Analyzing the Impact of Partisan Control of the Presidency and Congress on Media Coverage, 1985 to 2004.” Mimeo.
- Haubrich, Joseph G. 1990. “Nonmonetary Effects of Financial Crises: Lessons from the Great Depression in Canada.” *Journal of Monetary Economics* 25: 223–252.
- Hawke, John D., Jr. 1988. “Paul A. Volcker and Domestic Bank Regulatory Policy.” Presentation at the annual meeting of the American Economic Association. December 28.
- Hawtrey, Ralph. 1932. *The Art of Central Banking*. London: Frank Cass.
- . 1938. *A Century of Bank Rate*. London: Longmans, Green.
- Hayek, Friedrich A. 1939. “Introduction.” In Henry Thornton, *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, 11–64. London: Allen & Unwin.
- , ed. 1978. “Introduction.” In Henry Thornton, *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. Fairfield, NJ: Augustus M. Kelley.
- Haynes, Hopton. 1700. “Brief Memoirs Relating to the Silver and Gold Coins of England, with an Account of the Corruption of the Hammer’d Monys and the Reform of the Late Grand Coynage at the Tower and the Free Country Mints.” Lans. MS. DCCC1. British Museum.
- Hellman, Thomas F., Kevin C. Murdock, and Joseph E. Stiglitz. 2000. “Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation.” *American Economic Review* 90: 147–165.
- Hernández-Murillo, Rubén, Andra C. Ghent, and Michael T. Owyang. 2012. “Did Affordable Housing Legislation Contribute to the Subprime Securities Boom?” Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2012-005.
- Hoffman, Philip, Gilles Postel-Vinay, and Jean-Laurent Rosenthal. 2007. *Surviving Large Losses: Financial Crises, the Middle Class, and the Development of Capital Markets*. Cambridge, MA: Belknap Press.
- Holloway, Thomas. 1980. *Immigrants on the Land: Coffee and Society in São Paulo, 1886–1934*. Chapel Hill: University of North Carolina Press.
- Honohan, Patrick and Daniela Klingebiel. 2003. “The Fiscal Cost Implications of an Accommodating Approach to Banking Crises.” *Journal of Banking and Finance* 27: 1539–1560.
- Horvik, Tord, and Solveig Aas. 1981. “Demilitarization in Costa Rica: A Farewell to Arms.” *Journal of Peace Research* 4: 333–351.
- Horvitz, Paul. 1991. “The Causes of Texas Bank and Thrift Failures.” In *If Texas Were Chile: A Primer on Bank Regulation*, ed. Phillip L. Brock, 131–60. San Francisco: Sequoia Institute.
- Hughes, Jonathan R. T. 1960. *Fluctuations in Trade, Industry, and Finance: A Study of British Economic Development, 1850–1860*. Oxford: Oxford University Press.
- Hughes, Joseph P., and Loretta Mester. 2013. “Who Said Large Banks Don’t Experience Scale Economies? Evidence from a Risk-Return-Driven Cost Function.” Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper 13–13, April.
- Hurst, James W. 1973. *A Legal History of Money in the United States, 1774–1970*. Lincoln: University of Nebraska Press.
- Husock, Howard. 2000. “The Trillion-Dollar Bank Shakedown That Bodes Ill for Cities.” *City Journal* (Winter). [www.city-journal.org/html/10\\_1\\_the\\_trillion\\_dollar.html](http://www.city-journal.org/html/10_1_the_trillion_dollar.html), accessed August 1, 2013.

ЛИТЕРАТУРА

- . 2008. “The Financial Crisis and the CRA.” *City Journal* (October). [www.city-journal.org/2008/eon1030hh.html](http://www.city-journal.org/2008/eon1030hh.html), accessed August 1, 2013.
- Hutchcroft, Paul D. 1998. *Booby Capitalism: The Politics of Banking in the Philippines*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Huybens, Elisabeth, Astrid Luce Jordan, and Sangeeta Pratap. 2005. “Financial Market Discipline in Early-Twentieth-Century Mexico.” *Journal of Economic History* 65: 757–778.
- Igan, Deniz, Prachi Mishra, and Thierry Tresselt. 2012. “A Fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis.” In *NBER Macroeconomics Annual 2011, Volume 26*, 195–230. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Independent Bankers Association of America v. Smith*, 534 F.2d 921. D.C. Circuit Court of the United States.
- International Monetary Fund. n.d. *International Financial Statistics*. <http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393>, accessed August 1, 2013.
- . 2012a. “Brazil: Financial System Stability Assessment.” IMF Country Report 12/206.
- . 2012b. “World Economic Outlook Database, October 2012 Update.” [www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/download.aspx](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/download.aspx), accessed March 25, 2013.
- IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brazil). n.d. [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br).
- Izquierdo, Rafael. 1995. *La política hacendaria del desarrollo estabilizador, 1958–1970*. Mexico City: Fondo de Cultura Económica.
- Jaffee, Dwight. 2010. “Reforming the U.S. Mortgage Market through Private Market Incentives.” Paper presented at conference “Past, Present and Future of the Government Sponsored Enterprises.” Federal Reserve Bank of St. Louis. November 17.
- Jaffee, Dwight, and John M. Quigley. 2007. “Housing Subsidies and Homeowners: What Role for Government-Sponsored Enterprises?” *Brookings-Wharton Papers on Urban Affairs* 103–149.
- . 2009. “Housing Policy, Mortgage Policy, and the Federal Housing Administration.” Mimeo.
- . 2011. “The Future of the Government Sponsored Enterprises: The Role for Government in the US Mortgage Market.” National Bureau of Economic Research Working Paper 17685.
- James, Marquis, and Bessie R. James. 1954. *Biography of a Bank: The Story of Bank of America NT&SA*. New York: Harper & Bros.
- Jayarathne, Jith, and Philip E. Strahan. 1996. “The Finance Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation.” *Quarterly Journal of Economics* 111: 639–668.
- Jeidels, Otto. 1905. *Das Verhältnis der deutschen Grossbanken zur Industrie mit besonderer Berücksichtigung der Eisenindustrie*. Leipzig: Duncker & Humblot.
- Jiménez, Gabriel, Steven Ongena, Jose-Luis Peydro, and Jesus Saurina. 2007. “Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?” Tilburg University Center Discussion Paper 2007-2075.
- Jobst, Clemens P., and Pilar Nogues-Marco. 2013. “European Commercial Finance, 1700–1815.” In *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, vol. 1, *Globalization of Finance: An Historical View*, ed. Gerard Caprio, 95–108. London: Elsevier.
- Johnson, Joseph F. 1910. *The Canadian Banking System*. Washington, DC: National Monetary Commission, 61st Congress, 2nd Session. Senate Document 583.
- Johnson, Simon, and James Kwak. 2010. *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*. New York: Pantheon.

- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach, and Eric Friedman. 2000a. "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis." *Journal of Financial Economics* 58: 141–186.
- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 2000b. "Tunneling." *American Economic Review* 90: 22–27.
- Jones, Eric. 1981. *The European Miracle: Environments, Economics, and Geopolitics in the History of Europe and Asia*. New York: Cambridge University Press.
- Jones, Geoffrey. 1993. *British Multinational Banking, 1830–1990*. Oxford: Clarendon Press.
- Jones, Matthew T., and Maurice Obstfeld. 2001. "Saving, Investment, and Gold: A Reassessment of Historical Current Account Data." In *Money, Capital Mobility, and Trade: Essays in Honor of Robert Mundell*, ed. Guillermo A. Calvo, Rudi Dornbusch, and Maurice Obstfeld, 303–64. Cambridge, MA: MIT Press.
- Jordà, Óscar, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2011. "Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons." *IMF Economic Review* 59: 340–378.
- Jornal do commercio* (Rio de Janeiro). Various dates.
- Kaufman, Henry. 2011. Remarks at the Foreign Policy Association Statesman Dinner, December 6. Retrieved from [www.fpa.org/ckfinder/userfiles/files/Statesman%20Dinner\\_Kaufman\\_2011.pdf](http://www.fpa.org/ckfinder/userfiles/files/Statesman%20Dinner_Kaufman_2011.pdf).
- Keefer, Philip. 2008. "Beyond Legal Origin and Checks and Balances: Political Credibility, Citizen Information, and Financial Sector Development." In *Political Institutions and Financial Development*, ed. Stephen Haber, Douglass C. North, and Barry R. Weingast, 125–155. Stanford: Stanford University Press.
- Keeley, Michael C. 1990. "Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking." *American Economic Review* 80: 1183–1200.
- Keogh, Daire, and Kevin Whelan. 2001. *Acts of Union: The Causes, Contexts, and Consequences of the Act of Union*. Dublin: Four Courts Press.
- Kerr, Andrew W. 1884. *History of Banking in Scotland*. Glasgow: David Bryce & Son.
- Keyssar, Alexander. 2000. *The Right to Vote: The Contested History of Democracy in the United States*. New York: Basic Books.
- Khandelwal, Amit K., Peter K. Schott, and Shang-Jin Wei. 2012. "Trade Liberalization and Embedded Institutional Reform: Evidence from Chinese Exporters." Mimeo. October.
- Kiff, John. 2009. "Canadian Residential Mortgage Markets: Boring but Effective?" International Monetary Fund Working Paper 09/130.
- Kindleberger, Charles P., and Robert Z. Aliber. 2011. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: Palgrave Macmillan.
- King, Robert G., and Ross Levine. 1993. "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right." *Quarterly Journal of Economics* 108: 717–737.
- King, Wilfred T. C. 1936. *History of the London Discount Market*. London: George Routledge & Sons.
- Klein, Herbert H., and Ben Vinson III. 2007. *African Slavery in Latin America and the Caribbean*. 2nd ed. New York: Oxford University Press.
- Knight, Alan. 1986. *The Mexican Revolution: Porfirians, Liberals, and Peasants*. New York: Cambridge University Press.
- Kroszner, Randall. 1999. "Is It Better to Forgive Than to Receive? Repudiation of the Gold Indexation Clause in Long-Term Debt During the Great Depression." Mimeo.
- Kroszner, Randall, and Raghuram Rajan. 1994. "Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the US Experience with Universal Banking before 1933." *American Economic Review* 84: 810–832.

