



Книга Эволюция финансовых отношений

История финансов от древности до наших дней

Найл Фергюсон
Penguin, 2008
Также есть на следующих языках: Английский

Рецензия BooksInShort

Найл Фергюсон предлагает читателям превосходное собрание исторических зарисовок и наблюдений, посвященных развитию финансовых отношений. Он начинает с краткого описания обществ, в которых еще не было денег, а затем ведет нас дорогами истории, рассказывая о зарождении банковского дела в Италии в эпоху Возрождения, о масштабных спекуляциях XVIII столетия, о роли Натана Ротшильда в наполеоновских войнах и о совершившемся в XX веке переходе от золотого стандарта к дериватам и другим инструментам свободного рынка. По мнению *BooksInShort*, книга Найла Фергюсона прекрасно написана, занимательна и информативна, с одной только оговоркой: по своему подходу к излагаемым проблемам автор больше напоминает журналиста, чем историка. Для объяснения описываемых событий он не предлагает никакой исчерпывающей теории – даже если речь идет о недавних событиях, например, о начавшемся в 2008 году финансовом кризисе. Наслаждаясь подробностями – временем, местом, действующими лицами, обстоятельствами, – эта финансовая сага становится настоящим пиршеством фактов, на котором, однако, подают весьма скромный десерт с объяснением причин произошедшего.

Основные идеи

- Современная кредитная система зародилась в Италии в эпоху Возрождения.
- В отсутствие банков процветали ростовщики и долговое рабство.
- Финансовые рынки неизбежно переживают подъемы и спады – остается надеяться, что они будут не слишком резкими.
- Сегодня рынок облигаций стал могущественной силой; он отражает оценку обществом бюджетной и кредитной политики правительств.
- “Государство всеобщего благосостояния” в развитых странах боится от многих факторов риска, но за это приходится платить очень высокую цену.
- США сделали ставку не на муниципальное, а на частное владение жильем, что привело в начале 2000-х годов к кризису ипотечного кредитования.
- Экономика Китая и США до начала ипотечного кризиса пребывали в удивительном симбиозе, когда богатых американцев кредитовали бедные китайцы.
- Важную роль в мировом финансовом кризисе 2008 года сыграли хедж-фонды.
- Из-за иррациональности, свойственной поведению человека, рациональный анализ поведения участников финансового рынка бывает лишен смысла.
- Развитие финансовых отношений – это эволюционный процесс, в котором полезную роль играет созидательное разрушение.

Краткое содержание

Гора денег

Идеалисты, начиная с Карла Маркса, презирают деньги и “денежные отношения”, которые, как они считают, угрожают отношениям между людьми. Тем не менее общества, в которых не было денег, были совершенно не приспособлены к выживанию. Культуры охотников и собирателей не знали денег, но в них была чрезвычайно высока доля насильственных смертей. Империя инков не знала денег, но Франсиско Писарро –

которого деньги все время интересовали – завоевал ее едва ли не в одиночку. Однако деньги, как это ни странно, могут и не сделать общество богатым. На территории современной Боливии Писарро со своими людьми обнаружил гору с огромными залежами серебряной руды, названную ими Серро Рико (“богатая гора”). Конкистадоры отправили десятки тысяч тонн серебра в Испанию, но рост денежной массы привел лишь к повышению цен. В некотором смысле серебро инков разорило Испанию, затормозив развитие промышленности и демократических институтов, которые могли бы помочь ей встроиться в быстро меняющийся мир.

Рождение банковского дела

Тем временем в Италии семья Медичи сыграла роль “повивальной бабки” при рождении безусловно современного феномена – банковского дела. Здесь, как, впрочем, и везде, те, кому нужно было занять деньги, были вынуждены обращаться к ростовщикам, которые брали высокие проценты, угрожая в случае неуплаты жестоким возмездием. Медичи были точно такими же грабителями, однако Джованни ди Биччи де Медичи открыл для семейства путь к величию. Дальновидный торговец валютой понял, что значительно снизить риски позволяет не столько объем операций, сколько диверсификация, и это помогло ему превратить семейный бизнес в средоточие финансовой и политической власти.

“Языковая среда для нас – то же, что вода для дельфинов”.

