

# СОДЕРЖАНИЕ

	<i>Введение</i> .....	7
<b>ГЛАВА 1</b>	Иррациональное начало.....	19
<b>ГЛАВА 2</b>	Кризис начинается, развивается и теряет силу.....	43
<b>ГЛАВА 3</b>	Корни кризиса.....	65
<b>ГЛАВА 4</b>	Цены на акции и стимул для инвестирования в собственный капитал.....	77
<b>ГЛАВА 5</b>	Финансы и регулирование .....	91
<b>ГЛАВА 6</b>	От шхун для перехвата информации и далее .....	119
<b>ГЛАВА 7</b>	Неопределенность — враг вложений .....	137
<b>ГЛАВА 8</b>	Производительность: абсолютный измеритель экономического успеха.....	155
<b>ГЛАВА 9</b>	Производительность и эпоха субсидий.....	179
<b>ГЛАВА 10</b>	Культура .....	203

<b>ГЛАВА 11</b>	Начало эры глобализации, неравенство доходов, рост коэффициента Джини и появление кланов .....	225
<b>ГЛАВА 12</b>	Китай .....	255
<b>ГЛАВА 13</b>	Деньги и инфляция .....	269
<b>ГЛАВА 14</b>	Буферы .....	283
<b>ГЛАВА 15</b>	Заключение .....	289
	<i>Благодарности</i> .....	307
	<i>Приложение А</i> .....	309
	<i>Приложение В</i> .....	319
	<i>Приложение С</i> .....	333
	<i>Комментарии</i> .....	373
	<i>Предметный указатель</i> .....	407

## ИРРАЦИОНАЛЬНОЕ НАЧАЛО

**В** детстве я мало где бывал, лишь изредка покидая Нью-Йорк. Когда подростком я попал в более широкий мир, меня поразило, насколько похоже ведут себя совершенно разные люди. Они могли быть из разных стран и говорить на разных языках, но их взаимоотношения и поведение не представляли никакой загадки для мальчика, выросшего в недрах Нью-Йорка. Когда я стал больше ездить, то всегда изумлялся тому, что и норвежский бизнесмен, и вождь южно-африканского племени, и китайский музыкант примерно одинаково реагировали на повседневные события. Все они улыбались или смеялись, когда радовались, одинаково выражали страх или эйфорию.

Шли годы, и я видел, что подростки, несмотря на смену поколений, все так же остаются ранимыми, неловкими и испытывают все те же устремления. Представленный в романах Джейн Остин спектакль социальных отношений, разыгранный на сцене Британии начала XIX в., понятен и знаком всем нам, сегодняшним. Похоже, мы, люди, довольно гомогенный вид.

Но кто же мы, по сути? Сами мы считаем, что наше поведение определяется разумом в отличие от других живых существ. Это, безусловно, так. Однако мы довольно далеки от определения, данного неоклассическими экономистами, согласно которому люди действуют на основе рационального стремления к долгосрочному получению

личной выгоды. Наш мыслительный процесс — на что указывают бихевиористы — скорее интуитивный, а не силлогический. Конечно, в конце концов, всякий интеллектуальный и, соответственно, материальный прогресс нуждается в логическом подтверждении, но в целом логика не лежит в основе нашего обычного мышления.

Экономика иррационального, в общих чертах, охватывает широкий спектр поведенческих шаблонов людей и во многом пересекается с довольно новой дисциплиной — поведенческой экономикой. Задача заключается в том, чтобы дать более близкую к реальности модель поведения людей, чем модель полностью рационального «экономического человека», так долго превалявавшая в курсах экономики наших университетов<sup>1</sup>. Согласно новому, более реалистичному взгляду на обычное поведение людей на рынке, наблюдаемый экономический рост несколько ниже, чем он мог быть, если бы люди действовали исключительно «рационально». Этот момент заслуживает большего внимания, чем просто научный интерес. Ведь наши статистические исследования и прогнозы и без того основываются на том, как люди *в действительности* поступают, а не на том, какие решения они могли бы принять, если бы вели себя более рационально. Действительно, если бы люди действовали так рационально, как говорят классические учебники по экономике, на которых я вырос, мировой уровень жизни был бы гораздо выше. Но они действуют иначе. Таким образом, с точки зрения составителя прогнозов, вопрос не в том, рационально ли поведение, а в том, является оно повторяющимся и системным, чтобы измерить его и предсказать.

Можем ли мы лучше идентифицировать и учитывать те моментальные суждения, на которых в основном (если не полностью) основываются наши скоропалительные финансовые и другие решения, — «быстрое мышление», говоря словами Дэниела Канемана, ведущего поведенческого экономиста? Думаю, да.

## БОЛЕЕ ОТДАЛЕННАЯ ПЕРСПЕКТИВА

Возьмем для примера те озарения, благодаря которым мы получили паровой двигатель, электрический мотор, железную дорогу, телеграф,

атомную энергию и интегральную схему. Эти и другие инновации в последние два столетия способствовали развитию человеческой цивилизации и достижению небывалого материального уровня жизни. Все они были результатом логических умозаключений человека. В XVII в. французский математик Блез Паскаль заметил, что «величие человека — в силе его мысли». Канеман называет это «медленным мышлением».

Великие изобретатели нередко считают, что их открытия происходили в результате озарения или интуитивно. Однако почему-то подобные озарения случаются только у тех, кто упорно накапливает необходимые знания<sup>2</sup>. Я считаю революцию XVIII в., эпоху Просвещения, в особенности работы Джона Локка, Дэвида Юма, Адама Смита и их последователей, важнейшей интеллектуальной основой высокого уровня жизни в XXI в. Их идеи привели к кардинальному изменению политических взглядов и общества, где до этого господствовало право помазанника Божия, нередко в сочетании с церковным правом. Многие страны преобразовались, поставив во главу угла верховенство закона, который защищал права личности и, в частности, право собственности. Конкурируя в поиске личной выгоды, мы стимулировали появление инноваций, встряхнувших мир после тысячелетнего экономического застоя. Это произошло исключительно в результате интеллектуальной деятельности, и именно она лежит в основе подъема современных капиталистических стран. Но рациональная интеллектуальная деятельность всегда сопровождалась изрядной толикой иррациональности.

В XIX в. с переходом от натурального хозяйства к непрерывно усложняющейся городской экономике современного мира сформировался индустриальный экономический цикл. Им совершенно явно управляло то самое иррациональное начало, которое лежит в основе нынешних спекулятивных бумов. Поскольку сельское хозяйство, роль которого, хотя и упала, но все еще была значительной в 1950-е гг., зависело от погодных условий, а не от иррационального начала, оно выпадало из экономического цикла несельскохозяйственных отраслей и сглаживало взлеты и падения экономической активности в целом.

