



Книга На этот раз все будет по-другому

Уроки финансовых кризисов последних восьми столетий

Кармен Рейнхарт, Кеннет Рогов

Princeton UP, 2009

Также есть на следующих языках: Английский

Рецензия BooksInShort

Довольно часто экспертам удается убедить общественность, что резкий рост цен на акции или недвижимость оправдан, поскольку экономическая ситуация в корне изменилась. Однако недавнее возникновение пузыря на рынке недвижимости в США в который раз доказало незыблемость экономических законов. Эта книга, написанная двумя профессорами экономики, — одновременно и экскурс в историю финансов, и критика человеческой беспечности. На примере статистических данных о многочисленных финансовых кризисах авторы демонстрируют наивность веры в то, что “на этот раз все будет по-другому”. Насыщенное формулами и графиками, не всегда последовательное, это увлекательное повествование требует самого серьезного прочтения. Усилия терпеливого читателя будут сполна вознаграждены — он познакомится не только с блестящими догадками авторов, но и с такими шедеврами экономического анализа, как обзор динамики налоговых поступлений в разных странах мира. Эту книгу *BooksInShort* рекомендует любителям истории, инвесторам, руководителям, политикам и всем тем, кто стремится отыскать незыблемые ориентиры в непредсказуемом мире финансов.

Основные идеи

- С приближением очередного финансового кризиса политикам, экономистам и банкирам кажется, что “на этот раз все будет по-другому”.
- 1. В силу этой иллюзии даже самые здравомыслящие люди игнорируют очевидные приметы приближающегося кризиса.
- Жертвой этой иллюзии бывают даже такие эксперты, как Алан Гринспен.
- В 1920-е годы банкиры и экономисты предсказывали мир и стабильность.
- В 2003-2007 годы все верили, что экономика США справится с ростом цен на недвижимость и объемов потребительского долга.
- Рост цен на жилье и появление на рынке множества финансовых инноваций являются верными признаками спекулятивного пузыря.
- В последнее столетие на смену девальвации валют, имеющей многовековую историю, пришла инфляция.
- Суверенный дефолт — обычное для капиталистической системы явление.
- За последние 200 лет экономические кризисы случались регулярно.
- Во избежание финансовых пузырей экономистам необходимо создать систему оповещения и разработать более строгую нормативную базу.

Краткое содержание

Услышав фразу “На этот раз все будет по-другому”, уносите ноги

Непоколебимая уверенность многих участников рынка в его абсолютной эффективности часто выражается мнением “На этот раз все будет по-другому”. Оптимизм такого рода демонстрировали экономисты и политики накануне Великой депрессии 1930-х, долгового кризиса в странах третьего мира в 1980-х, обвала рынков в Азии и Латинской Америке в 1990-х и острейшего мирового кризиса в 2008-2009 годах. Причины у каждого из этих кризисов были свои, однако всем им предшествовало одно и то же умонастроение, представлявшее собой опасную смесь близорукости, эйфории и беспамятства.

“«На этот раз все будет по-другому» – из-за этой фразы потеряно больше денег, чем из-за всех вооруженных ограблений в истории”.

В 1920-е годы общественность поверила, что война как явление канула в Лету и на смену беспокойным годам придут политическая стабильность и экономический рост. Оптимистам вскоре пришлось горько разочароваться. В 1980-е годы экономисты были убеждены, что высокие цены на сырье, низкие процентные ставки и приток нефтедолларов гарантируют вечное процветание экономики. До начала экономической рецессии в 2008 году было принято повторять, что глобализация, технологический прогресс и грамотная кредитно-денежная политика являются страховкой от экономического кризиса. Экономисты были уверены, что на этот раз все будет по-другому.

“Несмотря на то, что отдельный экономический спад или кризис кажется ни на что не похожим, в нем всегда можно отыскать черты, роднящие его с кризисом, который произошел в другой стране или в другую эпоху”.

