

# Содержание

ОТ ИЗДАТЕЛЯ . . . . .	7
СОКРАЩЕНИЯ . . . . .	9
ВВЕДЕНИЕ . . . . .	13
<b>ГЛАВА 1. БОНУСЫ, ИРРАЦИОНАЛЬНОСТЬ И ФАКТОР СЛИШКОМ БОЛЬШОГО МАСШТАБА БИЗНЕСА: общепринятые суждения о причинах кризиса и их теоретические предпосылки . . . . .</b>	<b>19</b>
1.1. Ограниченная роль низких процентных ставок . . . . .	23
1.2. Ограниченная роль «Фанни Мэй» и «Фредди Мэк» . . . . .	26
1.3. Как начиналась Великая рецессия . . . . .	29
1.4. Дерегулирование финансовой сферы и «теневая банковская система» . . . . .	37
1.5. Как функционирует механизм частных ипотечных облигаций . . . . .	39
1.6. Отсутствие регулирования субстандартного ипотечного кредитования . . . . .	47
1.7. Противоречия между предписаниями регулирования и описаниями причин . . . . .	52
1.8. Отсутствие регулирования деривативов . . . . .	61
1.9. «Отмена» закона Гласса—Стигала . . . . .	65
1.10. Бонусы банкиров . . . . .	67
1.11. ТВТФ, или «слишком крупные, чтобы им позволили разориться» . . . . .	80
1.12. «Иррациональность» и ее интерпретация . . . . .	87
<b>ГЛАВА 2. НОРМЫ, РЕГУЛИРУЮЩИЕ ДОСТАТОЧНОСТЬ КАПИТАЛА, И ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС: ошибки банкиров и регуляторов . . . . .</b>	<b>101</b>
2.1. Требования к капиталу: дилемма стандартов достаточности капитала . . . . .	105
2.2. Международное регулирование банковского капитала: «Базель I» . . . . .	108
2.3. Кредитное плечо банка: затраты и выгоды . . . . .	113
2.4. Правило регресса (Р-правило) и финансовый кризис . . . . .	119
2.5. «Базель II» . . . . .	127
2.6. Регулирование требований к собственному капиталу как главная причина финансового кризиса . . . . .	130
2.7. Почему кредитное плечо банков не было больше того, каким оно было фактически? . . . . .	136

ГЛАВА 3. ВЗАИМНОЕ НАЛОЖЕНИЕ РАЗНЫХ НОРМ РЕГУЛИРОВАНИЯ И ВЕЛИКАЯ РЕЦЕССИЯ: фетишизация рыночных цен . . . . .	145
3.1. Переоценка по рынку и проблема человеческого неведения . . . . .	146
3.2. Цены как мнения . . . . .	149
3.3. Глупость толпы, предписанная законодательством . . . . .	154
3.4. Обвал, вызванный методом МТМ . . . . .	163
3.5. Случай AIG . . . . .	168
3.6. Природа паники . . . . .	170
3.7. Регулирование деятельности рейтинговых компаний и канонизация их оценок . . . . .	172
3.8. Взаимное наложение разных норм регулирования и современная демократия . . . . .	179
ГЛАВА 4. КАПИТАЛИЗМ И РЕГУЛИРОВАНИЕ: неведение, неоднородность и систематические риски . . . . .	189
4.1. Основано ли регулирование достаточности капитала на историческом невежестве? . . . . .	191
4.2. Искажения восприятия вследствие специализации: от «Базеля I» к «Базелю III» . . . . .	194
4.3. Правило регресса: mea culpa . . . . .	198
4.4. Идеология финансовых регуляторов . . . . .	201
4.5. Идеология регуляторов в области процедур бухгалтерского учета . . . . .	208
4.6. Повсеместное неведение . . . . .	210
4.7. Радикальное неведение . . . . .	214
4.8. Неведение, ошибки и разногласия . . . . .	220
4.9. Разногласия в общественном и частном секторах . . . . .	225
4.10. Пределы аргументации в пользу и против регулирования . . . . .	233
ЗАКЛЮЧЕНИЕ . . . . .	239
ПРИЛОЖЕНИЕ I . . . . .	259
ПРИЛОЖЕНИЕ II . . . . .	268
БИБЛИОГРАФИЯ . . . . .	287
УКАЗАТЕЛЬ . . . . .	299

Новая книга серии «Экономика» посвящена анализу причин начавшегося в 2007 г. общемирового финансового и экономического кризиса. Мы не в первый раз обращаемся к теме анализа кризисов и экономических циклов в рамках издательского проекта ИРИСЭН<sup>1</sup>. Последний по счету кризис, который в определенном смысле отнюдь не закончился, по причине его масштабов и последствий еще долго будет предметом анализа и споров, темой статей и книг. Всестороннее осмысление его причин и последствий еще только начинается.