В этой книге я время от времени стараюсь дополнить стандартные модели прогнозирования для отражения в них того, что мы всегда

знали о финансовых крахах, но никогда не учитывали. Как уже говорилось, я всегда рассматривал иррациональные настроения как нечто *случайное*, трудно поддающееся встраиванию в формализованные модели функционирования рыночной экономики. Сентябрь 2008 г. стал переломным моментом для составителей прогнозов, в том числе и для меня. Он заставил нас искать пути учета в макромоделях иррациональных настроений, доминирующих в финансах.

Эти настроения, как будет показано позже, в большей или меньшей степени контролируются разумом, поэтому для описания такого поведения людей на рынке я предпочитаю использовать слово «склонности». В основе технологий, обеспечивавших рост производительности труда со времен эпохи Просвещения, лежат рациональные озарения. Случайная иррациональность не приводит к открытиям. Если бы рациональное начало не было определяющим фактором, мы бы не смогли объяснить колоссальное повышение уровня жизни, достигнутое за последние два века.

Ниже я продемонстрирую, как контролируемое разумом иррациональное начало влияет на *макроэкономические* решения и результаты. Недавно ставшая популярной поведенческая экономика заставляет составителей прогнозов оценивать экономические данные в контексте более сложной модели, чем та, к которой привыкло большинство из нас.

## ПОВЕДЕНЧЕСКАЯ ЭКОНОМИКА

Поведенческая экономика не заменяет традиционную экономическую науку и даже не претендует на это. Ведущий поведенческий экономист Дэниел Канеман, обсуждая свою последнюю книгу, отметил, что «все дело... в необъективности интуиции. Вместе с тем концентрация внимания на ошибках вовсе не отрицает разумности человека... Значительная часть наших суждений и действий адекватны»<sup>3</sup>.

Как точно подметили Колин Камерер и Джордж Лоуэнстайн десятилетие назад, «в основе поведенческой экономики лежит уверенность в том, что повышение реализма психологических основ экономического анализа улучшит экономическую науку *саму по себе*... Это не означает,

что надо полностью отказаться от неоклассического подхода к экономике, ориентированного на максимизацию полезности, равновесие и эффективность... [Поведенческие] отступления не радикальны... поскольку они касаются упрощающих допущений, не являющихся ключевыми в экономической науке. Например, в неоклассической экономике ничего не говорится о том, что людям следует... линейно взвешивать рискованные результаты или что им надо дисконтировать будущее экспоненциально при постоянной ставке»<sup>4</sup>.

## ИДЕНТИФИКАЦИЯ

Из-за того, что люди демонстрируют сходное поведение, каждый из нас может сам выявить большинство, если не все, врожденные склонности путем наблюдения и самоанализа. Страх, эйфория, дух конкуренции и временное предпочтение, например, достаточно очевидны и узнаваемы в людях. Другие склонности, такие как стадность или приверженность «местному», «отечественному», мы можем увидеть, в основном наблюдая за поведением других людей. (Далее мы рассмотрим эти склонности подробнее.)

Выделяя склонности, я не ставил целью выяснить, какие из них действительно врожденные, а какие повторяются настолько регулярно, что становятся равноценными врожденным. Я отношу к врожденным такие склонности, как стадное поведение, скорее для удобства, а не по каким-то высоким соображениям. В моей интерпретации термин «врожденный» включает в себя как изначально заложенные в человеке склонности, так и те стабильные образчики поведения, которые могут учитываться разработчиками моделей как врожденные. Я не претендую на полный охват имеющих отношение к экономике настроений или склонностей, но надеюсь, что сумел обозначить самые важные из них. Моя основная задача — очертить группу стабильных факторов экономического поведения людей, которые поддаются статистическому измерению и, таким образом, моделированию. Я в полной мере сознаю, что в своих изысканиях касаюсь дисциплин, в которых не разбираюсь профессионально, и стараюсь учитывать это в выводах.

## СКЛОННОСТИ

### *Страх и эйфория*

Всем нам доводилось испытывать чувство угрозы себе и своим материальным ценностям (страх) и ощущение благополучия или восторга (эйфория) при преследовании своих экономических интересов. Страх, главная составляющая иррациональных настроений, — это ответ на угрозу жизни, здоровью и имуществу. Это эмоциональное проявление, безусловно, врожденное — никто не застрахован от него. Но реагируют люди на страх по-разному, и это различие — один из компонентов индивидуальности каждого человека. Именно нашей индивидуальностью, несмотря на то, что в целом все мы похожи, обусловлено разное материальное и социальное положение людей в общественной иерархии. Более того, именно благодаря индивидуальности возникают рынки, существует разделение труда и экономическая деятельность в том виде, в котором мы их знаем.

### *Неприятие риска*

Неприятие риска — это сложный иррациональный мотив, который очень важен для прогнозирования. Оно отражает двойственное отношение людей к риску. Необходимость действовать, чтобы добыть пищу, обеспечить кров и удовлетворить другие жизненно важные потребности, очевидна для всех. Очевидно и то, что мы далеко не всегда знаем заранее, насколько успешными будут наши действия. Процесс выбора, какие риски принять, а какие нет, определяет относительную ценовую структуру рынков, которая, в свою очередь, определяет, куда будут инвестироваться сбережения, — важная функция финансов (я затрону эту тему в главе 5).

Если принятие риска так важно для нашей жизни, означает ли это, что более высокий уровень принятого риска лучше, чем более низкий? Если бы более высокий риск был лучше, то спрос на низкокачественные облигации был бы выше, чем на безрисковые, а высококачественные



облигации имели бы более высокую доходность, чем низкокачественные. Но этого не происходит, из чего можно сделать очевидный вывод: принятие риска — это неотъемлемая часть нашей жизни, но риск не является чем-то таким, чего активно ищут большинство из нас. Поддержание правильного баланса рисков очень важно для всех нас в повседневной жизни. Особенно наглядно это видно, пожалуй, в финансах при управлении портфельным риском.

Две крайности — нулевое неприятие риска и полное неприятие риска (или, если наоборот, — полное принятие риска и нулевое принятие риска) — не свойственны человеку. Нулевое неприятие риска, т. е. отсутствие какого-либо неприятия рискованных действий, означает, что человека совершенно не беспокоит объективный уровень риска для жизни и здоровья, или он не в состоянии оценить его. Такие люди не могут (или не хотят) идентифицировать опасные для жизни события. Однако чтобы получить что-то от жизни, необходимо действовать, т. е. принимать риски, связанные с собственными действиями или действиями других, например как родители берут на себя риски своих детей.