Недавний обвал мировой экономики начался с рынка недвижимости в США. Несмотря на множество предупреждающих сигналов, государство не смогло вовремя заметить надувание спекулятивного пузыря. В 2005-2006 годах темп роста цен на недвижимость в США значительно превышал темп роста ВВП страны. Даже несмотря на всплеск инфляции тогдашний глава ФРС Алан Гринспен утверждал, что экономическая ситуация находится под контролем. По его представлениям, цены на недвижимость росли благодаря появлению таких финансовых нововведений, как секьюритизация. Опасений по поводу дефицита платежного баланса США он не разделял. Пока финансы из Китая, Японии, Германии и других стран нескончаемым потоком шли в “тихую гавань для инвесторов”, американские потребители продолжали брать все больше и больше кредитов.

“Власть иллюзии «На этот раз все будет по-другому» основана на нашей уверенности, что кризис случится не с нами, не в нашей стране и не в наше время”.

На дефицит платежного баланса не обратили внимания и другие влиятельные лидеры. Преемник Гринспена Бен Бернанке и министр финансов Пол О’Нил утверждали, что низкие объемы сбережений в США – совершенно естественное явление. Однако их оптимизм разделяли не все. Нобелевский лауреат Пол Кругман предсказывал, что в один прекрасный момент “неустойчивость” международных займов Америки даст о себе знать. В экономике обозначились тревожные тенденции. В 1993 году потребительский долг американцев составлял 80% от ВВП США, в 2003 году – 120%, а в 2006 году – 130%. Банки выдавали ипотечные кредиты даже таким заемщикам, которым покупка недвижимости была явно не по карману. Остановить эту вакханалию “легких денег” нескольким здравомыслящим финансовым аналитикам из лагеря Кругмана было уже не под силу. Иллюзия “на этот раз все будет по-другому” с 2005 по 2007 год проявила себя в полной мере. В поддержку этого мнения в данный период приводились следующие аргументы, казущиеся сегодня смехотворными.

- Самый развитой в мире рынок США справится с массивным притоком капитала.
- Развивающиеся страны продолжают исправно инвестировать деньги в США.
- Глобализация позволяет повысить эффективность финансового рычага и увеличить долговую нагрузку.
- Специалисты по кредитно-денежной политике в США отличаются высочайшим уровнем профессионализма.
- Использование инновационных финансовых инструментов стимулирует спрос на жилье среди тех заемщиков, для которых ипотека ранее была недоступна.

“Экономика с большой долей заемного капитала может годами стоять у самого края финансовой пропасти, повернувшись к ней спиной, пока кризис доверия не столкнет ее вниз”.

Понять, насколько близко экономика США подошла в этот раз к краю пропасти, помогает история пяти крупнейших экономических кризисов XX века: в Испании в 1977 году, в Норвегии в 1987 году, в Финляндии и Швеции в 1991 году и в Японии в 1992 году. Все эти кризисы имели следующие общие черты.

- Предвестником кризиса был массированный приток капитала. Этот приток наблюдался как перед упомянутыми пятью кризисами, так и перед обвалом американского рынка ипотечных кредитов в 2008 году.
- К кризису может привести появление на рынке большого количества финансовых инноваций. Новые инструменты ипотечного кредитования, созданные для снижения рисков, в 2005-2006 годах стимулировали спрос на рынке недвижимости в США.
- Бум на рынке недвижимости часто выступает предвестником финансового кризиса. На восстановление докризисного уровня цен могут уйти годы. В Испании, Норвегии, Финляндии и Швеции цены на жилье падали на протяжении шести лет, а в Японии цены на недвижимость оставались низкими целых 17 лет после кризиса.
- Кризису часто предшествует либерализация финансового законодательства. В 1980-1990-е годы кризис практически всегда вспыхивал при ее проведении.

“Такие рыночные новшества, как секьюритизация, позволили американским потребителям превратить свою недвижимость в банкоматы для снятия наличности, тем самым резко уменьшив сбережения «на черный день»”.

Как это ни удивительно, крупные и хорошо развитые финансовые рынки оказываются уязвимы в ничуть не меньшей степени, чем рынки мелкие и развивающиеся. Практически отсутствует разница в продолжительности и суровости кризисных явлений в развивающихся странах (на Филиппинах, в Аргентине, Колумбии) и в развитых (в США, Великобритании, Японии). На это обстоятельство следует обратить внимание тому, кто считает, что финансовые системы развитых стран обладают особой устойчивостью.