ЛИТЕРАТУРА

- Kroszner, Randall S., and Philip E. Strahan. 1999. "What Drives Deregulation? Economics and Politics of the Relaxation of Bank Branching Restrictions." *Quarterly Journal of Economics* 114: 1437–1467.
- Krueger, Anne O. 1974. "The Political Economy of the Rent-Seeking Society." *American Economic Review* 64: 291–303.
- Krueger, Anne O., and Aaron Tornell. 1999. "The Role of Bank Restructuring in Recovering from Crises: Mexico, 1995–1998." National Bureau of Economic Research Working Paper 7042.
- Krugman, Paul. 2008. "Fannie, Freddie and You." *New York Times*. July 14, 2008.
- Kryzanowski, Lawrence, and Gordon S. Roberts. 1993. "Canadian Banking Solvency, 1922–1940." *Journal of Money, Credit and Banking* 25: 361–376.
- Kulikoff, Allan. Forthcoming. "'Such Things Ought Not To Be': The American Revolution and the First National Great Depression." In *The World of the American Revolutionary Republic: Land, Labor, and the Conflict for a Continent*, ed. Andrew Shankman. New York: Routledge.
- Kynaston, David. 1995. "The Bank of England and the Government." In *The Bank of England: Money, Power and Influence, 1694–1994*, ed. Richard Roberts and David Kynaston, 19–55. Oxford: Oxford University Press.
- "Labour Party Conference: Ed Miliband's speech in full." 2011. *Daily Telegraph*. September 27. [www.telegraph.co.uk/news/politics/ed-miliband/8791870/Labour-Party-Conference-Ed-Milibands-speech-in-full.html](http://www.telegraph.co.uk/news/politics/ed-miliband/8791870/Labour-Party-Conference-Ed-Milibands-speech-in-full.html), accessed March 8, 2013.
- Laeven, Luc. 2001. "Insider Lending and Bank Ownership: The Case of Russia." *Journal of Comparative Economics* 29: 207–229.
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia. 2010. "Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly." International Monetary Fund Working Paper 10/146.
- . 2012. "Systemic Banking Crises Database: An Update." International Monetary Fund Working Paper 12/163.
- Lamoreaux, Naomi R. 1991. "Bank Mergers in Late Nineteenth Century New England: The Contingent Nature of Structural Change." *Journal of Economic History* 51: 537–557.
- . 1994. *Insider Lending: Banks, Personal Connections, and Economic Development in Industrial New England*. New York: Cambridge University Press.
- Landes, David S. 1999. *The Wealth and Poverty of Nations: Why Some Are So Rich and Some So Poor*. New York: W. W. Norton.
- . 2000. *Revolution in Time: Clocks and the Making of the Modern World*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Lane, Carl. 1997. "For a 'Positive Profit': The Federal Investment in the First Bank of the United States, 1792–1802." *William and Mary Quarterly* 54: 601–612.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, and Guillermo Zamarripa. 2003. "Related Lending." *Quarterly Journal of Economics* 118: 231–268.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1997. "Legal Determinants of External Finance." *Journal of Finance* 52: 1131–1150.
- . 1998. "Law and Finance." *Journal of Political Economy* 106: 1113–1155.
- Law, John. 1705. "Money and Trade Considered." In *Great Bubbles*, ed. Ross B. Emmett, 1: 168–231. London: Pickering & Chatto.
- Leach, H. Derrick. 1969. "Canadian Chartered Banks." *Financial Analysts Journal* 25: 133–140.
- Lee, Soo Jin. 2010. "Performance Comparisons across Merger Cohorts: The US Banking Industry after Branching Deregulation." Working Paper, Columbia University.

- Lces, Francis A., James M. Botts, and Rubens Penha Cysne. 1990. *Banking and Financial Deepening in Brazil*. New York: Palgrave Macmillan.
- Leff, Nathaniel. 1997. "Economic Development in Brazil, 1822–1913." In *How Latin America Fell Behind: Essays on the Economic Histories of Brazil and Mexico, 1800–1914*, ed. Stephen Haber, 34–64. Stanford: Stanford University Press.
- Levi, Darrel. 1987. *The Prados of São Paulo, Brazil: An Elite Family and Social Change, 1840–1930*. Athens: University of Georgia Press.
- Levi, Margaret. 1997. *Consent, Dissent, and Patriotism*. New York: Cambridge University Press.
- Levine, Ross, and Sara Zervos. 1998. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth." *American Economic Review* 88: 537–558.
- Lewis, Michael. 2010. *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*. New York: W. W. Norton.
- Libecap, Gary. 1998. "The Great Depression and the Regulating State: Federal Government Regulation of Agriculture, 1884–1970." In *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, ed. Michael D. Bordo, Claudia Goldin, and Eugene N. White, 181–226. Chicago: University of Chicago Press.
- Lichtblau, Eric. 2012. "Gingrich's Deep Ties to Fannie Mae and Freddie Mac." *New York Times*. February 3.
- Lindblom, Charles. 1977. *Politics and Markets: The World's Political-Economic Systems*. New York: Basic Books.
- Lindert, Peter H. 1994. "The Rise of Social Spending, 1880–1930." *Explorations in Economic History* 31: 1–37.
- . 2004. *Growing Public*, vol. 1, *The Story: Social Spending and Economic Growth since the Eighteenth Century*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Lindert, Peter H., and Jeffrey G. Williamson. Forthcoming. "American Incomes before and after the Revolution." *Journal of Economic History*.
- Lipset, Seymour Martin. 1960. *Political Man: the Social Bases of Politics*. Garden City, NY: Anchor Books.
- Lobo, Eulália Maria Lahmeyer. 1978. *História do Rio de Janeiro: Do capital comercial ao capital industrial e financeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC.
- Lockhart, James. 1972. *Men of Cajamarca: Social and Biographical Study of the First Conquerors of Peru*. Austin: University of Texas Press.
- Lucinda, Cláudio. 2010. "Competition in the Brazilian Loan Market: An Empirical Analysis." *Estudos econômicos* 40: 831–858.
- Ludlow, Leonor. 1985. "La construcción de un banco: El Banco Nacional de México, 1881–1884." In *Banca y poder en México, 1800–1925*, ed. Leonor Ludlow and Carlos Marichal, 299–346. Mexico: Grijalbo.
- . 2003. "El Banco Mercantil de Veracruz, 1898–1906." In *La banca regional en México, 1870–1930*, ed. Mario Cerutti and Carlos Marichal, 134–167. Mexico: Fondo de Cultura Económica.
- Luna Argudín, María. 2006. *El congreso y la política mexicana, 1857–1911*. Mexico: Colegio de México and Fondo de Cultura Económica.
- Mackey, Michael W. 1999. "Report of Michael W. Mackey on the Comprehensive Evaluation of the Operations and Function of the Fund for the Protection of Bank Savings (FOBAPROA) and the Quality of Supervision of the FOBAPROA Program, 1995–1998." Unpublished report.
- Maddison, Angus. 2001. *The World Economy: A Millennial Perspective*. Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development.