Предлагаемая вашему вниманию книга двух американских ученых — экономиста В. Крауса и специалиста по политической теории Дж. Фридмена — представляется важной вехой на этом пути. Авторы сосредоточили свое внимание на ключевом факторе, в некотором смысле послужившем непосредственным «спусковым крючком» финансового кризиса 2007—2008 гг., — на некоторых существенных нормах национального и международного регулирования банковской деятельности, введшихся в действие на протяжении последних десятилетий, но преимущественно в период, непосредственно предшествовавший кризису. В частности, это относится к регулированию рынка услуг по оценке уровня риска ценных бумаг (услуги рейтинговых агентств), методов финансового учета и нормативов достаточности собственного капитала.

По существу, те виды регулирования, которые по мнению авторов спровоцировали и усугубили последствия кризиса, представляют собой очередную попытку централизованного планирования. Да, сегодня среди ученых-экономистов и практиков вряд ли найдется сколько-нибудь заметное число сторонников всеобъемлющего централизованного планирования производства материальных благ. Но как только речь заходит о финансовых услугах, мнение ученого большинства мгновенно переключаются на прямо противоположное. Да, правительственное министерство не может адекватно спланировать нужный объем и ассортимент производства мебели или станков, но почему-то оказывается, что такое же, по сути, министерство может адекватно определить, какие должны быть нормы достаточности собственного капитала для того или иного типа банковских активов, какие методы учета должны применять банкиры для того, чтобы обеспечить максимальную надежность своих банков, и услугами каких агентств по оценке рисков они должны пользоваться.

---

<sup>1</sup> См., например: *Ротбард М.* Великая депрессия в Америке. М.: ИРИСЭН, Мысль, 2012.

Неадекватность централизованного планирования — в частности в финансовой сфере — объясняется не тем, что в плановых органах сидят глупые или некомпетентные люди: вряд ли эксперты, разрабатывавшие регулятивные меры, критикуемые Дж. Фридменом и В. Краусом, были некомпетентны. Проблема коренится, во-первых, в неизбежной ограниченности человеческого знания, а во-вторых, в той системе стимулов, с которой сталкиваются плановики и регуляторы. В отличие от предпринимателей доходы и капитал этих людей, по существу являющихся государственными чиновниками, никак не зависят от качества их решений, и они (даже если действуют безусловно с точки зрения бюрократической этики) в основном неизбежно следуют идеологическим и культурным стереотипам. Кроме того, собственная динамика централизованного регулирования затрудняет корректировку ошибочных решений, потому что, как справедливо отмечают авторы, «регулирование будет исходить из того, что проблемы, которое оно призвано решить, представляют собой порождение очередных пороков ничем не сдерживаемого капитализма, а не следствие ошибок, совершенных регуляторами в ходе прошлых попыток его регулирования». В конечном счете авторы делают единственно возможный логический вывод из своего анализа: «Обществу вполне обоснованно можно посоветовать диверсифицировать портфель своих активов, позволив капиталистам беспрепятственно конкурировать; это лучше, чем предсказывать, что одна концепция является априорно наилучшей и затем предписывать, чтобы отныне все капиталисты вели себя так, а не иначе».

Хотя острая фаза кризиса, пришедшаяся на 2007—2009 гг., вроде бы осталась в прошлом, анализ представленный в книге Дж. Фридмена и В. Крауса, ничуть не потерял своей актуальности, в том числе и для России. Например, регулирование с помощью норматива достаточности собственного капитала, позволяющего регулятору административно влиять на структуру активов, вполне аналогично тому, которое критикуют авторы. По большому счету, идеология банковского регулирования в отдельных странах и на международном уровне мало изменилась со времени описываемого кризиса. Это значит, что риск повторения драматических событий 2007—2009 гг. никуда не делся.