Мы нормально живем день за днем в этих границах неприятия риска и его принятия, которые приблизительно характеризуются спредами доходности на финансовых рынках в зависимости от кредитного рейтинга и сроков погашения. Эти границы чрезвычайно важны для прогнозирования. Изменение динамики цен акций в начале 2009 г. после кризиса 2008 г. сигнализировало о том, что уровень страха людей приближается к историческому пределу (см. главу 4). Пределы страха ясно видны и на кредитных спредах, у которых очень мало или вообще нет долгосрочных исторических трендов. Например, первоклассные облигации железных дорог сразу после Гражданской войны имели такие же спреды относительно казначейских ценных бумаг, как и после Второй мировой войны, что говорит о долгосрочной стабильности уровня и спреда неприятия риска людьми.

Я оцениваю как рациональную, так и эмоциональную реакцию людей на риск на нефинансовых рынках с помощью инструмента, который использую уже много лет, — доли ликвидного денежного потока, которую менеджмент *решает* направить в неликвидные, особенно

долгосрочные, капиталовложения. Эта доля характеризует уровень неуверенности руководства компаний и, соответственно, его готовность принимать риски. В 2009 г. она упала до минимального для мирного времени уровня с 1938 г. Эквивалентным показателем неприятия риска для домохозяйств является доля их денежного потока, вкладываемая в дома. Этот показатель достиг самого низкого за послевоенный период уровня в 2011 г. Резкое сокращение инвестиций, особенно в долгосрочные активы, в значительной степени объясняет, почему американская экономика не восстановилась так же, как это было в 10 предыдущих случаях после Второй мировой войны (см. главу 7 «Неопределенность — враг вложений»).

В этой книге я пытаюсь разобраться в роли неуверенности и неприятия риска как ключевых детерминантов экономической активности. На мой взгляд, цены акций не только являются важным признанным индикатором деловой активности, но и ее действенным стимулятором (см. главу 4). Неопределенность во многом схожа с поисками в тумане. Сильное дисконтирование будущего равносильно признанию невозможности ясно видеть дальше определенной точки и того, что мы видим все хуже с увеличением расстояния (риска). Уменьшить или устранить неопределенность — все равно что выйти из тумана.

### *Временное предпочтение*

Временное предпочтение — это очевидная склонность более высоко ценить актив сегодня, чем в определенное время в будущем. Обещание, выполненное завтра, не такое ценное, как обещание, выполненное сегодня. Яркий пример временного предпочтения — это готовность покупателей очень популярного iPhone 5 от Apple (выпущен в сентябре 2012 г.) заплатить больше, лишь бы получить его сейчас. Мы знакомы с этим феноменом по его наиболее явному проявлению — процентным ставкам и нормам сбережения (см. пояснение 1.1). Устойчивость временного предпочтения продемонстрировать очень просто. Даже в Древней Греции в V в. до н. э. уровни процентных ставок

были такими же, как и на нынешних рынках<sup>5</sup>. Официальная учетная ставка Банка Англии колебалась с 1694 г. по 1972 г. от 2 до 10%. В конце 1970-х гг., во время инфляции, она подскочила до 17%, но затем снова вернулась в свой исторический диапазон ниже 10%. Логично предположить, что у временного предпочтения также нет явного долгосрочного тренда.

Такие выводы об устойчивости временного предпочтения согласуются с положениями поведенческой экономики. Известный эксперимент, проведенный в 1972 г. психологом Стэнфордского университета Уолтером Мишелем, показал связь между способностью детей в возрасте от четырех до шести лет отказаться от немедленного удовольствия<sup>6</sup> и результатами, которые годы спустя эти же дети показывали на экзаменах: оценки тех, кто в детском возрасте мог отказаться от немедленного вознаграждения, были выше. Испытание тех же участников в 2011 г. подтвердило *пожизненное* сохранение склонности к одному и тому же временному предпочтению, хотя и неодинаковому у разных людей. Отказ от немедленного вознаграждения в пользу большего вознаграждения в будущем обычно связан с более высоким интеллектуальным уровнем.

Я считаю, что реальные (с учетом инфляционных ожиданий) рыночные процентные ставки стремятся к устойчивому временному предпочтению, хотя это и не очевидно, поскольку временное предпочтение редко проявляется явным образом.

## ПОЯСНЕНИЕ 1.1. ВРЕМЕННОЕ ПРЕДПОЧТЕНИЕ И СБЕРЕЖЕНИЯ

Ожидания относительно будущего (временное предпочтение) со всей очевидностью должны влиять на нашу склонность к сбережениям. Высокая предпочтительность немедленного потребления снижает склонность к сбережению, а высокая предпочтительность накопления сбережений на старость, например, снижает склонность к немедленному потреблению. Тем не менее, на протяжении большей части нашей

истории временное предпочтение не оказывало заметного влияния на уровень сбережений. До XIX в. практически вся производимая продукция шла на поддержание существования людей. Откладывать было практически нечего, даже если врожденная склонность к сбережению требовала этого.

Например, население Западной Европы могло обеспечивать рост всего на 0,2% в год с 1000 г. по 1820 г. после застоя в предыдущее тысячелетие<sup>7</sup>. Лишь когда инновации и рост производительности труда избавили, наконец, людей от хронического голода, временное предпочтение стало заметной экономической силой. С 1880 г. валовой уровень частных сбережений в США был удивительно стабильным и оставался пределах 10–20% ВВП. Валовые внутренние сбережения были в среднем несколько выше, но, как видно в примере 9.3, норма сбережений резко выросла после 1834 г.

Сбережения — это показатель степени отказа от потребления. Инвестиции — характеристика конкретных активов, в которые вкладываются эти сбережения. Сбережения и инвестиции, как я покажу в пояснении 9.3, — это взаимозаменяемые характеристики одних и тех же *реальных* финансовых операций.

Культура отражает склонность страны к отказу от потребления. Действуя рационально, люди с молодости накапливают сбережения для своего обеспечения после ухода на пенсию. (Само понятие «уход на пенсию» — феномен XX в.) Однако нередко наши менее рациональные склонности мешают поступать так предусмотрительно.

Что интересно, так это как нам, в США, удавалось сохранять такое постоянство нормы сбережения более столетия. Временное предпочтение, которое, судя по долгому периоду стабильности безрисковых процентных ставок, было устойчивым, определяет потолок доли доходов, превращаемых людьми в сбережения при наличии возможности. Временное предпочтение стало фактором, определяющим норму сбережений, не раньше чем человеческий гений поднял производство до такого уровня, когда оно стало давать больше необходимого лишь для простого выживания.

