



# Книга Новая парадигма финансовых рынков

## Мировой экономический кризис 2008 года и его уроки

Джордж Сорос  
Public Affairs, 2008  
Также есть на следующих языках: Английский

### Рецензия BooksInShort

Легендарный финансист Джордж Сорос обеспокоен. Финансовые рынки переживают самый тяжелый кредитный кризис со времен Великой депрессии, и от существующей системы представлений о механизме их работы пора отказаться. Новая парадигма, предлагаемая Соросом, основана на так называемой “теории рефлексивности”. В этом сочинении инвестор-миллиардер кратко излагает свою философию и взгляды на финансовые рынки, на причины и последствия нынешнего кризиса, на цикл подъемов и спадов, а также на поведение участников рынка. Стремясь увлечь читателя, Сорос сопровождает свой анализ рынка многочисленными примерами из собственного жизненного и профессионального опыта. Автор не скрывает своих политических взглядов, и демократы наверняка по достоинству оценят его критику в адрес администрации президента Буша. К недостаткам книги можно отнести склонность автора к повторам в теоретической аргументации, а также его пристрастие к финансовому сленгу, который может быть непонятен некоторым читателям (впрочем, автор и сам прекрасно знает об этом). Тем не менее, живая манера Джорджа Сороса и его колоссальный финансовый опыт, охватывающий более полувека, делают эту книгу особенной. По мнению *BooksInShort*, она может оказаться весьма полезной для руководителей, инвесторов и всех тех, кто изучает практические и теоретические аспекты деятельности финансовых рынков.

### Основные идеи

- Согласно существующей системе понятий, финансовые рынки стремятся к равновесию и являются саморегулируемыми.
- Эта позиция ошибочна, поэтому необходима новая модель, объясняющая реальные принципы функционирования финансовых рынков.
- Предлагаемая парадигма, “теория рефлексивности”, основана на том, что ход истории во многом определяется неверными предположениями и трактовками.
- Понятие “рефлексивность” отражает двустороннюю связь между представлениями о реальности и объективной реальностью.
- Теория рефлексивности противоречит классической экономической теории, которая допускает возможность абсолютного знания.
- Представления участников рынка по своей сути предвзяты и потому ошибочны.
- Искаженное понимание реальности влияет на рыночные цены.
- Мировая финансовая система испытывает кризис потому, что основана на ложных предпосылках.
- Истоки кризиса следует искать еще в 2000 году, когда лопнул пузырь доткомов.
- Текущий финансовый кризис, самый суровый со времен Великой депрессии, является результатом “супербума”, продолжавшегося более четверти века.

### Краткое содержание

#### Мировой финансовый кризис и его предпосылки

Нынешний финансовый кризис, самый суровый со времен 1930-х годов, явился следствием “супербума”, продолжавшегося более четверти века. В столь сложном положении мировая финансовая система оказалась во многом потому, что была построена на основе ошибочной парадигмы, утверждающей, что рынки стремятся к равновесию. Эта парадигма “несостоятельна и направляет нас по ложному пути”. В ее основе – теория

идеальной конкуренции и постулат о совершенном знании, которые весьма популярны среди участников рынка. Эти неверные предпосылки приводят к искаженному восприятию, которое влияет на цены и те фундаментальные принципы, которые эти цены должны отражать.

“Теория рефлексивности предлагает реальную альтернативу парадигме, господствующей в настоящее время. Если теория рефлексивности верна, это значит, что положение о стремлении финансовых рынков к равновесию является ложным, и наоборот”.

Таким образом, для понимания функционирования рынков необходима новая модель, делающая акцент на взаимосвязи между нашим мышлением и реальностью. Нужно признать, что ход истории во многом определяется неверными предположениями и толкованиями явлений. В отличие от традиционного подхода, теория рефлексивности Сороса утверждает, что заблуждения неизбежны и что при рассмотрении природы рынков следует учитывать воздействие этих заблуждений. В соответствии с этой теорией рынки, вопреки общепринятому мнению, не достигают равновесия и не являются саморегулируемыми.

“Действительность настолько сложна, что познать ее до конца невозможно”.