ЛИТЕРАТУРА

- Magaloni, Beatriz. 2006. *Voting for Autocracy: The Politics of Party Hegemony and its Demise in Mexico*. New York: Cambridge University Press.
- Majewski, John. 2004. "Jeffersonian Political Economy and Pennsylvania's Financial Revolution from below, 1800–1820." Mimeo.
- Marchant, Anyda. 1965. *Viscount Mauá and the Empire of Brazil: A Biography of Irineu Evangelista de Sousa, 1813–1889*. Berkeley: University of California Press.
- Marichal, Carlos. 1985. "El nacimiento de la Banca Mexicana en el contexto latinoamericano: problemas de periodización." In *Banca y poder en México, 1800–1925*, ed. Leonor Ludlow and Carlos Marichal, 231–266. Mexico: Grijalbo.
- . 2002. "The Construction of Credibility: Financial Market Reform and the Renegotiation of Mexico's External Debt in the 1880s." In *The Mexican Economy, 1870–1930: Essays on the Economic History of Institutions, Revolution, and Growth*, ed. Jeff L. Bortz and Stephen Haber, 93–120. Stanford: Stanford University Press.
- Markiewicz, Dana. 1993. *The Mexican Revolution and the Limits of Agrarian Reform, 1915–1946*. Boulder, CO: Lynne Rienner.
- Marks, Bruce. 1998. "NACA, National Non-profit Activist Group, Testifies in Support of the NationsBank Merge with Bank of America." [www.federalreserve.gov/bankinforeg/publicmeetings/19980709\\_Panel5.PDF](http://www.federalreserve.gov/bankinforeg/publicmeetings/19980709_Panel5.PDF), accessed May 23, 2013.
- . n.d. "Testimony of Bruce Marks, Chief Executive Officer, Neighborhood Assistance Corporation of America (NACA)." House Committee on Financial Services. <http://archives.financialservices.house.gov/banking/91200mar.pdf>, accessed October 29, 2012.
- Marshall, Monty, and Keith Jagers. 2011. "Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800–2011." Data set available at [www.systemicpeace.org/inscr/inscr.htm](http://www.systemicpeace.org/inscr/inscr.htm).
- Marsilio, Claudio. 2013. "Genoese Finance, 1348–1700." In *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, vol. 1, *Globalization of Finance: An Historical View*, ed. Gerard Caprio, 123–32. London: Elsevier.
- Martin, Stephen, and David Parker. 1995. "Privatization and Economic Performance throughout the UK Business Cycle." *Managerial and Decision Economics* 16: 225–237.
- Martínez, Javier, and Alvaro Díaz. 1996. *Chile: The Great Transformation*. Geneva: United Nations Institute for Social Development.
- Martínez Peria, María Soledad, and Sergio L. Schmukler. 2001. "Do Depositors Punish Banks for Bad Behavior? Market Discipline, Deposit Insurance, and Banking Crisis." *Journal of Finance* 56: 1029–1051.
- Mason, Joseph R., and Joshua Rosner. 2007a. "How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions?" Mimeo.
- . 2007b. "Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions." Mimeo.
- Matthews, Philip W. 1921. *The Bankers' Clearing House: What It Is and What It Does*. London: Sir I. Pitman.
- Matutes, Carmen, and Xavier Vives. 2000. "Imperfect Competition, Risk Taking, and Regulation in Banking." *European Economic Review* 44: 1–34.
- Maurer, Noel. 2002. *The Power and the Money: The Mexican Financial System, 1876–1932*. Stanford: Stanford University Press.
- Maurer, Noel, and Andrei Gombert. 2004. "When the State is Untrustworthy: Public Finance and Private Banking in Porfirian Mexico." *Journal of Economic History* 64: 1087–1107.

- Maurer, Noel, and Stephen Haber. 2007. "Related Lending and Economic Performance: Evidence from Mexico." *Journal of Economic History* 67: 551–581.
- May, Thomas E. 1896. *The Constitutional History of England since the Accession of George the Third: 1760–1860*. 3 vols. London: Longmans, Green.
- Mayer, Christopher, Karen Pence, and Shane M. Sherlund. 2009. "The Rise in Mortgage Defaults." *Journal of Economic Perspectives* 23: 27–50.
- McCarty, Nolan, Keith T. Poole, and Howard Rosenthal. 2006. *Polarized America: The Dance of Ideology and Unequal Riches*. Cambridge, MA: MIT Press.
- . 2013. *Political Bubbles: Financial Crises and the Failure of American Democracy*. Princeton: Princeton University Press.
- McGrane, Reginald C. 1924. *The Panic of 1837: Some Financial Problems of the Jacksonian Era*. Chicago: University of Chicago Press.
- McGroarty, Patrick. 2013. "Somali Banking Starts from Ground Up." *Wall Street Journal*. April 21. <http://online.wsj.com/article/SB10001424127887324763404578433253051605678.html>.
- McInnis, Edgar. 1959. *Canada: A Political and Social History, Revised and Enlarged*. Toronto: Rinehart.
- McIvor, R. Craig. 1958. *Canadian Monetary, Banking, and Fiscal Development*. Toronto: Macmillan Co. of Canada.
- McKay, Collins. 2008. *The Duke of Queensberry and the Union of Scotland and England: James Douglas and the Act of Union of 1707*. London: Cambria Press.
- McKinnon, Ronald I. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution.
- McLean, Bethany. 2005. "The Fall of Fannie Mae." *Fortune*. January 24.
- . 2012. "The Meltdown Explanation That Melts Away." Reuters, March 19. <http://blogs.reuters.com/bethany-mclean/2012/03/19/the-meltdown-explanation-that-melts-away/>.
- McLean, Bethany, and Joe Nocera. 2010. *All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis*. Steamboat Springs, CO: Portfolio Publications.
- McQuerry, Elizabeth. 1999. "The Banking Sector Rescue in Mexico." *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review* 84 (3): 14–29.
- Meltzer, Allan H. 2003. *A History of the Federal Reserve*, vol. 1, 1913–1951. Chicago: University of Chicago Press.
- Meltzer, Allan H., and Scott F. Richard. 1981. "A Rational Theory of the Size of Government." *Journal of Political Economy* 89: 914–927.
- Merton, Robert C. 1977. "An Analytic Derivation of the Cost of Deposit Insurance and Loan Guarantees: An Application of Modern Option Pricing Theory." *Journal of Banking & Finance* 1: 3–11.
- Mexico. INEGI (Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática). n.d. *Estadísticas históricas de México*. <http://biblioteca.itam.mx/recursos/ehm.html>, accessed March 18, 2013.
- . 2009. *Estadísticas históricas de México*. Mexico City: INEGI.
- Mexico. Secretaría del Estado y del Despacho de Hacienda y Crédito Público y Comercio. 1913. *Anuario de estadística fiscal, 1912–13*. Mexico, D.F.: Imprenta del Gobierno.
- Meyer Cosío, Rosa María. 1985. "Empresarios, crédito, y especulación." In *Banca y poder en México, 1800–1925*, ed. Leonor Ludlow and Carlos Marichal, 99–118. Mexico: Grijalbo.
- Mian, Atif, Amir Sufi, and Francesco Trebbi. 2010a. "The Political Economy of the Subprime Mortgage Credit Expansion." National Bureau of Economic Research Working Paper 16 107.