## Стадное поведение

Известная человеческая черта — следовать за лидером или подражать ему. Она возникает из стремления большинства людей обеспечить свою безопасность (эмоциональную и физическую) через принадлежность к определенной группе. Это, пожалуй, одна из главнейших склонностей человека, уступающая по значимости разве что страху, и значительный фактор экономической деятельности. Стадность существенно усложняет процесс спекуляции и экономический цикл, поскольку отвлекает нас от рыночных фактов и привлекает внимание к менее объективным взглядам других людей. Стадное чувство велит потребителю «быть не хуже других», толкает к «демонстративному потреблению» (термин введен Торстейном Вебленом в 1899 г.)<sup>8,9</sup>.

Я бы предположил, что именно это поведение лежит в основе долгосрочной стабильности уровней расходов и сбережений домохозяйств из поколения в поколение. Индивидуальные сбережения как доля располагаемого индивидуального дохода в мирное время практически не выходили из узкого диапазона 5–12% с 1897 г. (см. пример 1.1). Возникает вопрос, почему при очень значительном росте среднего реального дохода домохозяйств в течение жизни многих поколений не выросла средняя норма сбережений? Как я отмечал в книге «Эпоха потрясений»\*, счастье зависит от того, как доход человека соотносится с доходом тех, кого он считает равными себе, или тех, кого он выбрал в качестве модели, а не от абсолютного размера получаемых материальных благ. Когда выпускников Гарварда спросили, что доставит им больше радости: \$50 000 в год, если другие зарабатывают в два раза меньше, или \$100 000 в год, если другие зарабатывают в два раза больше, — большинство выбрало более низкий доход. В свое время, узнав об этой истории, я посмеялся и хотел было выбросить ее из головы. Однако она напомнила мне о любопытном исследовании, проведенном в 1947 г. Дороти Брейди и Роуз Фридман<sup>10</sup>.

---

\* Гринспен А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. С 264–265.

Брейди и Фридман обнаружили, что доля дохода, которую американская семья тратит на приобретение непродовольственных товаров и услуг, определяется в значительной мере не размером семейного дохода, а его уровнем относительно среднего семейного дохода в стране. Из этого следует, что семья со средним доходом в 2000 г. должна истратить такую же долю своего дохода, как и семья со средним доходом в 1900 г., хотя с учетом инфляции доход 1900 г. составляет небольшую часть дохода 2000 г. Выполненная мною перепроверка их расчетов на обновленных данных подтвердила сделанный вывод<sup>11</sup>. Поведение потребителей практически не изменилось за последние 125 лет.

Стадность отличается от других склонностей тем, что это не только индивидуальная склонность к подражанию, но и принцип коллективного поведения, влияющий на экономику в целом. Например, страх и эйфория — это заразные процессы, усиливаемые стадным чувством<sup>12</sup>. Между тем бывает сложно понять, почему люди хотят принадлежать к одной группе больше, чем к другой, или что заставляет их оставлять одну «толпу» и присоединяться к другой. Появление современных социальных сетей лишь усилило стадность поведения.

Стадное поведение — это и главный двигатель, и важная характеристика спекулятивных бумов и крахов. Когда стадная спекулятивная горячка зарождается на бычьем рынке, он становится весьма уязвимым к тому, что я называю «парадоксом Джессела» (см. главу 3), и обваливается. Если парадокс Джессела объясняет спекулятивные бумы на растущем рынке, то аналогией обратного процесса на падающем рынке в прямом и переносном смысле является «паника в стаде» — термин из скотоводческой практики Дикого Запада.

Повседневная реальность требует от человека принятия таких решений, которые большинство в той или иной степени считает выше своего понимания<sup>13</sup>. Многие из нас руководствуются догматами религии, и все мы следуем примеру окружающих или лидеров.

Те же, кто полагают — справедливо или нет, — что они знают путь, которым должно идти общество, должны бороться за лидерство. Возникают клики или политические партии, из недр которых выходят лидеры, иногда используя военные рычаги. В демократических обществах,

к счастью или нет, кто именно станет лидером, в немалой мере зависит от стадного поведения.

Очень немногие социальные группы (если вообще найдутся такие) добиваются успеха без определенной иерархии лидерства. Сообщества, которые принимают коллективные решения путем строго согласия, особенно те, что пытаются строить совместную жизнь на основе обобществления дохода и богатства, практически всегда распадаются. Люди склонны устанавливать эмоциональные связи с более широким сообществом, но когда такие связи требуют уравнивания дохода или статуса в сложившейся иерархии, они рвутся из-за присущего человеческой природе эгоцентризма. Склонность к соперничеству заставляет нас участвовать в гонках за лидерство, а это ведет к разрушению сообществ с общественной формой собственности.

В любом обществе люди стремятся повысить свой статус в существующей иерархии. Даже те, кто считает, что мнение других не влияет на них, все равно придерживаются обычаев и культуры своих сообществ. Так, Альберт Эйнштейн, образец интеллектуально независимого человека, следовал социальным нормам своего времени. Айн Рэнд, самая независимая личность, которую я когда-либо знал, одевалась совершенно обычным образом, как было принято в ее обществе.

## *Инерция*

Каждый из нас стремится снизить напряжение и тревоги, связанные с повседневной жизнью. Инерция, нежелание что-либо предпринимать, — это состояние, в котором мы обычно находимся, пока настоятельная необходимость не заставит нас действовать. Эта склонность особенно заметна на рынке, где каждодневные изменения, например цен и производства, крайне малы.

Как показано в приложении А, цены акций даже с учетом долгосрочного тренда не демонстрируют той хаотичности, которую можно было бы ожидать в отсутствие склонности к инерции. Это следует из намного более значительной концентрации небольших дневных изменений, чем предполагает полностью случайное колебание цен.

## *Зависимость*

Чувство взаимозависимости заставляет нас искать поддержки и одобрения тех людей, которых мы считаем своим окружением. Люди за редким исключением живут не как отшельники, а группами и пользуются выгодами сотрудничества и разделения труда<sup>14</sup>. Ну и, конечно, если бы мы не следовали инстинкту продолжения рода, то никого из нас здесь не было бы. Но чувство зависимости по определению ввергает «зависимых» в состояние неопределенности. Чтобы избавиться от неопределенности, «включается» врожденная склонность человека к самоуважению, и он бросает вызов власти. По природе своей человек склонен к определенной доле независимости. Зависимость в той или иной форме необходима, но вовсе не обязательно приносит удовольствие. Дети, которых родители воспитывают в строгости, часто бунтуют против родительского контроля. Бывает даже, что они убегают из дома в знак протеста, однако возвращаются тогда, когда потребность в зависимости становится очевидной.

