

## ЗМІСТ

Передмова до українського видання .....	11
Подяки автора книги.....	17
<i>Передмова автора. Криза, прихід якої я не передбачив.....</i>	<i>21</i>
<i>Вступ. Надто важливе, щоб залишати це на розсуд банкірів.....</i>	<i>29</i>
ЧАСТИНА I	
НАДМІРНИЙ РОЗМІР ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ .....	51
Розділ 1. Утопія фінансових ресурсів для всіх .....	53
Розділ 2. Неефективні фінансові ринки.....	73
ЧАСТИНА II	
НЕБЕЗПЕЧНИЙ БОРГ .....	95
Розділ 3 Борг, банки та гроші, які вони створюють.....	97
Розділ 4 Надмірні обсяги непродуктивних боргів .....	110
Розділ 5 Стрибок у боргову пастку .....	128
Розділ 6 Лібералізація, інновації та кредитний цикл на стероїдах .....	147
Розділ 7 Спекуляції, нерівність та непродуктивне кредитування.....	175
ЧАСТИНА III	
БОРГ, РОЗВИТОК І ПОТОКИ КАПІТАЛУ .....	207
Розділ 8 Борг і розвиток: переваги та небезпеки державного фінансового втручання .....	209
Розділ 9 Надмірні обсяги непродуктивних потоків капіталу, необґрунтовані та помилки банків.....	230

ЧАСТИНА IV

РЕФОРМУВАННЯ СИСТЕМИ ..... 245

Розділ 10 Непричетні банкіри у нестабільній системі ..... 247

Розділ 11 Реформування фундаментальних основ ..... 264

Розділ 12 Ліквідація банків, оподаткування боргового забруднення та стимулювання залучення акціонерного капіталу ..... 279

Розділ 13 Управління кількісними обсягами та структурою боргу ..... 292

ЧАСТИНА V

ПОЗБАВЛЕННЯ ВІД БОРГОВОГО НАВИСАННЯ ..... 313

Розділ 14 Монетарне фінансування – порушення табу ..... 314

Розділ 15 Між боргом та дияволом – вибір між двома небезпеками ..... 339

*Епілог. Королівське запитання та фатальна самовпевненість* ..... 353

*Післямова для нового видання. Провал ортодоксальних поглядів та реакція населення* ..... 369

Примітки ..... 383

Бібліографія ..... 403

## ПЕРЕДМОВА АВТОРА

---

### КРИЗА, ПРИХІД ЯКОЇ Я НЕ ПЕРЕДБАЧИВ

**У** СУБОТУ, 20 ВЕРЕСНЯ 2008 РОКУ я став Головою Комітету з фінансового регулювання Великої Британії. Lehman Brothers збанкрутував минулого понеділка; AIG був врятований ФРС у вівторок. Через сімнадцять днів я, а також Алістар Дарлінг, міністр фінансів Великої Британії, та Мервін Кінг, Голова Банку Англії, обговорювали з представниками найбільших банків Великої Британії необхідність державних ін'єкцій капіталу. Уряд Великої Британії закінчив процедуру придбання 85% Royal Bank of Scotland та 45% Lloyds Bank Group. Ми зіштовхнулись із найбільшою за 80 років фінансовою кризою. За сім днів до призначення на посаду я навіть не міг уявити, що ми перебували на межі катастрофи.

Цього не уявляв майже ніхто в жодному з центральних банків, регуляторів чи фінансових міністерств, жоден з учасників фінансових ринків або керівників економічних відділів компаній. У квітні 2006 року Міжнародний Валютний Фонд (МВФ) описував у деталях те, як фінансові інновації забезпечили вищий рівень стабільності фінансової системи. Влітку 2007 року перші ознаки кризи розглядалися ним як керовані проблеми з ліквідністю. Влітку 2008 року більшість експертів погоджувались з тим, що ми досягли межі максимальної небезпеки цієї фінансової кризи. І навіть після катастрофи восени 2008 року ні офіційні коментатори, ні фінансові ринки не очікували того, наскільки глибокою і довгостроковою буде посткризова рецесія. Майже ніхто не прогнозував, що процентні ставки у більшості розвинених економік

**Купити книгу на сайті [kniga.biz.ua](http://kniga.biz.ua) >>>**

будуть залишатися у зоні, близькій до нуля, принаймні протягом шести років. Практично ніхто не передбачив, що країни Єврозони постраждають від гострої кризи.