ЛИТЕРАТУРА

- . 2010b. “The Political Economy of the U.S. Mortgage Default Crisis.” *American Economic Review* 100: 1967–1998.
- Minsky, Hyman P. 1975. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press.
- Miron, J. 1986. “Financial Panics, the Seasonality of the Nominal Interest Rate, and the Founding of the Fed.” *American Economic Review* 76: 125–140.
- Mitchell, Wesley C. 1903. *A History of the Greenbacks: With Special Reference to the Economic Consequences of their Issue; 1862–65*. Chicago: University of Chicago Press.
- Mitton, Todd. 2002. “A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis.” *Journal of Financial Economics* 64: 215–241.
- Moggridge, Donald E. 1972. *British Monetary Policy, 1924–1931: The Norman Conquest of \$4.86*. London: Cambridge University Press.
- Mokyr, Joel. 1990. *The Lever of Riches: Technological Creativity and Economic Progress*. New York: Oxford University Press.
- Moody’s Investors Service. 2008. *Global Bank Rating Methodology: Transparent/Predictive/Consistent*. [www.moody.com/sites/products/TopicAttachments/GBRM/Global\\_Bank\\_Rating\\_Methodology\\_Brochure.pdf](http://www.moody.com/sites/products/TopicAttachments/GBRM/Global_Bank_Rating_Methodology_Brochure.pdf), accessed August 1, 2013.
- Moore, Barrington. 1966. *Social Origins of Dictatorship and Democracy: Lord and Peasant in the Making of the Modern World*. Boston: Beacon.
- Morgan, Donald P., Bertrand Rime, and Philip E. Strahan. 2004. “Bank Integration and State Business Cycles.” *Quarterly Journal of Economics* 119: 1555–1584.
- Morgan, Edmund S. 1975. *American Slavery, American Freedom: The Ordeal of Colonial Virginia*. New York: W. W. Norton.
- Morgenson, Gretchen. 2011. “Slapped Wrists at WaMu.” *New York Times*. December 17. [www.nytimes.com/2011/12/18/business/in-a-wamu-settlement-with-the-fdic-slapped-wrists.html?ref=washingtonmutualinc](http://www.nytimes.com/2011/12/18/business/in-a-wamu-settlement-with-the-fdic-slapped-wrists.html?ref=washingtonmutualinc).
- Morgenson, Gretchen, and Joshua Rosner. 2011. *Reckless Endangerment: How Outsized Ambition, Greed, and Corruption Led to Economic Armageddon*. New York: Henry Holt.
- Morris, Ian. 2011. *Why the West Rules—for Now: The Patterns of History, and What They Reveal about the Future*. New York: Farrar, Straus and Giroux.
- Morton, Walter A. 1978. *British Finance, 1930–1940*. Madison: University of Wisconsin Press.
- Moss, David, and Sarah Brennan. 2004. “Regulation and Reaction: The Other Side of Free Banking in Antebellum New York.” Harvard Business School Working Paper 04-038.
- Munn, Charles W. 1981. *The Scottish Provincial Banking Companies, 1747–1864*. Edinburgh: John Donald Publishers.
- Munro, John H. 2013. “Rentes and the European Financial Revolution.” In *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, vol. 1, *Globalization of Finance: An Historical View*, ed. Gerard Caprio, 235–245. London: Elsevier.
- Murillo, José Antonio. 2002. “La banca en México: Privatización, crisis, y reordenamiento.” Banco de México Working Paper.
- . 2005. “La banca después de la privatización: Auge, crisis y reordenamiento.” In *Cuando el estado se hizo banquero: consecuencias de la nacionalización bancaria en México*, ed. Gustavo del Angel-Mobarak, Carlos Bazdresch, and Francisco Suárez Dávila, 247–304. Mexico City: Fondo de Cultura Económica.
- Murphy, Anne L. 2009. *The Origins of English Financial Markets: Investment and Speculation before the South Sea Bubble*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Musacchio, Aldo. 2009a. “Drawing Links between Corporate Governance and Networks: Bankers in the Corporate Networks of Brazil, Mexico, and the United States circa 1910.” *Entreprises et histoire* 54: 16–36.



- . 2009b. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882–1950*. Cambridge: Cambridge University Press.
- NACA (Neighborhood Assistance Corporation of America). n.d. “Purchase Program.” [www.nacalynx.com/nacaWeb/purchase/purchaseProgram.aspx?language=9](http://www.nacalynx.com/nacaWeb/purchase/purchaseProgram.aspx?language=9), accessed October 29, 2012.
- Nader, Ralph. 2001. “How Fannie and Freddie Influence the Political Process.” In *Servicing Two Masters, yet Out of Control: Fannie Mae and Freddie Mac*, ed. Peter J. Wallison, 110–119. Washington DC: AEI Press.
- Nakane, Márcio, and Daniela Weintraub. 2005. “Bank Privatization and Productivity: Evidence for Brazil.” *Journal of Banking and Finance* 29: 2259–2289.
- Nathan, Alli, and Edwin H. Neave. 1989. “Competition and Contestability in Canada’s Financial System: Empirical Results.” *The Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d’économique* 22: 576–594.
- National Community Reinvestment Coalition 2007a. *CRA Manual*. [www.community-wealth.org/\\_pdfs/tools/cdfis/tool-nrcr-cra-manual.pdf](http://www.community-wealth.org/_pdfs/tools/cdfis/tool-nrcr-cra-manual.pdf), accessed March 21, 2013.
- . 2007b. *CRA Commitments*. [http://community-wealth.org/\\_pdfs/articles-publications/cdfis/report-silver-brown.pdf](http://community-wealth.org/_pdfs/articles-publications/cdfis/report-silver-brown.pdf), accessed March 21, 2013.
- Neal, Larry. 1990. *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*. New York: Cambridge University Press.
- . 1998. “The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System.” *Review, Federal Reserve Bank of St. Louis*. 80: 53–76.
- Neal, Larry, and Stephen Quinn. 2001. “Networks of Information, Markets, and Institutions in the Rise of London as a Financial Center, 1660–1720.” *Financial History Review* 8: 7–26.
- Neal, Larry, and Eugene N. White. 2012. “The Glass-Steagall Act in Historical Perspective.” *Quarterly Review of Economics and Finance* 52: 104–13.
- Negrin, José Luis. 2000. “Mecanismos para compartir información crediticia: Evidencia internacional y la experiencia mexicana.” Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, Working Paper no. 2000–05. Mexico City: Banco de México.
- Ness, Walter P. 2000. “Reducing Government Bank Presence in the Brazilian Financial System: Why and How.” *Quarterly Review of Economics and Finance* 40: 71–84.
- Neufeld, Edward P. 2001. “Adjusting to Globalization: Challenges for the Canadian Banking System.” In *The State of Economics in Canada: Festschrift in Honour of David Slater*, ed. Patrick Grady and Andrew Sharpe, 325–351. Ottawa: Center for the Study of Living Standards.
- Ng, Kenneth. 1988. “Free Banking Laws and Barriers to Entry in Banking, 1838–1860.” *Journal of Economic History* 48: 877–889.
- Nichols, Mark W., and Jill M. Hendrickson. 1997. “Profit Differentials between Canadian and U.S. Commercial Banks: The Role of Regulation.” *Journal of Economic History* 57: 674–696.
- North, Douglass C., and Barry R. Weingast. 1989. “Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in 17th Century England.” *Journal of Economic History* 49: 803–832.
- Nourse, Edwin G., Joseph S. Davis, and John D. Black. 1937. *Three Years of the Agricultural Adjustment Administration*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor. 2004. *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*. Cambridge: Cambridge University Press.
- O’Halloran, Sharyn, and Geraldine McAllister. 2012. “Delegation and the Regulation of Finance in the United States since 1950.” Mimeo.

ЛИТЕРАТУРА

- O'Hara, Maureen, and Wayne Shaw. 1990. "Deposit Insurance and Wealth Effects: The Value of Being 'Too Big to Fail.'" *Journal of Finance* 45: 1587–1600.
- Olson, Mancur. 1965. *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Olveda, Jaime. 2003. "Bancos y banqueros en Guadalajara." In *La banca regional en México, 1870–1930*, ed. Mario Cerutti and Carlos Marichal, 291–320. Mexico City: Fondo de Cultura Económica.
- Oñate, Abdiel. 1998. "La crisis de 1907–1908 y el sistema bancario mexicano." In *La banca en México, 1820–1920*, ed. Leonor Ludlow and Carlos Marichal, 181–200. Mexico City: Instituto Mora.
- O'Rourke, Kevin H., and Jeffrey G. Williamson. 2000. *Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth-Century Atlantic Economy*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Pak, Susie J. 2013. *Gentlemen Bankers: The World of J. P. Morgan*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Park, Haelim. 2012. "The Conservatism of British Banks in the Interwar Period Re-examined." Mimeo.
- Patrick, Hugh T. 1967. "Japan, 1868–1914." In Rondo E. Cameron, with the collaboration of Olga Crisp, Hugh T. Patrick, and Richard Tilly, *Banking in the Early Stages of Industrialization*, 239–289. New York: Oxford University Press.
- Patterson, Edward Lloyd Stewart. 1917. *Banking Principles and Practice*. New York: Alexander Hamilton Institute.
- Pei, Minxin. 2006. *China's Trapped Transition: The Limits of Developmental Autocracy*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Peláez, Carlos Manuel. 1975. "The Establishment of Banking Institutions in a Backward Economy: Brazil, 1800–1851." *Business History Review* 49: 446–472.
- Peláez, Carlos Manuel, and Wilson Suzigan. 1976. *Historia monetária do Brasil: Análise da política, comportamento e instituições monetárias*. Brasília: Editora Universidade de Brasília.
- Perkins, Edwin. 1987. "Lost Opportunities for Compromise in the Bank War: A Reassessment of Jackson's Veto Message." *Business History Review* 61: 531–550.
- . 1994. *American Public Finance and Financial Services, 1700–1815*. Columbus: Ohio State University Press.
- Petersen, Mitchell, and Raghuram G. Rajan. 2002. "Does Distance Still Matter? The Information Revolution in Small Business Lending." *Journal of Finance* 57: 2533–2570.
- Pezzolo, Luciano. 2013. "Venetian Finance, 1400–1797." In *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, vol. 1, *Globalization of Finance: An Historical View*, ed. Gerard Caprio, 301–317. London: Elsevier.
- Philippovich, Eugen von. 1911. *History of the Bank of England and Its Financial Services to the State*. Washington, DC: National Monetary Commission, 61st Congress, 2nd Session, Senate Document 591.
- Phillips, John A., and Charles Wetherell. 1995. "The Great Reform Act of 1832 and the Political Modernization of England." *American Historical Review* 100: 411–436.
- Pincus, Steve. 2009. *1688: The First Modern Revolution*. New Haven: Yale University Press.
- Pinto, Edward J. 2011. "Government Housing Policies in the Lead-up to the Financial Crisis: A Forensic Study." American Enterprise Institute. [www.aei.org/files/2011/02/05/Pinto-Government-Housing-Policies-in-the-Lead-up-to-the-Financial-Crisis-Word-2003-2.5.11.pdf](http://www.aei.org/files/2011/02/05/Pinto-Government-Housing-Policies-in-the-Lead-up-to-the-Financial-Crisis-Word-2003-2.5.11.pdf), accessed March 21, 2013.