Текущий финансовый кризис представляет собой нечто большее, чем обвал в секторе недвижимости. Он начался в августе 2007 года, когда центральные банки Европы, США и Японии предприняли интервенции для поддержания ликвидности своих банковских систем. Корнями кризис уходит в 2000 год, когда лопнул интернет-пузырь, а вскоре после этого были совершены теракты 11 сентября 2001 года. Федеральная резервная система США (ФРС) ответила на эти события снижением ставок и вливанием в экономику “дешевых” денег, что в итоге и привело к возникновению пузыря на рынке недвижимости. Ипотечные кредиторы подстегнули рост – начался строительный бум, сопровождавшийся стремительным ростом цен на вторичном рынке. В начале 2000-х годов на фоне увеличения сегмента высокорискованной ипотеки на рынке появилось множество хедж-фондов. Выйдя за пределы сектора недвижимости, кризис со временем охватил многие рыночные сегменты, особенно те, в которых используются новые производные финансовые инструменты.

## Центральная идея

Проблема состоит в том, что господствующая теория рациональных ожиданий неправильно описывает принципы функционирования финансовых рынков. Проводить параллели между механизмами природных и социальных явлений в корне неверно.

“Рефлексивность вносит элемент неуверенности в мышление участников ситуации и элемент неопределенности в саму ситуацию”.

Наше понимание мира, наша когнитивная функция по своей сущности несовершенны. Взаимосвязь между восприятием участниками рынка финансовой ситуации и их попытками ее изменить вносит в развитие событий элемент неопределенности. Пытаясь повлиять на действительность через свою манипулятивную функцию, инвесторы попадают в такое положение, когда их представления перестают соответствовать реальности. Сорос называет эту ситуацию рефлексивной, подчеркивая идею взаимного влияния манипулятивной и когнитивной функций. Предложенное им понятие рефлексивности, относящееся сугубо к социуму, призвано отобразить двустороннюю связь между мышлением и реальностью. Такой подход учитывает то, что вопреки утверждениям экономистов участники рынка принимают решения не на основе совершенного знания, а на основе субъективных представлений о действительности, предвзятых взглядов и доминирующих предпочтений.

## Из “Автобиографии неудавшегося философа”

В 1947 году Джордж Сорос, переживший нацистскую оккупацию, эмигрировал в Англию из Венгрии, где к власти пришли коммунисты. Столкнувшись с безденежьем и трудностями в чужой стране, он торжественно пообещал себе никогда больше не впадать в нищету. В Лондонской школе экономики Сорос познакомился с трудами философа Карла Поппера, который оказал на него большое влияние. Под влиянием идей Поппера Сорос разработал концепцию рефлексивности, согласно которой участники рынка действуют, не обладая четкими и полными представлениями о ситуации. Не претендуя на научность, этот подход, однако, опровергает распространенные заблуждения и предлагает рассматривать финансовые явления с учетом участвующего в них человека, которому, как известно, свойственно ошибаться. Поскольку теория Сороса не позволяет строить какие-либо определенные прогнозы, ее автор не может с уверенностью сказать, в какой степени его финансовый успех является результатом его философской системы.

## Теория рефлексивности

Явление рефлексивности возникает в тех случаях, когда истинность высказывания основана на самом высказывании. Например, если вы говорите: “Идет дождь”, эта фраза сама по себе ничего не меняет – дождь все равно будет идти, произнесли вы ее или нет. А вот если вы заявите кому-нибудь: “Ты мне враг”, уже сам факт такого высказывания может сделать его истинным. Понятие рефлексивности раскрывает искаженность призыва, сквозь которую философы и ученые смотрят на мир. Они сосредотачиваются прежде всего на когнитивной функции и потому совершают ошибки. Концепция рефлексивности говорит о том, что мышлению участников рынка присуща неопределенность и что все культуры основаны на “продуктивных ошибочных суждениях”, которые могут приводить к пагубным последствиям. В то время как Поппер лишь допускает, что участники рынка могут ошибаться, Сорос идет дальше и утверждает, что они “не могут не ошибаться”. Согласно этой концепции, которую автор называет “постулатом всеобщей подверженности ошибкам”, ложные представления не просто существуют, но и влияют на ход истории. “Всеобщая подверженность ошибкам” и “продуктивные ошибочные суждения” – ключевые элементы теории Сороса. По его мнению, они должны заменить собой теоретические положения о стремлении к равновесию и о рациональных ожиданиях, которые не соответствуют действительности.