Используя итальянскую модель, в Северной Европе продолжили развитие новых финансовых институтов. В 1609 году был создан Амстердамский банк с целью обеспечения стандартной денежной единицы и системы денежных переводов. В 1656 году шведский Риксбанк стал пионером кредитования, выдав в виде кредитов большую часть средств своих вкладчиков и оставив лишь небольшой резерв на случай снятия клиентами денег со счетов. Основанный в 1694 году Банк Англии с течением времени монополизировал выпуск банкнот.

Рынок облигаций

Джеймс Карвилл, руководитель избирательной кампании президента Билла Клинтона, является автором ставшего знаменитым высказывания: “Раньше я думал, что если существует реинкарнация, я бы не отказался в следующей жизни стать президентом, папой римским или знаменитым игроком в бейсбол. Но теперь я хочу стать рынком облигаций. Он наводит ужас на всех”.

“Когда мы вынимаем купюры из банкоматов, инвестируем часть своей зарплаты в акции и облигации или оформляем страховку на машину.. мы совершаем сделки, имеющие длительную историю”.

Рынок облигаций можно сравнить с ежедневным общественным опросом, в котором инвесторы и трейдеры выражают свое мнение о поведении политиков. Если оно негативно, курс облигаций падает, повышая для страны стоимость заимствования. В чрезвычайных обстоятельствах политики могут оказаться перед неприятным выбором: либо не платить вовсе (и потерять в будущем доступ к средствам, которые можно получить на рынке облигаций), либо все же заплатить, урезав расходы и повысив налоги (что вызовет гнев избирателей). Как и банковское дело, рынок облигаций зародился в Италии в эпоху Возрождения. Флоренция боролась с другими городами-государствами с помощью денег, которые одалживали ей собственные граждане, получавшие взамен возможность продавать и покупать облигации – “обязательства”, дававшие право на возмещение одолженных денег. Как и банковское дело, это нововведение подхватили голландцы и англичане. Облигации позволили кредитоспособной Голландии освободиться от власти Испании, печально известной своим нежеланием выплачивать долги.

“Хотя историю финансов можно изобразить в виде зигзагообразной линии, характер ее направления, несомненно, является восходящим”.

В войне против Наполеона налаженное финансирование стало одним из важнейших источников британской военной мощи. Вопреки легенде основателю династии Ротшильдов помогла разбогатеть отнюдь не битва при Ватерлоо. Рассчитывая на продолжительную войну, Натан Ротшильд увеличил запасы золота, но победа при Ватерлоо означала вполне вероятное резкое падение цен на золото. Осознав это, он начал скупать английские государственные облигации и занимался этим вплоть до 1817 года, получив колоссальный доход.

“Заемщики могут избежать мертвой хватки ростовщиков лишь в том случае, когда имеют доступ к налаженным кредитным системам”.

В начале XX века рынок облигаций превратился в могущественную силу. Империи прилежно выплачивали свои долги, и рантье, получавшие проценты по государственным облигациям, процветали. Однако после Первой мировой войны чрезвычайно высокая инфляция подорвала их доходы. Экономист Джон Мейнард Кейнс однажды заметил, что для стимулирования занятости государство должно проводить инфляционную политику даже ценой “эффлазии всех рантье”. Последующая история XX столетия, включая губительную инфляцию и финансовый крах в Аргентине, доказывает его прозорливость.

Финансовые “пузыри”

Едва ли не с момента зарождения финансовых рынков начали появляться спекулятивные предприятия, “пузыри”, которые в своем развитии обычно проходят пять стадий:

“Можно сказать, что фондовые рынки ежечасно проводят референдумы по деятельности тех компаний, акции которых на них торгуются”.

1 **Сдвиг** – в экономике что-то изменяется, появляются новые возможности.

2. **Эйфория** – цены быстро растут. Трейдеры покупают ради получения будущих доходов от повышения цен, которые продолжают подниматься вследствие роста числа покупок. Результаты подтверждают предсказанное повышение цен, что приводит к дальнейшим покупкам в ожидании нового повышения, и так далее.

3. **Мания** – наивные инвесторы, узнав, что они могут хорошо заработать, приносят все больше и больше денег.
4. **Истощение** – сообразительные инвесторы понимают, что цены слишком высоки, чтобы быть устойчивыми, и начинают продавать, чтобы получить прибыль, пока это возможно. Цены начинают падать.
5. **Перелом** – “пузырь” лопается. Все продают, последовательность событий во время эйфории меняется на обратную.