- Pinto, Edward J., and Peter Wallison. 2011. "Why the Left is Losing the Argument over the Financial Crisis." *The American: The Online Magazine of the American Enterprise Institute*. December 27. [www.american.com/archive/2011/december/why-the-left-is-losing-the-argument-over-the-financial-crisis](http://www.american.com/archive/2011/december/why-the-left-is-losing-the-argument-over-the-financial-crisis), accessed August 1, 2013.
- Plumb, John H. 1967. *The Growth of Political Stability in England: 1675–1725*. London: Macmillan.
- Potash, Robert A. 1983. *Mexican Government and Industrial Development in the Early Republic: The Banco de Avio*. Amherst: University of Massachusetts Press.
- Prasad, Eswar, and Shang-Jin Wei. 2007. "Understanding the Structure of Cross-Border Capital Flows: The Case of China." In *China's Financial Transition at a Crossroads*, ed. Charles W. Calomiris, 144–192. New York: Columbia University Press.
- Pressnell, Leslie S. 1956. *Country Banking in the Industrial Revolution*. Oxford: Clarendon Press.
- Prins, Nomi. 2009. *It Takes a Pillage: Behind the Bailouts, Bonuses, and Backroom Deals from Washington to Wall Street*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons.
- Qjan, Yingyi, and Barry R. Weingast. 1997. "Federalism as a Commitment to Preserving Market Incentives." *Journal of Economic Perspectives* 11: 83–92.
- Quinn, Stephen. 1997. "Goldsmith-Banking: Mutual Acceptances and Inter-banker Clearing in Restoration London." *Explorations in Economic History* 34: 411–432.
- . 2008. "Securitization of Sovereign Debt: Corporations as a Sovereign Debt Restructuring Mechanism in Britain, 1694 to 1750." Mimeo.
- . 2013. "Dutch Bank Finance, 1600–1800." In *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, vol. 1, *Globalization of Finance: An Historical View*, 64–72, ed. Gerard Caprio. London: Elsevier.
- Quinn, Stephen, and William Roberds. 2009. "An Economic Explanation of the Early Bank of Amsterdam, Debasement, Bills of Exchange, and the Emergence of the First Central Bank." In *The Origin and Development of Financial Markets and Institutions from the Seventeenth Century to the Present*, ed. Jeremy Atack and Larry Neal, 32–70. Cambridge: Cambridge University Press.
- . 2010. "How Amsterdam Got Fiat Money." Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2010–2017.
- Quintyn, Marc, and Geneviève Verdier. 2010. "'Mother, Can I Trust the Government?' Sustained Financial Deepening: A Political Institutions View." International Monetary Fund Working Paper 10/210.
- Rajan, Raghuram G. 2010. *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton: Princeton University Press.
- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales. 1998. "Financial Dependence and Growth." *American Economic Review* 88: 559–586.
- Rajan, Uday, Amit Seru, and Vikrant Vig. 2010. "Statistical Default Models and Incentives." *American Economic Review* 100: 506–510.
- Ramirez, Carlos D. 1995. "Did J. P. Morgan's Men Add Liquidity? Corporate Investment, Cash Flow, and Financial Structure at the Turn of the Twentieth Century." *Journal of Finance* 50: 661–678.
- . 1999. "Did Glass-Steagall Increase the Cost of External Finance for Corporate Investment? Evidence from Bank and Insurance Company Affiliations." *Journal of Economic History* 59: 372–396.
- . 2002. "Did Banks' Security Affiliates Add Value? Evidence from the Commercial Banking Industry during the 1920s." *Journal of Money, Credit and Banking* 34: 393–411.

ЛИТЕРАТУРА

- Ramirez, P., and F. Rosende. 1992. "Responding to Collapse: The Chilean Banking Legislation after 1983." In *If Texas Were Chile: A Primer on Banking Reform*, ed. Philip Brock, 193–216. San Francisco: Institute for Contemporary Studies.
- Ramseyer, J. Mark, and Frances M. Rosenbluth. 1998. *The Politics of Oligarchy: Institutional Choice in Imperial Japan*. New York: Cambridge University Press.
- Ratnovski, Lev, and Rocco Huang. 2009. "Why Are Canadian Banks More Resilient?" IMF Working Paper 09/152.
- Razo, Armando. 2008. *Social Foundations of Limited Dictatorship: Networks and Private Protection during Mexico's Early Industrialization*. Stanford: Stanford University Press.
- Redish, Angela. 1984. "Why Was Specie Scarce in Colonial Economies? An Analysis of the Canadian Currency, 1796–1830." *Journal of Economic History* 44: 713–728.
- . 2003. "The Mortgage Market in Upper Canada: Window on a Pioneer Economy." In *Finance, Intermediaries, and Economic Development*, ed. Stanley Engerman, Philip Hoffman, Jean-Laurent Rosenthal, and Kenneth Sokoloff, 111–131. Cambridge: Cambridge University Press.
- Reid, Margaret. 1982. *The Secondary Banking Crisis, 1973–1975: Its Causes and Course*. London: Macmillan.
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- . 2011. "From Financial Crash to Debt Crisis." *American Economic Review* 101: 1676–1706.
- Reynolds, Clark W. 1970. *The Mexican Economy: Twentieth-Century Structure and Growth*. New Haven: Yale University Press.
- Richards, R. D. 1958. *The Early History of Banking in England*. London: Frank Cass.
- Richardson, Gary, and William Troost. 2006. "Monetary Intervention Mitigated Banking Panics during the Great Depression: Quasi-Experimental Evidence from the Federal Reserve District Border in Mississippi, 1929 to 1933." National Bureau of Economic Research Working Paper 12 591.
- Riefler, Winfield W. 1930. *Money Rates and Money Markets in the United States*. New York: Harper and Brothers.
- Riesser, Jacob. 1911. *The Great German Banks and their Concentration, in Connection with the Economic Development of Germany*. Washington, DC: U.S. Government Printing Office.
- Riguzzi, Paolo. 2002. "The Legal System, Institutional Change, and Financial Regulation in Mexico, 1870–1910: Mortgage Contracts and Long Term Credit." In *The Mexican Economy, 1870–1930*, ed. Jeffrey Bortz and Stephen Haber, 120–60. Stanford: Stanford University Press.
- Riker, William H. 1982. *Liberalism against Populism: A Confrontation between the Theory of Democracy and the Theory of Social Choice*. San Francisco: W. H. Freeman.
- Roberts, Richard O. 1958. "Bank of England Branch Discounting, 1826–1859." *Economica* 25: 230–245.
- Roberts, Richard, Brian Reading, and Leigh Skene. 2009. "Sovereign Rescues: How the Forgotten Financial Crisis of 1914 Compares with 2008–2009." London: Lombard Street Research.
- Robinson, James A. 2006. "Debt Repudiation and Risk Premia: The North-Weingast Thesis Revisited." Mimeo.
- Rockoff, Hugh. 1974. "The Free Banking Era: A Reexamination." *Journal of Money, Credit, and Banking* 6: 141–167.
- . 1984. *Drastic Measures: A History of Wage and Price Controls in the United States*. New York: Cambridge University Press.