Перед кризою я не займав офіційної посади у сфері економічної політики. Проте, якби я займав її, то припустився б тих самих помилок. Як керівник великого банку я обережно ставився до динаміки макроекономічних та фінансових ризиків. За роки роботи я набув великого досвіду в управлінні приватними фінансами, крім того у 1990-х я консультував міністерства фінансів та центральні банки у Східній Європі і Росії щодо дизайну фінансової системи загалом. Я вважав, що розумію ризики фінансової системи. Проте щодо певних ключових аспектів це виявилось не так.

Недоліки мого прогнозування не були відображенням сліпої віри у вільний фінансовий ринок. Я завжди розумів, що фінансові ринки були схильними до хвиль ірраціонального оптимізму і не був послідовником гіпотези ефективних ринків. У книгу, яку я написав у 2001 році, включено розділ «Глобальні фінанси: рушій зростання чи небезпечне казино?» Як Голова Комісії Великої Британії із пенсійного забезпечення у 2006 році я доводив, що нам необхідні потужні державні інтервенції для гарантування збереження вартості довгострокових заощаджень. Проте у мене не було чіткого уявлення ані щодо того, що фінансові системи розвинених країн могли потрапити у таку катастрофу, яка відбулася восени 2008 року, ані того, що після кризи настане десятиліття втраченого економічного зростання.

З 2009 року моя роль у реформуванні глобальних фінансів стала ключовою. На нескінченних нарадах ми з колегами з усього світу формували нові стандарти для капіталу у новій структурі регулювання – Базель III; ми проектували спеціальне регулювання для глобальних системно важливих банків. Ми просувались уперед у регулюванні тіньової банківської системи для скорочення її ризиків.

У тих дебатах я був яструбом – відстоював вимоги до збільшення капіталу і нормативів ліквідності банків та виступав за більш жорсткий контроль ринку. Я думаю, ми досягли значних

результатів. Проте, у міру того, як виявлялася уся глибина посткризових проблем, я дедалі більше переконаувався у тому, що наші реформи зазнали краху у вирішенні фундаментальних проблем, і що ми помилялися у нашій впевненості стосовно того, що економіка почне зростати, щойно ми відновимо довіру до банківської системи.

Реформи, які ми узгодили, були спрямовані на те, щоб зробити стабільнішою фінансову систему загалом на макрорівні і менш схильними до колапсу окремі банки. Це є дуже важливим. Проте вразливість фінансової системи сама по собі не може пояснити, чому посткризова Велика Рецесія була настільки глибокою, а економічне відновлення настільки анемічним.

Я зрозумів, що для отримання відповіді необхідно повернутися до питань, які зазвичай ігноруються практиками, які проектують економічну політику. Ми повинні запитати – чому боргові контракти існують, яку вигоду вони приносять і які ризики вони неминуче створюють. Ми навіть маємо запитати, чи повинні банки існувати взагалі. Та ми маємо усвідомлювати те, що на перший погляд мало стосується фінансової стабільності, – а саме ті факти, що багатші люди витрачають все більшу частину своїх доходів на купівлю нерухомості, що у розвинених економіках надзвичайно загострилась нерівність, – і це є набагато важливішим, ніж технічні деталі фінансового регулювання.

Звідси випливають радикальні висновки для політики. Зараз я розумію, що банки повинні розвивати свою діяльність з рівнем левереджу (тобто коефіцієнтом відношення обсягу сукупних активів до власного капіталу) близько п'яти, а не двадцяти п'яти або вище, як було дозволено перед кризою. Також я стверджую, що уряди і центральні банки повинні інколи стимулювати економіку через використання грошової емісії для фінансування фіскальних дефіцитів. Для багатьох людей перша пропозиція є абсурдно радикальною, а друга – небезпечно безвідповідальною; для багатьох вони видаються суперечливими. Проте я сподіваюсь переконати вас, що вони є повністю логічними і послідовними з огляду на причини глобальної кризи 2007–2008 років та глибоку

посткризову рецесію. У 2008 році я не міг навіть уявити, що пропонуватиму такі заходи.

У 2008 році я ще не розумів тих надзвичайних ризиків, з якими зіштовхнеться Єврозона. Раніше я відстоював принципи на користь створення Європейського валютного союзу. Я усвідомлював певні ризики таких дій, проте не розумів ключових фундаментальних загроз. Для успішного розвитку Єврозони вкрай необхідні радикальні зміни: якщо їх не узгодити і не прийняти, то найкращим виходом з проблем стане розпад єдиної валютної зони євро.