## *Взаимодействие*

Временное предпочтение в сочетании с неприятием риска и стабильностью главенствует в ценообразовании всех приносящих доход активов и с XIX в. определяет ту долю дохода, которую домохозяйства превращают в сбережения в долгосрочной перспективе. Реальная (с учетом инфляции) процентная ставка фиксируется на основе временного предпочтения и колеблется в зависимости от объемов сбережений и инвестиций в экономике и уровня финансового посредничества. Доходность облигаций характеризует неприятие риска по двум показателям: кредитный рейтинг и срок погашения. Стадный инстинкт нередко приближает индивидуальное неприятие риска к среднему уровню для группы: другие инвесторы, семья, аналитики. Биржевые цены можно рассматривать как размер ожидаемой прибыли на акцию, умноженной на применимую к этой прибыли ставку дисконтирования. Эта ставка дисконтирования представляет собой требуемую инвесторами



норму доходности для конкретных рискованных активов. Премия за риск инвестирования в акции — разница между ожидаемой доходностью и доходностью безрискового актива — является индикатором временного предпочтения. Капитализация доходности арендованной недвижимости рассчитывается таким же образом.

### *Склонность к местному*

Склонность к местному — это стремление иметь дело с привычным: со знакомыми людьми, с известными местами, с понятными в плане культуры, языка, интересов вещами. Она ясно просматривается в данных внешней и внутренней торговли даже с учетом разницы в транспортных издержках. Например, доля Канады и Мексики во внешнеторговом обороте США превысила 29% в 2013 г., что значительно больше их доли в глобальном (неамериканском) ВВП. А аптека, которой предпочитает пользоваться моя семья, продает лекарства в основном клиентам, живущим в пределах мили от нее.

Если отвлечься от прямых и косвенных барьеров, то люди, похоже, предпочитают инвестировать в знакомые местные предприятия. В США ничто не мешает инвестированию в других штатах — у них одна и та же валюта, культура, язык, законодательство. Однако исследования показали, что индивидуальные инвесторы и даже профессиональные инвестиционные менеджеры немного склоняются к инвестированию в местных общинах и штатах. Доверие, которое является критическим аспектом инвестирования, подкрепляется хорошим знанием местного.

Ведение дел с партнерами, «находящимися поблизости», дает эмоциональный комфорт, который мы все ощущаем в личных отношениях, когда они становятся знакомыми и предсказуемыми. Неопределенность, которая исходит от незнакомцев, рождает стресс, проходящий по мере ознакомления. Личные взаимоотношения, сложившиеся за месяцы и годы, — это главная причина, по которой люди, родившиеся и выросшие в том или ином месте, нередко остаются там навсегда, даже если у них есть возможности и веские причины уехать. Привязанность к дому порождает чувство тоски, или ностальгии, когда мы покидаем его.

## Соперничество

Более сложной и прямо противоположной чувству зависимости является наша самоочевидная склонность к соперничеству. Последствия ее проявления гораздо более разнообразны, чем у большинства других склонностей. Конкуренция на рынке, безусловно, непременное условие эффективного функционирования экономики, как подчеркивают экономисты уже более двух столетий. Дух соперничества напрямую определяет нашу культуру и оказывает косвенное воздействие на экономические события.

Мы соревнуемся постоянно — и на футбольном поле, и в споре за столом. Стоит нам увидеть матч, то даже если играют незнакомые команды, уже через несколько минут мы начинаем болеть за кого-то. В противном случае интерес к игре пропадает. Такова наша натура. А когда эта склонность сочетается со стадным инстинктом и склонностью к местному, местные команды получают горячую поддержку в борьбе против «чужаков». Зрелищные виды спорта — это своего рода моралите: мы со стороны, как спектакль, наблюдаем состязание, подобное тому, в котором участвуем сами в повседневной жизни как экономической, так и неэкономической. Вид спорта не так важен — главное, чтобы была борьба, победители и побежденные.

Я подозреваю, хотя и не могу доказать, что эта склонность, в дарвиновском смысле, необходима для выживания. Если мы не добиваемся успеха в состязании с принятием риска, то погибаем. Война — уродливое проявление этой склонности. В войне соперничество доводится до уровня смертельной битвы, в которой определяются окончательные победители и побежденные. Поскольку человечество постоянно воевало на протяжении своей истории, я считаю склонность к соперничеству врожденной. Это одно из многих проявлений иррационального начала\*.

---

\* Любопытный аргумент в пользу того, что в долгосрочной перспективе (тысячелетней) войны делают мир безопаснее и богаче, см. в Ian Morris, “In the long run, wars make us safer and richer” (*Washington Post*, April 25, 2014).

## *Система ценностей*

У каждого человека есть представление о том, что хорошо, а что плохо. Наша оценка правильности и справедливости строится на основе внутренней системы ценностей. Мы рационально формируем внутреннее видение того, насколько наши действия соответствуют этим ценностям, и, исходя из этого, определяем, правильно или неправильно, какой набор действий должен лежать в основе нашей жизни. Системы ценностей многих людей строятся на религиозных убеждениях и культурных традициях и прививаются с малого возраста родителями, а позже — знакомыми и близкими людьми.

То, что воспринимается человеком как правильное или неправильное, не предопределено — каждый из нас сам заполняет пустые места на основе собственной системы ценностей. Неудивительно, что стадное поведение является одним из главных факторов в процессе выбора, и иерархия ценностей людей может меняться, да и меняется, с течением времени. Более того, мы не можем не применять свои стандарты для оценки действий других людей.

Эта склонность является источником нашего чувства «справедливости» в экономических вопросах. Большинство людей действуют, словно их личное чувство справедливости очевидно для всех. Это не так. Оно представляет собой лишь глубинную иерархию ценностей, которые многие с трудом могут сформулировать или даже идентифицировать в некоторых случаях. Большинство считают очевидным, что более высокая ставка налогообложения для богатых «справедлива». Но это предполагает, что каким-то образом налогоплательщик высшего налогового разряда «не заработал» свой доход, т. е. точку зрения, в соответствии с которой в обществе, где существует разделение труда, весь доход генерируется совместно. Однако есть и другая точка зрения: хотя продукция производится коллективно на свободном конкурентном рынке, доход каждого отражает его вклад в общий результат. Любая точка зрения может быть, да и является, рациональной, но ни одна из них не самоочевидна. «Налоговый потенциал» — это прагматический подход, который также исходит из того, что доход «не заработан».