- . 1985. "New Evidence on Free Banking in the United States." *American Economic Review* 75: 886–889.
- . 2000. "Banking and Finance, 1789–1914." In *The Cambridge Economic History of the United States*, ed. Stanley Engerman and Robert Gallman, 643–684. New York: Cambridge University Press.
- Rodden, Jonathan A. 2006. *Hamilton's Paradox: The Promise and Peril of Fiscal Federalism*. New York: Cambridge University Press.
- Rodríguez López, María Guadalupe. 2003. "Paz y bancos en Durango durante el Porfiriato." In *La banca regional en Mexico, 1870–1930*, ed. Mario Cerutti and Carlos Marichal, 254–290. Mexico City: Fondo de Cultura Económica.
- Romer, Thomas, and Barry R. Weingast. 1991. "Political Foundations of the Thrift Debacle." In *Politics and Economics in the 1980s*, ed. Alberto Alesina and Geoffrey Carliner, 175–214. Chicago: University of Chicago Press.
- Romero Ibarra, María Eugenia. 2003. "El banco del estado de Mexico, 1897–1914." In *La banca regional en Mexico, 1870–1930*, ed. Mario Cerutti and Carlos Marichal, 216–51. Mexico City: Fondo de Cultura Económica.
- Rose, Jonathan, and Kenneth Snowden. 2012. "The New Deal and the Origins of the Modern American Real Estate Loan Contract in the Building and Loan Industry." Mimeo.
- Rothbard, Murray N. 2012. *The Panic of 1810: Reactions and Politics*. La Vergne, TN: BN Publishing.
- Rousseau, Peter L. 1999. "Finance, Investment, and Growth in Meiji-Era Japan." *Japan and the World Economy* 11: 185–198.
- . 2003. "Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth." *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 84: 81–105.
- Rousseau, Peter, and Richard Sylla. 2003. "Financial Systems, Economic Growth, and Globalization." In *Globalization in Historical Perspective*, ed. Michael Bordo, Alan Taylor, and Jeffrey Williamson, 373–413. Chicago: University of Chicago Press.
- . 2004. "Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth." *Explorations in Economic History* 42: 1–26.
- Rousseau, Peter L., and Paul Wachtel. 1998. "Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries." *Journal of Money, Credit, and Banking* 30: 657–678.
- Santarosa, Veronica A. 2012. "Financing Long-Distance Trade without Banks: The Joint Liability Rule and Bills of Exchange in 18th-Century France." Mimeo.
- Schlesinger, Jacob, and Michael Schroeder. 1999. "Law Requiring Banks to Aid Poor Is Being Attacked by Phil Gramm." *Wall Street Journal*. July 27.
- Schularick, Moritz, and Alan M. Taylor. 2012. "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008." *American Economic Review* 102: 1029–1061.
- Schulz, John. 2008. *The Financial Crisis of Abolition*. New Haven: Yale University Press.
- Schuster, Felix. 1923. *The Bank of England and the State*. London: Longmans, Green.
- Schwartz, Anna Jacobson. 1947. "The Beginning of Competitive Banking in Philadelphia, 1782–1809." *Journal of Political Economy* 55: 417–431.
- . 1992. "The Misuse of the Fed's Discount Window." *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 74: 58–69.
- Schweikart, Larry. 1987. *Banking in the American South from the Age of Jackson to Reconstruction*. Baton Rouge: Louisiana State University Press.
- . 1988. "Jacksonian Ideology, Currency Control, and 'Central Banking': A Reappraisal." *Historian* 51: 78–102.

ЛИТЕРАТУРА

- Seiler, Robin. 2001. "Estimating the Value and Allocation of Federal Subsidies." In *Serving Two Masters, yet Out of Control: Fannie Mae and Freddie Mac*, ed. Peter J. Wallison, 8–39. Washington, DC: AEI Press.
- Shaffer, Sherrill. 1993. "A Test of Competition in Canadian Banking." *Journal of Money, Credit and Banking* 25: 49–61.
- Shaw, Edward S. 1973. *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Shaw, George Bernard. 1903. *Man and Superman*. New York: Brentano's.
- Sheppard, David K. 1971. *The Growth and Role of UK Financial Institutions, 1880–1962*. London: Routledge.
- Sherman, Jill. 2013. "Buyers of New Homes Boosted by 95% Mortgage Guarantee." *Times*. March 20. [www.thetimes.co.uk/tto/business/budget2013/article3717878.ece](http://www.thetimes.co.uk/tto/business/budget2013/article3717878.ece).
- Smith, Bruce D. 1985a. "American Colonial Monetary Regimes: The Failure of the Quantity Theory and Some Evidence in Favour of an Alternate View." *Canadian Journal of Economics* 18: 531–565.
- . 1985b. "Some Colonial Evidence on Two Theories of Money: Maryland and the Carolinas." *Journal of Political Economy* 93: 1178–1211.
- Smith, Peter H. 1991. "Mexico since 1946: Dynamics of an Authoritarian Regime." In *Mexico since Independence*, ed. Leslie Bethell, 321–396. New York: Cambridge University Press.
- Sola, Lourdes, Christopher da Cunha Bueno Garman, and Moises S. Marques. 2001. "Central Bank Reform and Overcoming the Moral Hazard Problem: The Case of Brazil." *Brazilian Journal of Political Economy* 21: 40–64.
- Solt, Eric. 2009. "Standardizing the World Income Inequality Database." *Social Science Quarterly* 90: 231–42. Updated data set (version 3.1) available at <http://myweb.uiowa.edu/fsolt/swiid/swiid.html>.
- Sorkin, Andrew R. 2009. *Too Big to Fail*. New York: Penguin Group.
- Spooner, John D. 1979. "Smart People, Smart Money: Meet a Stockbroker's Round Table of Financial Sages." *Atlantic Monthly*. June.
- Spruyt, Hendrik. 1994. *The Sovereign State and Its Competitors*. Princeton: Princeton University Press.
- Stasavage, David. 2002. "Credible Commitment in Early Modern Europe: North and Weingast Revisited." *Journal of Law, Economics, and Organization* 18: 155–186.
- . 2003. *Public Debt and the Birth of the Democratic State: France and Great Britain, 1688–1789*. New York: Cambridge University Press.
- . 2007. "Partisan Politics and Public Debt: The Importance of the 'Whig Supremacy' for Britain's Financial Revolution." *European Review of Economic History* 11: 123–153.
- Statistics Canada. 1983. *Historical Statistics of Canada*. 2nd ed. Toronto: Statistics Canada.
- Stein, Stanley J. 1957. *The Brazilian Cotton Textile Manufacture: Textile Enterprise in an Underdeveloped Area*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- . 1958. *Vassouras: A Brazilian Coffee County*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Stevens, Donald Fithian. 1991. *Origins of Instability in Early Republican Mexico*. Durham, NC: Duke University Press.
- Stigler, George. 1971. "The Theory of Economic Regulation." *Bell Journal of Economics and Management Science* 2: 3–18.
- Stiglitz, Joseph E., Jonathan M. Orszag, and Peter R. Orszag. 2002. "Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-based Capital Standard." *Fannie Mae Papers* 1. 2.