“Ротшильды не только не заработали благодаря победе Веллингтона при Ватерлоо – она их едва не погубила”

Самым печально известным финансовым “пузырем” в истории Западной Европы является, пожалуй, “пузырь Миссисипи” Джона Ло. Шотландец по происхождению, в начале XVIII века он стал самым влиятельным лицом во французской экономике. Вдохновленный примером голландской Ост-Индской компании и ее связями с Амстердамским банком, Ло поставил своей целью учреждение французского центрального банка и Compagnie d'Occident, или Западной компании. Французы и иностранцы могли покупать акции компании в обмен на свою долю французского государственного долга (образовавшегося для финансирования войн, которые вел Людовик XIV). Таким образом, государственные долговые обязательства превратились в акционерный капитал частной фирмы. Тем временем центральный банк увеличивал денежную массу. Цены акций Западной компании взлетели до небес. Далее были пройдены все остальные стадии цикла финансового “пузыря”.

“Для отдельных лиц увеличение продолжительности жизни является благом, но для «государства всеобщего благоденствия» и политиков, которым приходится убеждать избирателей в необходимости его реформирования, это отнюдь не так”.

Следует отметить поучительные аналогии между историей Джона Ло и финансовым крахом конца XX столетия в США. В обоих случаях эйфории способствовало увеличение денежной массы. Стадия перелома оказалась тяжелой и мучительной. Из обеих историй можно вынести один важный урок: если руководители центральных банков стремятся обеспечить устойчивость национальной валюты, это во многом помогает предотвратить финансовые катастрофы и образование “пузырей”.

Управление рисками

Страхование как отрасль экономики зародилось в Шотландии в XVIII веке, когда Роберт Уоллес, Александр Вебстер и Колин Маклорен учредили фонд для вдов и сирот лиц духовного звания. Чтобы рассчитать годичный страховой взнос, они вычислили коэффициент смертности среди священников. Фонд использовал страховые взносы для покупки рентных облигаций для членов семей умерших. Страхование дает людям возможность защититься от больших потерь, соглашаясь на малые потери в виде ежегодных страховых взносов. В XX веке правительства разных стран попытались взвалить на себя защиту пожилых людей от болезней и прочих рисков. Со временем эта ноша оказалась чересчур велика. Сейчас многие страны столкнулись с мрачной перспективой, когда население стареет, а сумма пенсий превышает ту, которую может выплатить пенсионная система. Государственное страхование также имеет свои отрицательные стороны, препятствуя развитию личной ответственности и инициативы.

Инвестиции в недвижимость

Недвижимость имеет незаслуженную репутацию надежного и безопасного долгосрочного капиталовложения. В XX веке вплоть до Великой депрессии владение собственным домом оставалось в США и Великобритании достаточно редким явлением. Реформы “Нового курса” Рузвельта включали в себя программу по расширению доступа к ипотечному кредитованию. Федеральное управление по жилищным вопросам установило процедуры выдачи ипотечных кредитов и обеспечило создание вторичного рынка жилья. Федеральная национальная ипотечная ассоциация Fannie Mae выпускала ценные бумаги для покупки облигаций. Вместо национальной программы создания государственного жилого фонда Америка запустила программу индивидуального жилищного фонда, которая оказалась непоследовательной и противоречивой.

“Финансовые институты целиком и полностью зависят от нашей врожденной склонности переходить от эйфории к подавленному настроению, нашей постоянной неспособности защитить себя от маловероятных событий, нашего вечного нежелания извлекать уроки из истории”.