Книга Дж. Фридмена и В. Крауса заставляет нас всерьез задуматься о сложившихся идеологических догмах в области банковского регулирования, о бесперспективности методов централизованного планирования в этой сфере. В этом мы видим ее важное значение для современной русскоязычной аудитории.

## Сокращения

АВСР	asset-backed commercial papers (short-term funding issued by OBSEs) коммерческие бумаги, обеспеченные активами (краткосрочные векселя, эмитируемые OBSE, используемые для приобретения PLMBS и других ABS)
ABS	asset-backed securities (such an MBS) [долговые] ценные бумаги, обеспеченные активами (например, MBS)
ABX	a source of price indices for MBS insurance via CDS индексы цен на страхование MBS посредством CDS
AIG	American International Group страховая компания
ARM	adjustable-rate mortgage закладная с переменной ставкой
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision Базельский комитет по банковскому надзору
BHC	bank holding company банковская холдинговая компания
BIS	Bank for International Settlements (located in Basel, Switzerland) Банк международных расчетов (Базель, Швейцария)
CCF	credit conversion factor переводной множитель кредита
CDO	collateralized debt obligation (derivative that tranches pools of MBS) облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (производный инструмент, позволяющий превратить пул MBS в серийные инструменты)
CDS	credit-default swap (insurance against default) кредитно-дефолтный своп (страховой контракт на случай дефолта)
CFTC	Commodities Futures Trading Commission Комиссия по торговле товарными фьючерсами
Fannie Mae	Federal National Mortgage Association Федеральная национальная ипотечная ассоциация («Фанни Мэй»)

## Сокращения

FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation Федеральная корпорация страхования депозитов
FAS	Financial Accounting Standards Стандарты финансового учета
FASB	Financial Accounting Standards Board Комитет по стандартам финансового учета (подразделение в составе Комиссии по ценным бумагам и биржам, SEC)
Freddie Mac	Federal Home Loan Mortgage Corporation Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита («Фредди Мэк»)
GDP	gross domestic product валовой внутренний продукт, ВВП
Ginnie Mae	Government National Mortgage Association Государственная национальная ипотечная ассоциация («Джинни Мэй»)
GLBA	Gramm—Leach—Bliley Act закон Грэма—Лича—Блайли
GSE	government-sponsored enterprise (e.g., Fannie Mae, Freddie Mac) компания, функционирующая при поддержке государства (например, «Фанни Мэй» и «Фредди Мэк»)
HELOC	home-equity lines of credit кредитные линии под залог дома
HUD	Department of Housing and Urban Development Управление жилищного строительства и городского развития
IFRS	International Financial Reporting Standards Международные стандарты финансовой отчетности
IMF	International Monetary Fund Международный валютный фонд, МВФ
IRB	internal ratings-based option of Basel II «опция внутренних рейтингов», т.е. возможность оценки активов на основе внутренних рейтингов, которая, как и «опция стандартизации» должна была быть предоставлена крупнейшим банкам согласно одной из версий проекта правил «Базель II»
LIBOR	London Interbank Offered Rate процентная ставка предложения межбанковского кредитования лондонского рынка, ЛИБОР

LTCM	Long-Term Capital Management хедж-фонд
LTV	loan-to-value ratio (of a mortgage) отношение «ссуда к ценности [закладной]»
MTM	mark-to-market (or «fair value») accounting метод учета «переоценка по рынку» (или «справедливой ценности»), предписывающий учитывать активы баланса по их текущей рыночной цене.
MBS	mortgage-backed security [долговая] ценная бумага, выпущенная против закладных
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization статистическая организация, присваивающая рейтинги, признанная на уровне страны в целом
OBSE	off balance-sheet entity специализированное юридическое лицо, на счетах которого отражаются активы, удаляемые из балансов банка, учредившего данное юридическое лицо («банка-спонсора»).
OCC	Office of the Comptroller of the Currency Управление контролера денежного обращения (ведомство в составе министерства финансов США)
OTS	Office of Thrift Supervision Управление по надзору за сберегательными учреждениями (ведомство в составе министерства финансов США)
OTTI	other-than-temporarily impaired активы, не подлежащие временному обесценению
PLMBS	private-label MBS частные [долговые] ценные бумаги, обеспеченные закладными
SEC	Securities and Exchange Commission Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам
SIV	Structured Investment Vehicle Структурированная инвестиционная компания, разновидность OBSE
S&P	Standard & Poor's рейтинговое агентство
SPE	special-purpose entity юридическое лицо, созданное для специальных целей, см. также OBSE