- Strouse, Jean. 1999. *Morgan: American Financier*. New York: Random House.
- Stulz, Rene M. 2005. "The Limits of Financial Globalization." *Journal of Finance* 60: 1595–1638.
- Suárez Dávila, Francisco. 2010. *La reprivatización bancaria fracasada: Una tragedia nacional en tres actos*. Mexico: Centro de Estudios Espinosa Yglesias.
- Summerhill, William R. 2003. *Order against Progress: Government, Foreign Investment, and Railroads in Brazil, 1854–1913*. Stanford: Stanford University Press.
- . 2008. "Credible Commitment and Sovereign Default Risk: Two Markets and Imperial Brazil." In *Political Institutions and Financial Development*, ed. Stephen Haber, Douglass North, and Barry Weingast, 226–58. Stanford: Stanford University Press.
- Summerhill, William R. Forthcoming. *Inglorious Revolution: Political Institutions, Sovereign Debt, and Financial Underdevelopment in Imperial Brazil*. New Haven: Yale University Press.
- Sussman, Nathan, and Yishay Yafeh. 2006. "Institutional Reform, Financial Development, and Sovereign Debt: Britain 1690–1790." *Journal of Economic History* 66: 906–935.
- Swagel, Phillip. 2009. "The Financial Crisis: An Inside View." *Brookings Papers on Economic Activity* 40: 1–78.
- Swanson, W. W. 1914. "Present Problems in Canadian Banking." *American Economic Review* 4: 304–314.
- Sylla, Richard. 1975. *The American Capital Market, 1846–1914*. New York: Arno.
- . 2000. "Experimental Federalism: The Economics of American Government, 1789–1914." In *The Cambridge Economic History of the United States*, vol. 2, *The Long Nineteenth Century*, ed. S. L. Engerman and R. E. Gallman, 483–541, 924–930. Cambridge: Cambridge University Press.
- . 2008. "The Political Economy of Early U.S. Financial Development." In *Political Institutions and Financial Development*, ed. Stephen Haber, Douglass C. North, and Barry R. Weingast, 60–91. Stanford: Stanford University Press.
- Sylla, Richard, and Peter L. Rousseau. 2003. "Financial Systems, Economic Growth, and Globalization." In *Globalization in Historical Perspective*, ed. M. D. Bordo, A. M. Taylor, and J. G. Williamson, 373–413. Chicago: University of Chicago Press.
- . 2005. "Emerging Financial Markets and Early US Growth." *Explorations in Economic History* 42: 1–26.
- Sylla, Richard, John B. Legler, and John J. Wallis. 1987. "Banks and State Public Finance in the New Republic, 1790–1860." *Journal of Economic History* 47: 391–403.
- Taylor, Alan M. 1998. "On the Costs of Inward-Looking Development: Price Distortions, Growth, and Divergence in Latin America." *Journal of Economic History* 58: 1–28.
- Taylor, John B. 2009. *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Stanford: Hoover Institution Press.
- Temin, Peter. 1968. "The Economic Consequences of the Bank War." *Journal of Political Economy* 76: 257–274.
- Temin, Peter, and Hans-Joachim Voth. 2013. *Prometheus Shackled: Goldsmith Banks and England's Financial Revolution after 1700*. New York: Oxford University Press.
- Tenenbaum, Barbara A. 1986. *The Politics of Penury: Debts and Taxes in Mexico, 1821–1856*. Albuquerque: University of New Mexico Press.
- Theimer, Sharon, and Pete Yost. 2009. "Did ACORN Get Too Big for Its Own Good?" Associated Press. [www.msnbc.msn.com/id/32925682/ns/politics-more\\_politics/t/did-acorn-get-too-big-its-own-good/](http://www.msnbc.msn.com/id/32925682/ns/politics-more_politics/t/did-acorn-get-too-big-its-own-good/), accessed March 6, 2013.
- Thomas, William. 1978. *The Finance of British Industry, 1918–1976*. London: Methuen.

ЛИТЕРАТУРА

- Thorne, Roland G. 1986. *The History of Parliament*. London: Secker & Warburg.
- Thornton, Henry. 1802. *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. London: John Hatchard.
- Tilly, Charles. 1975. "Reflections on the History of European State-Making." In *The Formation of National States in Western Europe*, ed. Charles Tilly and Gabriel Ardant, 3–84. Princeton: Princeton University Press.
- . 1990. *Coercion, Capital and European States: AD 990–1992*. Cambridge, MA: Blackwell.
- Tilly, Richard H. 1966. *Financial Institutions and Industrialization in the Rhineland, 1815–1870*. Madison: University of Wisconsin Press.
- . 1967. "Germany." In Rondo E. Cameron, with the collaboration of Olga Crisp, Hugh T. Patrick, and Richard Tilly, *Banking in the Early Stages of Industrialization, 151–182*. New York: Oxford University Press.
- . 1982. "Mergers, External Growth, and Finance in the Development of Large Scale Enterprise in Germany, 1880–1913." *Journal of Economic History* 42: 629–658.
- . 1986. "Germany Banking, 1850–1914: Development Assistance for the Strong." *Journal of Economic History* 15: 113–152.
- . 1992. "An Overview of the Role of the Large German Banks up to 1914." In *Finance and Financiers in European History, 1880–1960*, ed. Youssef Cassis, 92–112. New York: Cambridge University Press.
- . 2010. "Banking Crises in Three Countries, 1800–1933: An Historical and Comparative Perspective." *Bulletin of the GHI* 46: 77–89.
- Tiratsoo, Nick, and Jim Tomlinson. 1998. *The Conservatism and Industrial Efficiency, 1951–1964: Thirteen Wasted Years?* London: Routledge.
- Tomlinson, Jim. 1994. "British Economic Policy since 1945." In *The Economic History of Britain since 1700*, ed. Roderick Floud and Deirdre McCloskey, 3: 255–283. Cambridge: Cambridge University Press.
- Topik, Steven. 1980. "State Enterprise in a Liberal Regime: The Banco do Brasil, 1905–1930." *Journal of Interamerican Studies and World Affairs* 22: 4.
- . 1987. *The Political Economy of the Brazilian State, 1889–1930*. Austin: University of Texas Press.
- Trevelyan, George M. 1922. *British History in the Nineteenth Century (1782–1901)*. London: Longmans, Green.
- Triner, Gail D. 2000. *Banking and Economic Development: Brazil, 1889–1930*. New York: Palgrave.
- Unal, Haluk, and Miguel Navarro. 1999. "The Technical Process of Bank Privatization in Mexico." *Journal of Financial Services Research* 16: 61–83.
- Uniform Law Conference of Canada. n.d. "Harmonization of the Federal Bank Act Security and the Provincial Secured Transaction Regimes." Uniform Law Conference of Canada. [www.ulcc.ca/en/cls/ppsa-bp1.html](http://www.ulcc.ca/en/cls/ppsa-bp1.html), accessed March 9, 2012.
- United States Bureau of Economic Analysis. Various dates. *Banking and Monetary Statistics*. Washington, DC.
- United States Bureau of the Census. 1975. *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*. Washington, DC: U.S. Government Printing Office.
- United States Department of the Treasury. 2008. *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*. Washington, DC: Department of the Treasury.
- United States General Accounting Office. 1996. *Financial Audit: Resolution Trust Corporation's 1995 and 1994 Financial Statements*. Washington, DC. July.
- United States House of Representatives. 2008. Committee on Oversight and Government Reform, 110th Congress, 2nd Session. "Hearing: The Role of Fannie Mae and Freddie Mac in the Financial Crisis." Serial Number 110–180.



- . 2010. Committee on Oversight and Government Reform. 111th Congress, Staff Report. "Follow the Money: ACORN, SEIU and Their Political Allies." February 18.
- United States Senate. 1828. *Reports of the Secretary of the Treasury of the United States Prepared in Obedience to the Act of the 10th May, 1800*. Washington, DC: Duff Green.
- . 1991. *Secondary Mortgage Markets and Redlining: Hearing before the Subcommittee on Consumer and Regulatory Affairs of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Second Congress, first session, February 28, 1991*. Washington, DC: U.S. Government Printing Office.
- . 2011. Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, Permanent Subcommittee on Investigations. "Wall Street and the Financial Crisis: The Anatomy of a Financial Collapse." April 13.
- Urdapilleta, Eduardo, and Constantinos Stephanou. 2009. "Banking in Brazil: Structure, Performance, Drivers, and Policy Implications." World Bank Policy Research Working Paper 4809.
- Valadão, Marcos Aurélio Pereira, and Ivo T. Gico Jr. 2009. "The (Not So) Great Depression of the 21st Century and Its Impact on Brazil." Catholic University of Brasilia Working Paper No. 0002/09.
- Velde, François. 2013. "John Law and His Experiment with France, 1715–1726." In *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, vol. 1, *Globalization of Finance: An Historical View*, ed. Gerard Caprio, 169–74. London: Elsevier.
- Vittas, Dimitri, Patrick Frazer, and Thymi Metaxas-Vittas. 1988. *The Retail Banking Revolution: An International Perspective*. London: Lafferty.
- Von Mettenheim, Kurt. 2006. "Still the Century of Government Savings Banks? The Caixa Econômica Federal." *Brazilian Journal of Political Economy* 26: 39–57.
- Vreeland, Edward B. 1910. *Interviews on the Banking and Currency Systems of Canada*. National Monetary Commission 61st Congress, 2nd Session, Senate Document 584.
- Walker, David. 1986. *Kinship, Business, and Politics: The Martinez del Rio Family in Mexico, 1824–1867*. Austin: University of Texas Press.
- Walker, Edmund. 1923. "Canadian Banking." *Annals of the American Academy of Political and Social Science* 107: 136–148.
- Wallis, John J., Richard Sylla, and Arthur Grinath. 2004. "Sovereign Debt and Repudiation: The Emerging-Market Debt Crisis in the United States, 1839–1843." National Bureau of Economic Research Working Paper 10 753.
- Wallis, John J., Richard Sylla, and John B. Legler. 1994. "The Interaction of Taxation and Regulation in Nineteenth-Century U.S. Banking." In *The Regulated Economy: A Historical Approach to Political Economy*, ed. Claudia Goldin and Gary Libecap, 121–144. Chicago: University of Chicago Press.
- Wallison, Peter J. 2001. *Serving Two Masters, yet Out of Control: Fannie Mae and Freddie Mac*. Washington, DC: AEI Press.
- . 2011. *Dissent from the Majority Report of the Financial Crisis Inquiry Commission*. Washington, DC: AEI Press.
- Wallison, Peter J., and Charles Calomiris. 2009. "The Last Trillion-Dollar Commitment: The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac." *Journal of Structured Finance* 15: 71–80.
- Wang, Ta-Chen. 2006. "Courts, Banks, and Credit Market in Early American Development." PhD diss., Stanford University.
- Washington Times*. 2009. "GOP Uses ACORN to Fight Redlining Law." October 12. [www.washingtontimes.com/news/2009/oct/12/gop-uses-acorn-fight-bank-redlining-law/print/](http://www.washingtontimes.com/news/2009/oct/12/gop-uses-acorn-fight-bank-redlining-law/print/).