Большинство людей в обществе или в стране придерживаются одних и тех же стандартов справедливости. Именно это в демократических обществах определяет, что является юридически «справедливым», т. е. основу нашего законодательства. Такие базовые убеждения являются главным фактором сплоченности общества. Например, в США документальное оформление общественного договора — это наша Конституция. Верховенство закона у нас подкреплено этими «основными правами человека». Наша конституция существует с небольшими поправками с 1789 г. Но незыблемость верховенства закона в нашей стране периодически подвергалась испытаниям и даже подрывалась в ряде вопросов, прежде всего в ситуации с рабством, приведшей к Гражданской войне. Странно, что это случилось не сразу, учитывая очевидное противоречие между Декларацией независимости, в которой сказано, что «все люди созданы равными», и рабством.

### *Оптимизм*

Еще одна черта человека — преобладание оптимизма над реализмом во взглядах. Человек склонен думать, что успех в делах более вероятен, чем следует из объективных данных. В частности, это касается участия в лотереях, где людям кажется, что можно выиграть, хотя шансы объективно не на их стороне. С учетом «барыша» организаторов лотерей ожидаемый исход для каждого лотерейного билета отрицателен. Тем не менее, довольно большая часть населения играет, явно демонстрируя преобладание оптимизма над реальностью.

Даже в более «рациональном» деловом мире довольно низкий уровень успешности новых рестораторов, например, не охлаждает оптимизма новоявленных рестораторов. Так или иначе, частота провалов не меняется с накоплением опыта. В корпоративном мире есть удивительно успешные предприниматели, достигшие больших высот. Но если бы они всерьез стали рассчитывать шансы на успех, думается, вряд ли кто из них рискнул взяться за дело.

Отдельного человека провал, конечно, отбрасывает назад. Общество в целом, даже если доля успешных инициатив не превышает 1%,

получает в числе достижений систему электропередачи и лампу накаливания Эдисона, телеграф Морзе и конвертер Бессемера. Их влияние на будущий рост производительности огромно.

Потерпевшим крах оптимистам нет числа. Но ресурсы, потребленные провалившимися инициативами, малы по сравнению с достижениями, принесенными 1% успешных начинаний. Для общества в целом неважно, какие именно предприниматели и по каким причинам входят в 1% успеха. Однако то, что этот 1% приносит успех, имеет огромное значение. Мы не знаем, какое предприятие будет успешным. Но в обществе, где «оптимистичным» изобретателям предоставлена свобода, не сдерживаемая политическими репрессиями или клановым капитализмом, часть из них определенно добьется успеха, и они будут в значительной мере обеспечивать общий экономический рост.

По словам Дэниела Канемана, «люди, которые в наибольшей мере влияют на жизнь других, это обычно оптимисты, принимающие на себя больше риска, чем они думают... Оптимисты играют непропорционально большую роль в определении характера нашей жизни. Их решения меняют картину; они — изобретатели, предприниматели, политические и военные лидеры, а не средние представители рода человеческого... Берущие на себя риск предприниматели-оптимисты однозначно привносят динамику в капиталистическое общество, даже если большинство из них в конечном итоге испытывают разочарование»\*.

Миллионы людей, стремящихся к маловероятным достижениям, являются инвесторами в наше общество, которые приумножают основные средства и повышают почасовую выработку. На них приходится очень большая часть частных дискреционных (экзогенных) расходов, стимулирующих частный сектор.

Япония фактически захватила американский рынок электроники в начале 1980-х гг. Однако впоследствии была вытеснена новаторами-оптимистами из Кремниевой долины. Инновационный взрыв толкал американскую экономику вперед, особенно в 1990-е гг. Как отмечал Канеман, «мы также склонны преувеличивать свою способность

---

\* Daniel Kahneman, *Thinking Fast and Slow* (New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011), pp. 256–259.

предвидеть будущее, что порождает чрезмерный оптимизм. Последствия склонности к оптимизму для принятия решений следует, пожалуй, отнести к самым существенным в ряду когнитивных искажений»<sup>15</sup>.

### *Склонность дорожить родными*

Вряд ли кто усомнится во врожденной склонности людей дорожить своими родными, особенно детьми, предпочитая их другим людям. Отсюда извечное стремление оставлять наследство и передавать приобретенное благосостояние следующему поколению.

### *Личная выгода*

Наши действия направлены на приобретение ценностей — материальных и иных, — которые необходимы для выживания и процветания. Если это не удастся, мы погибаем. Если говорить об экономике, то в основе подавляющей части наших действий лежит преследование личной выгоды. Если бы личная выгода не была ключевым детерминантом экономической деятельности, чем бы тогда объяснялось то, что кривые спроса идут вниз, а кривые предложения — вверх, т. е. покупатели покупают больше, а поставщики поставляют меньше, при падении цен? Именно это, а также обратная ситуация, определяет цены на всех типах рынков. Восходящая кривая спроса — редкое явление<sup>16</sup>. Прибыль как мотив непременно сужает выбор. Но даже и здесь есть исключения, которые ставят долгосрочные преимущества выше немедленного вознаграждения. Всем людям, безусловно, присуща склонность ценить жизнь. Несмотря на определенные ограничения, она является источником таких чувств, как сострадание, сочувствие, а в предельных случаях, самопожертвование. Именно оно заставляет отца рисковать своей жизнью и бросаться на помощь тонущему ребенку. Таким образом, выходящее далеко за чисто экономические рамки преследование личной выгоды имеет существенные экономические последствия.

В период кризиса мы стараемся помогать друг другу, поскольку стремимся к общему результату. Подобное поведение наблюдалось во время бомбардировки Лондона в 1940 г. и позже, после взрывов на Бостонском марафоне.

### *Самоутверждение*

Источником всех мотивов человека, похоже, является наше бесконечное стремление к самоутверждению. Это врожденное качество человека, и оно требует постоянной подпитки — так или иначе практически все наши действия направлены на самоутверждение. Марк Твен высказал эту мысль проще: «Человек неуютно себя чувствует без самоутверждения». Люди постоянно ищут подтверждения самооценки, нередко в оценках других людей и признательности тех, кому они оказали помощь. При отсутствии возможности самоутверждения большинство из нас впадает в депрессию.