## Явление рефлексивности на финансовых рынках

На примере рынков можно продемонстрировать, что рефлексивные процессы существуют и важны в историческом плане. Роль ожиданий применительно к финансовым рынкам вполне ясна, однако Сорос убедительно показывает несостоятельность теории рациональных ожиданий. Действуя в условиях несовершенного знания, участники рынка становятся жертвами непредвиденных последствий, таких как переоценка акций.

В качестве иллюстрации он использует бум конца 1960-х годов, с которым связан его первый крупный финансовый успех. Бум возник в новом сегменте конгломератов под влиянием характерного для старой парадигмы заблуждения – уверенности в том, что оценка стоимости компаний должна основываться на показателях роста прибыли в расчете на акцию, независимо от того, каким путем эта прибыль получена. Когда котировки акций этих компаний упали, обнаружилась колоссальная пропасть между действительностью и ожиданиями.

“По отношению к финансовым рынкам, где ожидания играют важную роль, тезис об их стремлении к равновесию не соответствует действительности”.

Согласно Соросу, все этапы цикла “подъем-спад” объясняются непониманием или заблуждением. После медленного старта начинается постепенное ускорение, за которым следует этап бума. Затем наступает “момент истины”, и наконец, после периода неопределенности происходит катастрофический обвал. Но в этом есть и положительная сторона – периодические кризисы финансовой системы приводят к реформам в сфере регулирования рынков.

## Гипотеза о сверхпузыре

Нынешний кризис совсем не похож на периодические спады, наблюдавшиеся в различных участках финансовой системы с 1980-х годов. Этот кризис (объединяющий пузырь на рынке жилья и “долгосрочный сверхпузырь”) поставил всю финансовую систему на грань полного крушения. Пузырь на американском рынке недвижимости возник после того, как в 2000 году лопнул пузырь высоких технологий, а ФРС снизила ставку рефинансирования. При этом развитие жилищного пузыря полностью соответствовало соросовской модели подъема-спада. Основой для возникновения этого пузыря стала ложная предпосылка о том, что мягкие условия кредитования никак не отразятся на цене заложенного имущества. И вплоть до 2007 года спекулятивный спрос способствовал раздуванию этого пузыря. Сверхпузырь, имеющий более сложную структуру по сравнению с жилищным, отражает дополнительное воздействие сложных форм кредитования. Сверхпузырь явился следствием чрезмерной приверженности общества идеологии “рыночного фундаментализма”, которая собственно и привела к нынешнему хаосу на рынках.

## Из “Автобиографии удачливого спекулянта”

Когда Сорос начинал свою карьеру в Лондоне в 1954 году, кредитных карт еще не было, правительства жестко регулировали деятельность банков и рынков, а в мировой финансовой системе господствовали США. Переехав в 1956 году в Америку, Сорос стал представителем первого поколения управляющих хедж-фондами. В 2001 году, уже будучи миллиардером, он преобразовал свой хедж-фонд в фонд управления целевым капиталом для управления активами своих благотворительных учреждений. В промежутке между этими двумя датами в мире произошло немало финансовых потрясений, из которых Сорос сумел выйти без потерь. Первый нефтяной кризис 1973 года привел к возникновению рынка евродолларов. В 1973-1979 годах объемы международного кредитования стремительно выросли. На фоне общемирового инфляционного бума 1970-х США пережили стагнацию (рост цен в сочетании с высоким уровнем безработицы). А в 1980-х начался международный банковский кризис. Когда в 1982 году Мексика оказалась на грани дефолта, Международный валютный фонд пришел ей и другим странам-должникам на выручку. Совместными усилиями МВФ и других учреждений кризис удалось локализовать, после чего регулирующие органы США предоставили американским банкам больше свобод по формированию денежной массы и сняли ряд других ограничений.

“Расхожая поговорка гласит: «Когда Соединенные Штаты чихают, весь мир подхватывает простуду». Раньше это было так, а теперь – нет”.