ЛИТЕРАТУРА

- Weaver, S. Roy. 1913. "Canadian Banking Legislation." *Journal of Political Economy* 21: 136–142.
- Weicher, John C. 2001. "Setting GSE Policy through Charters, Laws, and Regulations." In *Serving Two Masters, yet Out of Control: Fannie Mae and Freddie Mac*, ed. Peter J. Wallison, 120–138. Washington, DC: AEI Press.
- Weingast, Barry R. 1995. "The Economic of Political Institutions: Market Preserving Federalism and Economic Development." *Journal of Law, Economics, and Organization* 11: 1–31.
- . 1997. "The Political Foundations of Democracy and the Rule of Law." *American Political Science Review* 91: 245–263.
- Wettereau, James O. 1942. "The Branches of the First Bank of the United States." *Journal of Economic History* 2: 66–100.
- Whale, P. Barrett. 1930. *Joint Stock Banking in Germany*. London: Macmillan.
- Wheelock, David C. 2006. "What Happens to Banks When House Prices Fall? U.S. Regional Housing Busts of the 1980s and 1990s." *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 88: 413–429.
- Wheelock, David C., and Paul Wilson. 2012. "Do Large Banks have Lower Costs? New Estimates of Returns to Scale for U.S. Banks." *Journal of Money, Credit, and Banking* 44: 171–199.
- White, Eugene N. 1983. *The Regulation and Reform of the American Banking System, 1900–1929*. Princeton: Princeton University Press.
- . 1984a. "Voting for Costly Regulation: Evidence from the Banking Referenda in Illinois, 1924." *Southern Economic Journal* 51: 1084–1098.
- . 1984b. "A Reinterpretation of the Banking Crisis of 1930." *Journal of Economic History* 44: 119–138.
- . 1985. "The Merger Movement in Banking, 1919–1933." *Journal of Economic History* 45: 285–291.
- . 1986. "Before the Glass–Steagall Act: An Analysis of the Investment Banking Activities of National Banks." *Explorations in Economic History* 23: 33–55.
- . 2011. "Implementing Bagehot's Rule in a World of Derivatives: The Banque de France as a Lender of Last Resort in the Nineteenth Century." In *Monetary and Banking History: Essays in Honour of Forrest Capie*, ed. Geoffrey Wood, Terence C. Mills, and Nicholas Crafts, 72–87. London: Routledge.
- White, Eugene N. Forthcoming. "Lessons from the Great American Real Estate Boom and Bust of the 1920s." In *Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective*, ed. Price Fishback, Kenneth Snowden, and Eugene N. White. Chicago: Chicago University Press.
- White, Horace. 1902. "Branch Banking: Its Economies and Advantages." *Sound Currency* 9: 51–64.
- White, Lawrence H. 1984. *Free Banking in Britain: Theory, Experience, and Debate, 1800–1845*. London: Cambridge University Press.
- White, Lawrence J. 1991. *The S&L Debacle: Public Policy Lessons for Bank and Thrift Regulation*. Oxford: Oxford University Press.
- . 1992. "The Community Reinvestment Act: Good Intentions Headed in the Wrong Direction." *Fordham Urban Law Journal* 20: 281–292.
- Wicker, Elmus. 1985. "Colonial Monetary Standards Contrasted: Evidence from the Seven Years' War." *Journal of Economic History* 45: 869–884.
- Wilcox, James A. 2009. "Underwriting, Mortgage Lending, and House Prices, 1996–2008." *Business Economics* 44: 189–200.
- Williamson, Steven. 1989. "Bank Failures, Financial Restrictions, and Aggregate Fluctuations: Canada and the United States, 1870–1913." *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* (Summer): 20–40.

- Willit, Virgil. 1930. *Selected Articles on Chain, Group and Branch Banking*. New York: H. W. Wilson.
- Winton, J. R. 1982. *Lloyds Bank 1918–1969*. Oxford: Oxford University Press. Wood, Gordon S. 1991. *The Radicalism of the American Revolution*. New York: Alfred A. Knopf.
- World Bank. 2012. “Financial Structure Dataset.” September 2012 update. [http://  
go.worldbank.org/X23UD9QUXo](http://go.worldbank.org/X23UD9QUXo).
- Wright, Gavin. 1986. *Old South, New South: Revolutions in the Southern Economy since the Civil War*. New York: Basic Books.
- Wurgler, Jeffrey. 2000. “Financial Markets and the Allocation of Capital.” *Journal of Financial Economics* 58: 187–214.
- Ziegler, Dieter. 1990. *Central Bank, Peripheral Industry: The Bank of England and the Provinces, 1826–1913*. Leicester: Leicester University Press.

Научное издание

**ЧАРЛЬЗ КАЛОМИРИС И СТИВЕН ХАБЕР**  
**НЕПРОЧНЫЕ ПО КОНСТРУКЦИИ**  
**Политические причины банковских кризисов**  
**и дефицита кредитов**

Главный редактор издательства ВАЛЕРИЙ АНАШВИЛИ  
Научный редактор издательства АРТЕМ СМИРНОВ  
Выпускающий редактор ЕЛЕНА ПОПОВА  
Корректор ЮЛИЯ БАНДУРИНА  
Дизайн обложки ВЛАДИМИР ВЕРТИНСКИЙ  
Верстка ЯРОСЛАВ АГЕЕВ

Издательство Института Гайдара  
125009, Москва, Газетный пер., д. 3-5, стр. 1



Подписано в печать 20.01.2017.  
Тираж 1000 экз. Формат 70×100/16  
Отпечатано в филиале «Чеховский печатный двор»  
АО «Первая образцовая типография»  
[www.chpd.ru](http://www.chpd.ru), тел. (499) 270-73-59.  
142300, г. Чехов, ул. Полиграфистов, 1.

Почему банковские системы в одних странах стабильны, а в других — нет? Соединенные Штаты пережили двенадцать системных банковских кризисов с 1840 года, тогда как в Канаде не было ни одного. Банковские системы Мексики и Бразилии переживали кризисы и при этом не предоставляли сколько-нибудь значительных кредитов населению и предприятиям. Анализируя несколько столетий политической и банковской истории Великобритании, Соединенных Штатов, Канады, Мексики и Бразилии, эта книга показывает, что хронические банковские кризисы и дефицит кредитов не были случайностью. Каломирис и Хабер соединяют политическую историю и экономику, показывая, как образуются коалиции политиков, банкиров и других групп, действующих в интересах определенных кругов, почему они сохраняются и как они проводят политику, которая определяет, кто станет банкиром, кто получит доступ к кредитам и кто заплатит за спасение банков.

#### НАПИСАНИЕ на ЗАКАЗ:

1. Дипломы, курсовые, рефераты, чертежи...
  2. Диссертации и научные работы
  3. Школьные задания
- Онлайн-консультации  
ЛЮБАЯ тематика, в том числе ТЕХНИКА  
Приглашаем авторов

[www.учебники.информ2000.рф/student-aspirant.shtml](http://www.учебники.информ2000.рф/student-aspirant.shtml)

УЧЕБНИКИ, ДИПЛОМЫ, ДИССЕРТАЦИИ -  
полные тексты

На сайте электронной библиотеки

[www.учебники.информ2000.рф](http://www.учебники.информ2000.рф)