## Сокращения

SPV	special - purpose vehicle подразделение, выполняющее те же функции, что и OBSE, но создаваемое как подразделение банка
TARP	Troubled Asset Relief Program Программа спасения проблемных активов
TBTF	too big to fail принцип «слишком крупные чтобы [государство позволило им] разориться»



## Введение

Эта книга не является обычной книгой, рассказывающей о финансовом кризисе. Представляя собой итог сотрудничества экономиста (Крауса) и специалиста по политической теории (Фридмен), она адресована всем тем, кто интересуется не только непосредственными причинами данного финансового кризиса, но и факторами, действующими на более глубоком уровне, т.е. тем, кого интересуют проблемы, связанные с самой природой капитализма и современного государства. Наряду с этими проблемами, которые рассмотрены в главе 4, мы рассматриваем также некоторые методологические и логические загадки современной экономической науки и политической культуры, формирующие сегодняшнее состояние воззрений на экономику и экономическую политику. В главах 1, 3 и 4, а также в приложении I мы подвергаем критическому анализу присущую экономической теории и современной политической культуре склонность недооценивать значение феномена человеческого неведения и вытекающее отсюда игнорирование этого феномена — отказ рассматривать его и в качестве некоего общего явления, и как возможную причину кризиса. Мы надеемся, что именно этим наша книга будет интересна историкам, философам, правоведам, политологам, социологам, а также экономистам и образованным неспециалистам.

Главные положения, нашедшие отражение в нашей книге, сводятся к следующему:

1. Нет никаких фактов, которые убедительно свидетельствовали бы о том, что — в отличие от образования пузыря на рынке жилья — причиной кризиса была практика кредитования, которой следовали «Фанни Мэй» и «Фредди Мэк» (глава 1).
2. Нет никаких оснований считать, что кризис был вызван убежденностью банкиров в том, что они «слишком большие, чтобы им позволили разориться» и что поэтому банкиры, делая безрассудную ставку на облигации, выпущенные против закладных, полагали, что их банки в любом случае будут спасены государством от банкротства (глава 1).
3. Не подтверждается гипотеза о том, что кризис был вызван практикой выплаты вознаграждений, принятой

в банках, в соответствии с которой вознаграждается получение прибыли, но никак не наказывается получение убытков (глава 1).

4. Неверно, что кризис был порожден чьей-то «иррациональной эйфорией» (глава 1).
5. Имеются определенные основания утверждать, что причины этого кризиса связаны с проблемой дерегулирования. Мы имеем в виду, что, рассуждая задним числом, можно вообразить себе такие меры регулирования, которые были бы способны предотвратить кризис. Вместе с тем в главе 1 мы подвергаем критике отождествление рекомендаций по применению тех или иных мер экономической политики, даваемых *ex post*, с объяснениями причин явлений. Эта манера — путать то, что произошло, с тем, что «должно» было бы произойти, — представляет собой характерный порок общественных дисциплин, порожденный тем, что мы называем «политической ментальностью», которая поощряется современными политиками.
6. Имеются все основания считать, что причиной кризиса стали критерии достаточности капитала, являющиеся элементом системы регулирования банковской деятельности, которые во всех странах воздействовали на коэффициент использовавшегося банками кредитного плеча и, что более важно, на типы банковских активов. Первое международное соглашение, регулирующее нормы достаточности капитала («Базель I», 1988 г.), потребовало, чтобы при предоставлении ссуд бизнесу и потребительских кредитов банки имели *вдвое* больше [собственного] капитала, чем при предоставлении *ипотечных кредитов*. Правилами «Базель II», принятыми в 2005 г., было установлено, что ссудам бизнесу и потребительским кредитам должен соответствовать [собственный] капитал, в *пять раз* превышающий капитал, необходимый для приобретения [долговых] *ценных бумаг, обеспеченных залогом* (MBS), с рейтингом AAA. Во время консультаций, завершившихся принятием свода правил «Базель II», финансовые регуляторы США ввели нормы регулирования достаточности капитала, распространяемые только на американские банки («правило регресса», 2001 г., или Р-правило), согласно

которым минимальная величина собственного капитала при осуществлении производственного и потребительского кредитования должна была в те же пять раз превышать минимальный капитал, если банк покупал MBS с рейтингом AAA. Очевидно, что введение Р-правила стимулировало приобретение этих бумаг американскими банками, — они аккумулировали в своих портфелях MBS с рейтингом AAA на сумму около 0,5 трлн долл. Мы утверждаем, что именно это стало непосредственной причиной финансового (т.е. банковского) кризиса (см. главу 2).