В 1970-х годах, чтобы справиться с растущей инфляцией, центральные финансовые органы подняли процентные ставки, что поставило сберегательные банки, выдающие ипотечные кредиты, в трудное положение. Согласно законодательству они выплачивали относительно низкие проценты по депозитам, и если вкладчики могли получить где-то более высокий доход, они изымали свои вклады. Чтобы помочь этим банкам стать конкурентоспособными, регулирующие органы сняли существующие ограничения, предоставив банкам право инвестировать в инструменты, дающие более высокий доход, чем ипотечные кредиты с фиксированной процентной ставкой. Тут же возникли предприимчивые личности, которые с легкостью привлекали новых вкладчиков, поскольку государство гарантировало сохранность этих вкладов. У них появилась возможность делать рискованные инвестиции и, если дела шли успешно, получать прибыль, а если нет – оставлять убытки налогоплательщикам. Наиболее интересовавшие их высокодоходные инвестиции включали в себя бросовые облигации. Идея заключалась в том, что хотя вкладывать все средства в одну сомнительную облигацию может оказаться рискованным, портфель из таких облигаций обеспечивает привлекательную доходность с поправкой на риск.

“История финансов по существу является результатом естественного отбора и видоизменения различных институтов”.

Тем временем трейдеры на Уолл-стрит обнаружили, что могут создавать крупные пулы ипотечных кредитов и выпускать различные виды ценных бумаг под гарантию этих пулов. Например, одни инвесторы могли купить права на выплачиваемые проценты по ипотечным кредитам, другие – на основную сумму. Новые производные финансовые инструменты позволили создать более сложную систему с ценными бумагами, обеспеченными пулом ипотечных кредитов. При потворстве федеральных регулирующих органов банки выдавали рискованные ипотечные кредиты людям, которые до этого никогда бы их не получили. На Уолл-стрит их превращали в ценные бумаги и реализовывали. В сочетании с экспансионистской денежно-кредитной политикой США и появившимся в начале XXI века “пузырем” на рынке недвижимости секьюритизированные низкосортные ипотечные кредиты привели к мировому финансовому кризису.

“Лауреаты Нобелевской премии хорошо знали математику, но плохо знали историю. Они создали чудесную теорию «Планеты финансов», но проигнорировали противоречивое прошлое планеты Земля”

Важную роль в этом кризисе сыграли хедж-фонды. При достаточно слабом контроле за деятельностью хедж-фондов последние управляли огромными суммами капитала, предоставляя щедрое вознаграждение своим управляющим, которые приумножали находящиеся в их распоряжении средства с помощью обширного заимствования. Кто-то из них стал знаменитым, кто-то – печально известным. Основатель Quantum Fund Джордж Сорос удачно сыграл против английского фунта за счет привлечения средств с очень высокой долей заемного капитала, чем поставил Банк Англии на грань катастрофы. А Джон Мериуэзер и его коллеги по хедж-фонду Long-Term Capital Management – среди них два лауреата Нобелевской премии – едва не вызвали в конце 1990-х годов глобальный финансовый кризис, когда их расчет на сделки с высокой долей заемных средств провалился. Успешно используя теорию на первых порах, они не смогли предусмотреть те сюрпризы, которые преподносит практика.

“Китаймерика”

Появление рыночной экономики в Китае является одним из самых значительных событий новейшей истории. Парадоксально, что кредит, предоставленный бедными китайцами, позволил американцам закупать в больших количествах китайские товары. Это дало возможность китайским предприятиям работать, руководящим финансовым учреждениям США поддерживать низкие процентные ставки, а американским компаниям – получать товары из Китая и отчитываться о высоких прибылях. Помимо прочего кризис на рынке ипотечных кредитов нарушил и этот весьма удобный порядок. Таким образом, один из уроков начала XXI века заключается в том, что глобализация – вещь ненадежная. Нынешние отношения между Китаем и Америкой можно сравнить с финансовыми связями между Англией и Германией в начале XX века.

“Финансовые рынки – зеркало человечества... Не вина зеркала, если оно отражает наши изъяны так же ясно, как и красоту”.

Эволюция финансовых рынков представляет собой длительный процесс, стихийный и полный неожиданностей. Поведение и психология человека непредсказуемы. В ответ на изменения в поведении людей финансовые отношения и институты трансформируются, а регулирующие органы создают новые условия, благоприятствующие дальнейшим трансформациям, – и таким образом процесс развития продолжается.

Об авторе

Найл Фергюсон – профессор истории Гарвардского университета, научный сотрудник Джизус-Колледжа Оксфордского университета и Института Гувера Стэнфордского университета. В число написанных им книг входят “Бумага и железо”, “Дом Ротшильдов”, “Горечь войны”, “Денежные отношения”, “Империя”, “Колосс” и “Всемирная война”.