## СКЛОННОСТИ: ПЛЮСЫ И МИНУСЫ

Некоторые наши склонности оказывают как положительное, так и отрицательное влияние на экономическую деятельность. Положительное проявление врожденной склонности к соперничеству заключается в том, что она заставляет в процессе преследования личной выгоды и самоутверждения направлять ресурсы на достижение наивысшего результата с точки зрения ценностных предпочтений общества в целом. Стадное поведение определяет тенденции в сфере товаров и услуг, ведет к повышению качества нашей жизни. Склонность к стадности приводит к росту массового производства, и снижению себестоимости единицы товара или услуги (а также к подражанию в сфере капиталовложений). Все это способствует росту производительности и уровня жизни. Отрицательным же является то, что соперничество в своей экстремальной форме может принять, как я говорил ранее, уродливую форму и даже вылиться в насилие.

Все же нельзя однозначно утверждать, что настроения являются чисто рациональными или иррациональными. Это термины из мира свободного выбора, а не из мира жестко детерминированных врожденных реакций. Однако в той мере, в которой действия человека определяются «настроениями», материальные результаты являются менее удовлетворительными (чисто с экономической точки зрения), чем они были бы, если бы иррационального начала не существовало, и экономическое поведение всех людей было исключительно рациональным. Фундаментальная предпосылка классической экономики заключается в том, что богатство и уровень жизни растут в результате преследования участниками рынка долгосрочной личной выгоды. Любое отклонение от этого неоптимально по определению. Если максимальный рост почасовой производительности в развитых странах за последние 15 лет составлял 3% (см. главу 8) в экономике, сильно подверженной влиянию иррационального начала, то ее гипотетический рост без иррационального начала должен быть гораздо выше. Если бы разница составляла всего полпроцента в год, то совокупный уровень, скажем за 50 лет, был бы на четверть выше к концу этого периода. Совершенно ясно, что отсутствие учета иррационального начала в гипотетической модели, основанной на рациональном преследовании долгосрочной личной выгоды, имеет не просто количественные последствия. Понимание того, чего человечество могло бы добиться, действуя исключительно рационально, позволило бы по меньшей мере определить верхние границы возможных экономических достижений.





## КРИЗИС НАЧИНАЕТСЯ, РАЗВИВАЕТСЯ И ТЕРЯЕТ СИЛУ

**В**первые я в полной мере осознал серьезность надвигающегося экономического кризиса после того, как 9 августа 2007 г. BNP Paribas, один из крупнейших французских банков, раскрыл информацию о том, что является крупным держателем низкокачественных американских ипотечных бумаг, по которым прекратились платежи. За этой новостью последовала массированная интервенция Европейского центрального банка. 10 августа центральные банки США, Японии, Австралии и Канады объединили усилия с Европейским центральным банком для осуществления первой с 2001 г. совместной программы. Я был потрясен. По моему опыту, такого рода действия предпринимаются только тогда, когда центральные банки видят риск приближающегося серьезного финансового или экономического кризиса.

На тот момент наибольшие опасения вызывал финансовый сектор и сектор жилой недвижимости. Еще в начале 2007 г. корпоративные балансы и денежные потоки в нефинансовом секторе во всем мире были в наилучшем на моей памяти состоянии<sup>1</sup>. Однако после того как индекс S&P 500 достиг рекордного максимума 19 июля, цены акций резко пошли вниз на фоне тревожных данных по продажам новой жилой недвижимости, пессимистичного прогноза Countrywide Financial, крупнейшего ипотечного кредитора, а также вызывающих разочарование отчетов о прибылях и убытках, которые усугубляли

растущие опасения относительно ситуации на рынках жилья и ипотечного кредитования.

Рынки, тем не менее, быстро преодолели плохие новости, и цены акций не только отыграли потери, но и достигли абсолютного пика 9 октября 2007 г. Однако перелом был уже не за горизонтом. С расширением кризиса цены акций развернулись и вновь стали падать. Снижение продолжалось 11 месяцев до самого краха Lehman. К моменту дефолта банка 15 сентября 2008 г. глобальные потери стоимости публично торгуемых акций достигли \$16 трлн. За несколько недель после дефолта Lehman Brothers эта сумма выросла более чем вдвое. Совокупная стоимость акций на глобальных рынках снизилась почти на \$35 трлн, т. е. сократилась более чем в два раза. Если к этому прибавить триллионные потери стоимости жилой недвижимости (\$7 трлн только в США), а также потери непубличных компаний, то размер снижения стоимости собственного капитала составит почти \$50 трлн, что эквивалентно  $\frac{4}{5}$  мирового ВВП в 2008 г.

## ИСЧЕЗНОВЕНИЕ ЛИКВИДНОСТИ

Финансовый шок наступил в результате совершенно неожиданного прекращения краткосрочного кредитования сразу после краха Lehman Brothers. Кризис был настолько глобальным, что не имел прецедентов в истории<sup>2</sup>. За бегством из взаимных фондов денежного рынка, до сих пор считавшихся почти безрисковыми, которое началось уже через несколько часов после объявления о дефолте Lehman Brothers<sup>3</sup>, последовало практически полное прекращение коммерческого кредитования и раскручивание спирали экономического кризиса<sup>4</sup>. ФРС пришлось срочно спасать американский рынок коммерческих бумаг. Даже полностью обеспеченный рынок РЕПО испытывал очень серьезные, беспрецедентные в своей истории проблемы, поскольку качество обеспечения долга резко снизилось из-за падения стоимости собственного капитала контрагентов. На фоне резкого сокращения глобального собственного капитала долговое бремя стало неподъемным. Финансы оказались во власти самого губительного проявления иррационального начала — паники в стаде.

В особенно сложном положении оказались инвестиционные банки, которые столкнулись с таким бегством кредиторов, которое нередко наблюдалось в коммерческих банках до введения страхования депозитов в 1933 г. Прекратилось не только краткосрочное финансирование, исчезло также, как отмечено в главе 5, и обеспечение клиентов. Финансовые институты ошибочно уверовали в то, что узкие спреды бид-аск на вершине бума свидетельствуют о более устойчивом предложении ликвидности, чем было на самом деле. Однако, как я покажу позже, ликвидность является функцией уровня неприятия риска и в случае его резкого повышения просто исчезает.

Хотя коммерческие банки пострадали очень сильно<sup>5</sup>, главные угрозы исходили все-таки от так называемой теневой банковской системы — финансовых институтов, которые не участвовали в системе страхования вкладов и, таким образом, не подпадали под регулирование. Правда, рухнул не весь теневой сектор. Независимые хедж-фонды в целом пережили финансовый шторм. Насколько мне известно, не обанкротился ни один из крупных фондов. Справедливости ради стоит отметить, что многие из них были ликвидированы в связи с крупными убытками, но ни один не отказался платить по долгам.