7. Финансовый кризис перекинулся на нефинансовую, или «реальную» экономику из-за сжатия кредита, которое началось в середине 2007 г., когда от банков потребовали скорректировать балансовую стоимость их активов, переоценив ценные бумаги, выпущенные против заложных, имеющиеся в их портфелях, по текущим рыночным ценам, которые сильно упали вследствие опасений, вызванных ростом доли неплатежей по субстандартным заложным (в сентябре 2008 г. эти опасения достигли пика и переросли в панику). Наши соображения по поводу сокращения кредитования представлены в третьем параграфе главы 1 (см. «1.3. Как началась Великая рецессия»). Роль норм бухгалтерского учета, предписывающих переоценку активов по рыночным ценам (МТМ), проанализирована в главе 3.
8. Облигации, выпущенные против заложных, получили рейтинги AAA от трех рейтинговых компаний, специализирующихся на расчете рейтингов долговых инструментов, — Moody's, Standard and Poor's (S&P) и Fitch. С 1975 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) — американский регулятор рынка ценных бумаг защищает эти компании от конкуренции. Не только банки, но и все другие инвесторы либо были не в курсе данного факта, либо не понимали последствий, которые такая защита имела для точности публикуемых ими рейтингов. Это неведение, по-видимому, было свойственно также американским и международным банковским регуляторам, которые включили рейтинги данных трех компаний в Р-правило регресса и в правила «Базель II» (см. главу 3).

В главе 1 дана оценка (по больше части негативная) различным элементам общепринятых воззрений на причины, породившие финансовый кризис. Однако те читатели, которых интересует только наше собственное объяснение кризиса, не должны полностью пропускать главу 1, так как она содержит ключевой элемент нашего объяснения всей истории с данным кризисом: именно здесь изложен механизм выпуска ценных бумаг, обеспеченных закладными. Это изложение, сделанное максимально доступным для широкого читателя, содержится пятом параграфе главы 1 (см. «1.5. Как функционирует механизм частных ипотечных облигаций»).

У нас нет однозначного ответа на более общие вопросы, поставленные кризисом, однако те ответы, которые у нас имеются, являются, по крайней мере, необычными. Из них следует, что кризис был порожден неведением, присущим всем типам участников. Банкиры, приобретавшие облигации, выпущенные против закладных, не отдавали себе отчета в высокой уязвимости этих ценных бумаг перед лицом спада в жилищном строительстве или, что более вероятно, не понимали, насколько вероятен такой спад. В той же мере неведение было характерно и для регуляторов, поощрявших банки аккумулировать эти облигации в своих портфелях. Очевидно, что тогда регуляторы не понимали, что их действия в конечном итоге приведут к таким разрушительным последствиям, однако сегодня, глядя на то, что произошло, председатель совета директоров Федеральной корпорации по страхованию депозитов (FDIC) признала, что R-правило было ужасной ошибкой, которая объясняется неведением регулятора относительно возможных последствий его введения (см. главу 4).

Однажды Джон Мейнард Кейнс следующим образом выразился о непредсказуемости будущего: «Мы просто не знаем». Глядя со стороны, можно подумать, что это должно быть очевидно: в конце концов, по какой бы еще причине банкиры осуществляли действия, которые вполне могли разорить их банки? По какой еще причине регуляторы предпринимали шаги, чреватые разрушением банковской системы? Но — как мы полагаем — академическая экономическая наука в такой мере находится в плену концепции «стимулов», что экономисты склонны рассматривать вообще все, что случается в нашем сложном мире как результат намеренных действий экономических агентов, материально заинтересованных в определенном

исходе — вне зависимости от того, насколько катастрофическим является этот исход. Настоящие ошибки, порожденные нашим неведением и непониманием сложной реальности, редко находят место в общепринятых экономико-теоретических моделях<sup>1</sup>. Не будет большим преувеличением сказать, что экономисты склонны рассматривать экономических агентов как существа, обладающие совершенным пониманием реального мира, которые предвидят все, что произойдет, и которые обладают безошибочным знанием результатов, к которым должны приводить их действия.