Краткая история экономических кризисов

За последние 180 лет мировая финансовая система пережила не один кризис. Самыми заметными из них были следующие.

- **Кризис 1825-1826 годов.** От этого кризиса пострадали Европа и Латинская Америка, а Греция и Португалия объявили дефолт.
- **Кризис 1890-1891 годов.** Аргентина пережила дефолт и массовый отток средств из банков. Банк Baring Brothers оказался на грани

банкротства. В числе стран, пострадавших от кризиса, оказались Великобритания и США.

- **Массовая паника 1907 года.** Массовое снятие денег с банковских счетов в Европе, Северной и Южной Америках, Азии.
- **Великая депрессия.** В период глобального падения мировой экономики цены на сырье значительно снизились, а процентные ставки и инфляция резко выросли.
- **Экономический спад в 1981-1982 годах.** Цены на сырье упали, а процентные ставки в США достигли самого высокого уровня со времен Великой депрессии. Этот кризис затронул большинство развивающихся стран.
- **Долговой кризис в странах третьего мира в 1980-х годах.** Массовые суверенные дефолты, гиперинфляция и девальвация валют затронули главным образом развивающиеся страны Африки и Латинской Америки.
- **Кризис в Японии в 1991-1992 годах.** В Японии и странах Скандинавии лопнули пузыри на рынках недвижимости и ценных бумаг, что отразилось на экономиках многих европейских стран.
- **“Текиловый кризис” 1994-1995 годов.** После обвала мексиканской валюты в ловушке оказался целый ряд стран Латинской Америки, Европы и Африки.
- **Азиатский кризис 1997-1998 годов.** Начавшийся в Юго-Восточной Азии кризис затронул Россию, Украину, Колумбию и Бразилию.
- **Мировой экономический кризис 2008 года.** Крах рынка ипотечного кредитования в США повлек обвал фондового рынка, ослабление валют и банковский кризис.

“Только два десятилетия перед Первой мировой войной – безмятежная эпоха золотого стандарта – могут своим спокойствием сравниться с периодом между 2003 и 2008 годами”.

Одним из следствий финансового кризиса является неспособность некоторых стран выполнять свои долговые обязательства. Однако до 2008 года государственные банкротства были очень редким явлением. Возможно, это обстоятельство и подкрепляло миф о том, что “на этот раз все будет по-другому”. В конце концов, если страна обслуживает свой долг, то почему бы и не поверить, что ее экономика достаточно сильна? Однако тот факт, что о суверенных банкротствах долгое время ничего не было слышно, не дает повода думать, что мир стал другим. Такая ситуация уже однажды имела место в 1980-е годы, когда резко выросло число кредитных банкротств. Тогда же председатель Citibank Уолтер Ристон заявил: “Страна не может быть банкротом”. Действительно, страна – это не компания, которая закрывается, оставшись без денег. Тем не менее государство часто испытывает большие трудности с выплатами по своим долговым обязательствам.

“Слава Генриха VIII в неменьшей степени должна основываться на его финансовых мошенничествах, чем на его склонности рубить головы”.

Иллюстрацией может служить Румыния 1980-х годов. Чтобы выплатить долги в девять миллиардов долларов, румынский диктатор Николае Чаушеску лишил граждан своей страны электричества и тепла. Однако чаще всего государство, столкнувшись с невозможностью выплачивать долги, договаривается о корректировке графика платежей или объявляет дефолт. Волны суверенных дефолтов наблюдались в XIX и XX веках. Отсутствие этих дефолтов с 2003 по 2008 год укрепило мнение в том, что “на этот раз все будет по-другому”. В результате мирового экономического кризиса число дефолтов может снова начать расти. Причины объявления дефолтов следующие.

- Если кредитор и заемщик находятся в разных странах, первый часто оказывается не в состоянии добиться исполнения долговых обязательств. Когда американский банк выдает кредит Аргентине, а Аргентина объявляет дефолт, то банку остается лишь смириться с убытками.
- Смена политического курса. В ситуации неопределенности во время президентских выборов в США ипотечный кризис лишь усугубился. То же произошло и в Бразилии в 2002 году, когда в обществе опасались смены правительства центристов на правительство популистов.
- Спад деловой активности в мировых финансовых центрах отражается на развивающихся странах, экономика которых зависит от экспорта сырья. В результате банковского кризиса в развитых странах резко снижается объем средств, доступных заемщикам из развивающихся стран.