## ТЕНЕВОЙ БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

Теневой банкинг — это форма финансового посредничества, финансирование которого не поддерживается традиционной системой банковских гарантий, включающей в себя в США страхование депозитов и доступ к фондам центрального банка. К этому сектору относятся инвестиционные банки, хедж-фонды, фонды денежного рынка, структурированные инвестиционные организации и другие кредитные посредники, действующие за рамками традиционной банковской системы. За последние десятилетия они превратились в существенную часть международных финансов и стали активными трейдерами деривативов, включая синтетические облигации, обеспеченные долговыми обязательствами, и дефолтные свопы. Несмотря на то, что теневой банкинг лежит за пределами традиционной банковской системы, во многих

видах его деятельности участвовали и обычные банки. Например, подавляющая часть структурированных инвестиционных организаций была создана коммерческими банками. Распространение структурированных инвестиционных организаций и других забалансовых кондуитов привела к тому, что существенная часть активов и обязательств ушла с балансов банков, создав видимость достаточности капитала. Но как только кризис замаячил на горизонте, структурированные инвестиционные организации, носившие имя материнских компаний и пользовавшиеся их репутацией, оказались (вместе со своими рисками) на балансах банков.

Глобальный теневой банковский сектор в течение многих лет рос впечатляющими темпами в предкризисные годы и, похоже, не очень изменился с той поры. В соответствии с отчетом Совета по финансовой стабильности в ноябре 2012 г.<sup>6</sup>, активы теневых банковских организаций выросли с \$26 трлн в 2002 г. до \$62 трлн в 2007 г. и достигли после падения 2008 г. \$67 трлн в 2011 г. Доля теневого банкинга в совокупных активах финансовых посредников в этот период составляла 23–27%. Конечно, активы коммерческих банков росли сравнимыми темпами, и потому реально размер теневой банковской системы составлял чуть больше половины оценки Совета по финансовой стабильности в 2002–2011 гг. В любом случае эти организации были очень крупными игроками на финансовом рынке. Только в США теневой банковский сектор обладал активами в \$23 трлн в конце 2011 г. и был, таким образом, крупнейшим представителем глобальной системы небанковских кредитных посредников.

## БУФЕР БАНКОВСКОГО КАПИТАЛА

Банковское дело всегда предполагало привлечение вкладчиков или, в прошлые века, держателей облигаций для финансирования активов банков. В 1840-х гг., например, американские банки (банки Штатов) должны были поддерживать буферный капитал в размере, превышающем 50% собственных активов, чтобы привлечь покупателей к своим облигациям (пример 2.1). В следующем столетии размер обязательного

капитала снизился в связи с консолидацией золотого запаса после Гражданской войны. Консолидация происходила благодаря тому, что развитие железных дорог упростило перемещение денег и слитков, а телеграфные денежные переводы получали все большее распространение с расширением сети банков-корреспондентов. Наконец, в более близкое к нам время появление системы государственных гарантий еще больше снизило потребность в капитале.

Практически все системные риски в США обусловлены рисками, связанными с финансовыми институтами и рынками, — особое беспокойство вызывает то, что дефолт этих институтов может развалить финансовую систему, а вместе с ней и экономику в целом. Системные риски, связанные с нефинансовыми компаниями, значительно менее существенны. Дефолт отдельной нефинансовой компании затрагивает ее кредиторов, поставщиков и некоторых клиентов и, как правило, на этом заканчивается. Дефолты нефинансовых компаний не имеют характера цепной реакции, как это происходит в финансовом секторе. Более того, у нефинансовых компаний отношение собственного капитала к активам намного выше, чем у финансовых институтов. Обычно оно составляет от  $\frac{1}{3}$  до  $\frac{1}{2}$ , в то время как у высоко ликвидных финансовых фирм — всего 5–15%.

## СЛИШКОМ КРУПНЫЕ, ЧТОБЫ ДОПУСТИТЬ ИХ БАНКРОТСТВО

Воспринимаемый системный эффект от краха крупных финансовых институтов очень точно выражен фразой «слишком крупные, чтобы допустить их банкротство» или «слишком крупные, чтобы быстро их ликвидировать». Меня не первый год беспокоит рост размеров наших финансовых институтов. Еще десятилетие с лишним назад я отмечал, что «мегабанки, сложившиеся в результате роста и консолидации, становятся все более сложными предприятиями, которые в случае банкротства могут создать беспрецедентно высокие системные риски для национальной и глобальной экономики»<sup>7</sup>. Исследование ФРС так и не смогло выявить эффекта масштаба в банковском секторе при

увеличении размера института сверх среднего<sup>8</sup>. Наблюдая, как банки увеличиваются в размере по всему миру до кризиса и после, я всегда удивлялся, может быть, они все-таки нашли этот эффект масштаба, который не разглядели в ФРС?

Очень опасным следствием спасения крупных банков является то, что после этого участников рынка трудно убедить в необходимости допустить банкротство крупного финансового института. Подразумеваемая поддержка этих институтов, связанная с такими представлениями, исподволь подрывает эффективность финансовой системы и распределения капитала. Я рассматриваю этот важный вопрос в главах 5 и 11.

В ретроспективе очевидно, что уровень капитала, который коммерческие банки, и особенно инвестиционные, накопили до 2008 г., оказался недостаточным для защиты от кризиса. Значительное повышение принятого риска в предшествующем десятилетии вполне могло быть компенсировано наращиванием капитала. К сожалению, этого не произошло, а рыночные угрозы не получили адекватной оценки даже в секторе коммерческого банкинга. Так, в 2006 г. Федеральная корпорация по страхованию депозитов, выступая от лица всех американских регуляторов банковской деятельности, заявила, что «более 99% организаций, участвующих в системе страхования, выполняют или даже превышают установленные требования к капиталу»<sup>9</sup>. Прирост капитала остался в результате скромным.

## НЕЭФФЕКТИВНОСТЬ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ

Но почему все же развитая система буферов, призванная противостоять кризисам, оказалась неэффективной? Мы полагали, что наша глубоко проработанная глобальная система управления финансовыми рисками должна предотвращать рыночные крахи. Как получилось, что она потерпела такой масштабный провал? Парадигма управления рисками, сформулированная в работах ряда нобелевских лауреатов в области экономики — Гарри Марковица, Роберта Мертон и Майрона Шоулза (еще Фишера Блэка, который обязательно получил бы премию, будь он жив), — была настолько тщательно изучена