В условиях кризиса 2007-2008 годов на регулирующие органы ложится вина за то, что они не смогли просчитать риски, связанные с новыми сложными финансовыми инструментами. Эти органы не должны были разрешать поднадзорным учреждениям принимать на себя подобные риски. Аналогичным образом, ФРС несет ответственность за отказ от регулирования ипотечной отрасли. Очевидно, теперь регулятивное реформирование банковского и инвестиционно-банковского сектора должно перейти к новому этапу.

## Прогноз на 2008 год

Последствия нового экономического кризиса окажутся более тяжелыми и продолжительными по сравнению с предыдущими спадами, а возобновление экономического роста начнется не так быстро. Президент Буш скорее всего не станет прилагать усилий по ликвидации кризиса на жилищном рынке в последние месяцы своего срока. Дефицит счета текущих операций США достиг исторического максимума, что также негативным образом скажется на американской экономике. Финансовым учреждениям предстоит оправиться от серьезного шока. ФРС и администрация Буша вряд ли смогут предотвратить рецессию; резкий рост товарных рынков и уязвимый доллар просто не позволит им что-либо предпринять. Таким образом в США в 2008 году должна, по мнению Сороса, начаться рецессия, однако время покажет, перерастет ли общее замедление темпов роста в мировой кризис.

“Впервые после Великой депрессии международная финансовая система оказалась на грани настоящей катастрофы. В этом и состоит коренное различие между нынешним финансовым кризисом и всеми предыдущими”.

Глобальный финансовый кризис и рецессия в США вряд ли существенно затормозят динамичное развитие экономики Китая, Индии и некоторых нефтедобывающих стран. Нынешний кризис и любая последующая рецессия практически не нанесут ущерба Китаю в ближайшие годы, хотя долгосрочные перспективы для него остаются неясными: раздувающийся в Китае пузырь роста через несколько лет может привести к кризису. Благодаря разработке морских месторождений природного газа Индия сможет полностью обеспечивать себя энергоносителями, поэтому ее экономика, скорее всего, будет развиваться успешно. В целом развивающиеся страны будут опережать развитые по темпам роста.

## Рекомендации относительно дальнейшей политики

Согласно теории рефлексивности, ошибкам подвержены как финансовые рынки, так и регулирующие органы, которые оказываются не в

состоянии контролировать ситуацию. В настоящее время эти органы должны навести порядок в сфере кредитования, восстановить контроль за чрезмерным использованием заемных средств, научиться проникать в суть последних финансовых инноваций и запретить применение неясных им схем. А общество должно привлекать регулирующие органы к ответственности, если они позволяют той или иной структуре настолько выйти из-под контроля, что ее приходится спасать. Правительству следует учредить расчетную палату по дефолтным кредитным свопам в качестве одной из мер по урегулированию кредитного кризиса.

“Нас ждет период политической и финансовой нестабильности, за которым, я надеюсь, наступит новый мировой порядок”.

Что касается кризиса на жилищном рынке, регулирующие органы должны предпринять необходимые шаги по ограничению катастрофического спада цен на жилье. При этом соответствующая политика должна быть направлена прежде всего на то, чтобы не допускать отчуждения заложенной недвижимости. Некоторые американские конгрессмены, как считает Сорос, вполне резонно предлагают усовершенствовать законодательство о банкротстве, с тем, чтобы разрешить судьям пересматривать условия кредитов на приобретение основного жилья. Федеральному управлению по жилищным вопросам следует оказывать помощь высокорискованным заемщикам в рефинансировании по более выгодным условиям. А пока идут дебаты, фонд, созданный по инициативе Сороса, помогает заемщикам, живущим в Нью-Йорке и штате Мэриленд, избежать выселения из домов.

## Об авторе

**Джордж Сорос** – миллиардер, финансист, инвестор, филантроп и бывший руководитель хедж-фонда – возглавляет компанию Soros Fund Management. Учредитель международной сети фондов, способствующих продвижению идей открытого общества. Автор ряда бестселлеров, таких как “Мыльный пузырь американского превосходства”, “Голосуя за демократию” и “Эпоха ошибок”.

---