Подразумевается, что мир, в котором обитают эти агенты, является миром простым, прозрачным и легко понимаемым. Этот упрощенный взгляд пугающим образом похож на мир теорий заговора, наполняющих политический дискурс, — порожденные экономическими теориями истории о банках, «слишком больших, чтобы позволить им разориться», и о роли непомерных выплат руководству корпораций. Эти истории были придуманы в расчете на широкую популярность, которую они и получили фактически. Но это как раз тот случай, когда «люди ошибаются».

Для целей настоящей работы более важно, что именно экономические эксперты создали указанные мифы о финансовом кризисе. Мы считаем, что данное обстоятельство представляет собой самую суть поднятой кризисом более широкой проблемы, которая имеет системный характер. Поэтому мы без колебаний приводим в данной книге имена знаменитых экономистов, высказывания которых о кризисе представляют собой, насколько мы понимаем, ненамеренное мифотворчество.

---

<sup>1</sup> Даже концепции «рационального неведения» и «асимметричности информации», в рамках которых экономисты соглашаются рассматривать феномен неведения, трактуют неведение как результат добровольного решения, принятое либо агентом, который взвешивает издержки изучения такого вопроса, сопоставляя их с получаемыми выгодами, либо агентом, который сам заинтересован в сокрытии информации от других агентов (см. [Evans and Friedman, 2011]). Характерное для современной экономической науки отсутствие концепции неведения в подлинном смысле этого слова, т.е. неведения непреднамеренного, не оставляет экономистам, осмысливающим феномен *ошибок*, иного выбора, кроме как обращаться к теориям «иррациональности». В главе 1 мы подвергаем критическому анализу обе стороны этой дилеммы.

Ошибки экспертов производят такое сокрушительное впечатление не только из-за количества ошибочных ретроспективных оценок причин, породивших кризис, но и потому, что другие эксперты ошиблись и в своих прогнозах относительно благоприятных последствий регулирования достаточности капитала и изменений правил бухучета, которые, как мы полагаем, внесли такой значимый вклад в то, что разразился кризис и началась рецессия. При этом мы не обвиняем ни одного из этих экспертов (чего мы точно не утверждаем, так это того, что они совершили ошибки *намеренно*), — они делали что могли, действуя в условиях ограничений, связанных с человеческим невежеством и способностью ошибаться.

Данная ситуация ставит и перед политической, и перед экономической теорией настоящую дилемму: ведь к кому еще, как не к экспертам, мы можем обратиться, сталкиваясь со сложностью мира? Что может служить альтернативой тому, чтобы поручить регулирование капитализма экспертам? Мы обсуждаем эти вопросы в главе 4.

## Глава 1

# БОНУСЫ, ИРРАЦИОНАЛЬНОСТЬ И ФАКТОР СЛИШКОМ БОЛЬШОГО МАСШТАБА БИЗНЕСА:

общепринятые суждения о причинах кризиса  
и их теоретические предпосылки

К концу 2010 г. общественное мнение пришло к согласию относительно справедливости шести следующих неоспоримых истин, в совокупности объясняющих причины финансового кризиса.

1. В период 2001—2005 гг. процентные ставки были слишком низкими, что привело к образованию не имевшего аналогов в прошлом пузыря на американском рынке жилой недвижимости.
2. Обе ключевые компании, функционирующие при государственной поддержке (GSE), — Fannie Mae и Freddie Mac — ослабили стандарты выдачи кредитов, что способствовало формированию причин, вызвавших кризис.
3. Дерегулирование финансовой сферы позволило «теневому банковскому сектору» ввести в практику выдачу субстандартных ипотечных кредитов и осуществлять их секьюритизацию.
4. Используемые банками системы вознаграждения, в особенности выплаты бонусов за сделки, генерирующие денежные поступления, стимулировали банкиров, рассчитывавших на продолжение ипотечного бума, покупать облигации, обеспеченные закладными, привлекая в гигантских объемах заемные средства. При этом банкиры получали огромные вознаграждения в случае, если их ожидания оправдывались, но никак не штрафовались в случаях, когда эти ожидания оказывались ошибочными.
5. Банкиры полагали, что их банки являются слишком крупными, чтобы [государство или регуляторы] им позволили разориться (ТВТФ); поэтому они осуществляли безрассудные инвестиции, полагая, что в случае краха будут спасены и их банки тоже.