“Воспоминания со временем тускнеют, поэтому уроки прошлых кризисов редко помогают избежать кризисов новых”.

С понятием “суверенный дефолт” прежде всего ассоциируются страны Латинской Америки, хотя примеры можно отыскать и в других регионах. Некоторые из этих стран сегодня ведут ответственную финансовую политику. Чили и Бразилия, например, в последний раз объявляли дефолт в 1983 году, и с тех пор им удается исправно платить по счетам благодаря переходу к более сдержанной политике заимствования.

Девальвация и инфляция валюты

Хотя во время кризиса 2008-2009 годов гиперинфляции практически нигде не наблюдалась, рост цен и девальвация валют с давних времен являются верными признаками финансового кризиса. В IV веке до н. э. древнегреческий правитель Дионисий приказал поданным сдать все имеющиеся в обращении монеты, а затем на каждой из монет он заменил надпись “одна драхма” на “две драхмы”. Удвоив таким образом количество денег, Дионисий смог рассчитаться с долгами. В 1540-х годах английский король Генрих VIII девальвировал британскую валюту, сократив содержание серебра и золота в монетах. По этому пути впоследствии пошли правители многих других стран.

“Есть надежда, что благодаря этой книге экономисты и политики уже не станут с такой легкостью повторять «На этот раз все будет по-другому» – «по-другому» не бывает практически никогда”.

По мере перехода от металлических денег к бумажным эффект от девальвации становился все более осязаемым. В период с 1500 по 1799 год в США наблюдался самый высокий уровень инфляции в мире. Так, в 1779 году он составлял около 200%. В Италии в 1527 году инфляция достигла 173%, а во Франции в 1622 году она составила 121,3%. С появлением бумажных денег уровень инфляции вырос на порядки. В Польше в 1923 году инфляция составила 51 699%, а в Зимбабве в 2007 году – 66 000%. В XX веке уровень инфляции в некоторых странах бывал настолько высоким, что его величина представима лишь в экспоненциальном формате. Например, инфляцию в Венгрии в 1946 году можно обозначить в процентах как $9,63E+26$, то есть 963 с 26 нулями.

Как избежать следующего кризиса

Иллюзорное представление о том, что “на этот раз все будет по-другому”, действует соблазнительно на людей, которые раздумывают над тем, как предупредить следующий финансовый кризис. Какой бы сильной ни была эта иллюзия, всегда возможно предпринять следующие шаги для предотвращения нового кризиса.

1. **Создание системы оповещения.** Поскольку кризис развивается по предсказуемому сценарию, мировым лидерам необходимо наладить систему оповещения, которая позволяла бы заранее узнавать о надвигающейся опасности. Например, стремительный рост цен на недвижимость может сигнализировать о приближении банковского кризиса. На основе таких сигналов нельзя точно предсказать, когда наступит пик кризиса, однако в качестве общих индикаторов они очень эффективны. Главная проблема здесь состоит в том, что поклонники принципа “на этот раз все будет по-другому” способны игнорировать даже самые очевидные приметы кризиса.
2. **Ужесточение нормативной базы.** Под действием иллюзии “на этот раз все будет по-другому” капиталы начинают перемещаться в такое место планеты, где финансовые ограничения минимальны. В свою очередь, надзорные и регуляторные органы часто закрывают глаза на нарушение требований в отношении заемного капитала. Чтобы не допустить повторения кризиса в будущем, должна быть создана международная нормативная база, которая гарантировала бы соблюдение финансовых требований даже тогда, когда все считают, что на этот раз все будет по-другому.

Об авторах

Кармен Рейнхарт – профессор экономики Университета Мэриленда, лектор при Международном валютном фонде и Всемирном банке, один из редакторов книги “Первый мировой финансовый кризис XXI века”. **Кеннет Рогов** – профессор экономики Гарвардского университета. Один из авторов книги “Основы международной макроэкономики”, обозреватель The Wall Street Journal, Национального общественного радио и The Financial Times.