6. «Иррациональная эйфория» стимулировала покупки ценных бумаг, обеспеченных субстандартными закладными, при этом инвесторы не обращали внимания на тот факт, что в случае неизбежного падения цен на жилые дома по этим бумагам весьма вероятен дефолт.

В настоящей главе мы противопоставим этим шести элементам общепринятого объяснения причин кризиса убедительные доводы и здравую логику, которая, как мы полагаем, поможет прояснить основания нашего собственного объяснения, сводящегося к тому, что он стал результатом ошибок регулирования. Главный вред в данном случае исходил не от обычных целевых показателей деятельности банков, а от норм регулирования, устанавливающих требования к капиталу банков, которые известны как Базельские правила.

Когда в начале 2009 г. мы только начинали анализировать финансовый кризис, нами двигало чувство неудовлетворенности имевшимися на тот момент исследованиями по данной тематике. В них преобладали гипотезы, но не хватало фактов (что вполне можно понять), причем многие из этих гипотез, будучи в одинаковой степени правдоподобными, противоречили друг другу. Кроме того, количество циркулировавших тогда версий превышало те шесть, которые мы перечислили выше, и — отчасти вследствие такого обилия объяснений кризиса — бытовало широко распространенное мнение, согласно которому убедительно объяснить, что же именно пошло не так, пока никому не удалось. Оказалось, что экономической науке требуются какие-то нетривиальные парадигмы и свежие мысли не просто желательны, а обязательны. Это придало финансовому кризису дополнительную значимость — он стал важным пунктом повестки дня не только вследствие порожденных им человеческих драм, но и из-за того, что кризис стал полем приложения интеллектуальных усилий множества исследователей.

Однако очень скоро политики и политизированные идеологи начали так подавать гипотезы, соответствовавшие их идеологическим клише, как будто они соответствуют установленным фактам, вследствие чего именно эти гипотезы со временем сформировали общественное мнение. Консерваторы стремятся обвинять в кризисе правительство, используя для этого гипотезы 1, 2 и 5, тогда как леволиберальные авторы и политики



стараятся возложить ответственность за кризис на капитализм, используя для этого гипотезы 3, 4 и 6.

Предвзятые суждения находят место и в академических работах. Большинство академических комментариев по поводу кризиса были написаны профессиональными экономистами, которые — для достижения самых разных целей — использовали одно и то же средство из арсенала экономической профессии — теорию рационального выбора. Дошло до того, что одной из объясняющих переменных, которую экономисты оказались в состоянии идентифицировать, стал «стимул», известный всем остальным как «мотив получения прибыли». Если происходит экономическая катастрофа, то для большинства экономистов ее причиной *просто должна быть* неправильная система стимулирования. Этому стереотипу вполне соответствуют пункты 4 и 5 из приведенного выше списка — гипотеза о решающей роли бонусов и гипотеза о слишком крупных банках, чтобы им позволили разориться (гипотеза ТВТФ), каждая из которых кладет в основу безрассудного поведения банкиров соответствующий стимул, побуждающий их действовать в расчете на ожидаемые выгоды.

Однако люди склонны смешивать простую констатацию существования таких стимулов и убедительное доказательство того, что именно они являются действительной причиной кризиса. Нобелевский лауреат по экономике Джозеф Стиглиц, который считает верными обе эти гипотезы одновременно (и гипотезу о роли бонусов, и гипотезу ТВТФ), безо всякой иронии пишет: «...бедствие, причиной которого были эти неправильные стимулы, для нас, экономистов, стало чем-то поистине успокоительным: наши модели предсказывали, что в данном случае должны иметь место избыточные риски и поведение, ориентированное на достижение краткосрочных результатов. То, что произошло в действительности, подтвердило наши прогнозы» (см. [Stiglitz, 2010b, 153]). Однако ниже мы увидим, что когда Стиглиц писал эту сентенцию, факты, серьезно подрывавшие справедливость утверждения о том, что экономическая катастрофа разразилась *вследствие* этих неправильных стимулов, уже были доступны.

Кризис также предоставил обильный материал тем экономистам, которые любят сбрасывать с парохода современной науки ортодоксальных теоретиков, которые упорно ограничиваются осмыслением стимулов, которым подчиняется

поведение *рациональных* агентов. Такие авторы (см., например, [Akerlof and Shiller, 2009]) популяризировали понятие иррациональной эйфории, т.е. гипотезу 6. Наше возражение против данной гипотезы состоит в том, что она представляет собой ошибочное использование психологической терминологии, при котором создается впечатление, что кризис был спровоцирован определенной разновидностью поведения, характеризовавшегося некоей *повышенной эмоциональностью*. На самом деле имеющиеся факты говорят о том, что банкиры *ошибались*, но это не значит, что эти банкиры «сошли с ума».

Наши критические замечания по поводу общепринятых объяснений могут показаться несправедливыми. Многие суждения о кризисе, ставшие господствующими позже, поначалу приобрели популярность в результате работы журналистов, которые в условиях жестких сроков сдачи материалов часто не имели иного выбора, кроме как повторять то, что произносилось экспертами, или использовать материалы идеологизированных исследований. Именно по этой причине на публицистику обычно смотрят в лучшем случае как на предварительный набросок истории — считается, что в более длительной перспективе оценки публицистов будут корректироваться и замещаться результатами исследований ученых. Та же судьба — подвергнуться процессу коррекции и замены, — как в свое время указывал еще Макс Вебер (см. [Weber, (1918), 1946]), ожидает и версии, выдвигаемые учеными. Поскольку поспешные суждения о финансовом кризисе, высказанные журналистами (и учеными!), со временем отбрасываются, может случиться так, что специалисты постепенно откажутся от тех воззрений, которые являются общепризнанными сегодня.

Тем не менее широкое принятие определенных воззрений порождает немедленные и немаловажные последствия. Восприятие кризиса информированной публикой в какой-то мере основано на поспешных суждениях журналистов и ученых. Это восприятие застывает, принимая вид убеждений. Политические силы — как правого, так и левого толка — действуют уже в соответствии с такими догмами относительно кризиса, которые либо в весьма незначительной степени основаны на фактах, либо не основаны на фактах вообще. Тем самым на этих догмах базируются и политические изменения. Более того, нельзя ожидать, что стереотипы массового восприятия, сформированные в разгар экономической катастрофы, изменятся просто потому,

что в будущем неявные гипотезы, лежащие в основе этих стереотипов, будут, возможно, опровергнуты добросовестными учеными. Поэтому мы считаем исключительно важным, чтобы различные гипотезы прошли проверку имеющимися фактами немедленно, хотя и отдаем себе отчет в том, что, как предсказывал Вебер, некоторые или даже все наши факты обязательно будут отвергнуты и некоторые из наших выводов окажутся ошибочными. Однако корпус основных фактов, представленный в настоящей главе, уже стал достоянием общественности, и сегодня он изучен более или менее исчерпывающим образом. Если сопоставить эти факты с общепринятым мнением, то большинство его элементов рассыпается, и мы опять остаемся с теми же вопросами, которые с самого начала данного кризиса сделали его таким интересным и значимым явлением.

Общепринятое мнение о причинах кризиса содержит некоторые зерна истины, но по большей части оно является очевидно ошибочным. В этой главе мы расчистим поле исследования от мифов, что даст нам возможность поставить проблему, которую призвано решить научное исследование. Мы изучим некоторые неявные допущения, из-за которых даже весьма проницательные и знающие ученые, в особенности экономисты, зачастую поддерживают такие теории происхождения кризиса, которые не имеют оснований в реальности.

## 1.1. Ограниченная роль низких процентных ставок

Мы располагаем фактами, которые говорят в пользу модифицированной версии первого тезиса. Они подтверждают, что низкие процентные ставки привели не к финансовому кризису, а к образованию *пузыря на рынке жилой недвижимости*. Джон Тэйлор из Стэндфордского университета в [Taylor, 2010] убедительно показал, что в первой половине десятилетия низкие процентные ставки коррелировали с бумом на рынке жилья не только в США, но и в странах Европейского союза.

И Федеральный резерв, и Европейский центральный банк (ЕЦБ) в 2001–2004 г. понижали процентные ставки, причем ставка по федеральным фондам упала с 6,5% в январе 2001 г. до 1% в июне 2003 г., т.е. до самого низкого значения для периода более чем в сорок лет (см. рис. 1.1). В течение года она оставалась на уровне 1%, после чего началось ее

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

[e-Univers.ru](http://e-Univers.ru)