Криза 2007–2008 років має величезні наслідки також і для економічної науки. Більшість економістів, які перебувають у мейнстрімі, виявились неспроможними забезпечити інсайти, які могли б попередити нас про небезпеку кризи; і навіть гірше – впливові теорії та моделі обґрунтовували те, що екстремальний рівень нестабільності був неможливим. Звісно, провал не був універсальним: існувало багато наукових шкіл, і багато економістів, яких я цитую в цій книзі, що доклали величезних зусиль, пояснюючи, чому фінансові ринки є недосконалими і яким чином фінансові системи можуть підсилювати власну внутрішню нестабільність. Проте справді дивовижним та приголомшливим було те, що для пояснення причин та наслідків кризи 2007–2008 років я повинен був звернутися до інсайтів раннях праць економістів середини ХХ сторіччя – таких, як Кнут Віксель, Фрідріх Хайєк, Джон Мейнард Кейнс та Ірвінг Фішер. І я повинен був знов відкрити роботи Хаймана Мінські, економіста кінця ХХ сторіччя, якого, по суті, маргіналізував мейнстрім економічної науки.

У серпні 2009 року певні мої коментарі викликали неабиякий ажіотаж: я заявив, що деякі види фінансової діяльності були «соціально непотрібними». Опублікована спочатку у цікавому, але маловідомому інтелектуальному журналі моя фраза набула, з одного боку, скандальної слави, а з іншого – суттєвої підтримки. Люди переважно припускали, що я мав на увазі екзотичний «тіньовий банківський сектор», складні структуровані кредитні цінні папери, якими у постійно зростаючих обсягах торгували великі

фінансові компанії протягом передкризових років. Це справді було саме те, що я мав на увазі. І тоді, за турбулентностей 2008 року, і зараз я відчуваю, що якби ми втратили інструкції щодо створення СДО-деривативів, життя людства не погіршилося б.

Проте я дедалі більше переконуюсь у тому, що ключові фундаментальні проблеми фінансової і економічної нестабільності викликані не тією діяльністю, за повним зникненням якої ми мали б щастя спостерігати, а саме кредитуванням позичальників для купівлі нерухомості, що у помірних обсягах є абсолютно прийнятним і корисним, а після надмірного розширення за безпечні межі може призвести до економічної катастрофи. Ця книга наводить докази цього.

## ВСТУП

### НАДТО ВАЖЛИВЕ, ЩОБ ЗАЛИШАТИ ЦЕ НА РОЗСУД БАНКІРІВ

**З**А БАГАТО ДЕСЯТИРІЧ ДО КРИЗИ 2007–2008 РОКІВ обсяг фінансового сектору стосовно реальної економіки значно збільшився. У США та Великій Британії протягом періоду з 1950 до 2000 років його частка відносно реальної економіки потроїлася. Обороти фондового ринку зазнав драматичного зростання і збільшився із 50% від обсягу національного доходу у 1950 до 170% у 2006.<sup>1</sup> Торгівля на ринку форекс зростала набагато швидше, ніж обсяги експорту та імпорту; торгівля біржовими товарами – набагато швидше, ніж їх виробництво. Потоки капіталу, які рухаються між країнами, зростали набагато швидше, ніж реальні довгострокові інвестиції. З 1980-х років це зростання прискорилось через застосування фінансових інновацій, сек'юритизації та деривативів; у 2008 році обсяг непогашених контрактів за деривативами становив 400 трильйонів доларів.

Це зростання викликало серйозну стурбованість і вже було у набатні дзвони. Проте більшість економістів, фінансових регуляторів та центральних банкірів вважали, що зростаючі обсяги фінансової діяльності та фінансових інновацій були дуже корисними. Впевнено стверджувалося, що більш повні та ліквідні ринки забезпечували ефективніший розподіл капіталу та стимулювали вищу продуктивність. Фінансові інновації забезпечували більш легкий доступ домогосподарств і компаній до кредитів і цим стимулювали дослідження



стверджували, що «фінансове поглиблення» – зростання боргу приватного сектору у процентах відносно ВВП – сприяє зростанню ефективності економіки. Одночасно нас переконували, що більш витончені підходи до контролю ризиків забезпечать стабільність, і що зростання складності фінансової системи не призведе до збільшення ризиків. Вважалось, що нова система надання, структуризації і упаковки кредитів, на протипагу їх утримуванню на банківських балансах, через перерозподіл ризиків спрямовувала їх до рук тих, хто міг краще ними управляти.

Більше того, вважалось, що фінансова система ставала стабільнішою, тому що краща політика центральних банків базувалась на надійній економічній теорії. Здавалось, що незалежність центральних банків, яка дозволяла ігнорувати короткостроковий політичний тиск і забезпечувала низьку і стабільну інфляцію, була запорукою «Великої Стабільності» та стійкого економічного зростання. Роберт Лукас, тогочасний президент Американської економічної асоціації, у 2003 році зробив висновок про те, що «центральна проблема запобігання депресії є вирішеною, для всіх практичних цілей і на багато десятиліть».<sup>2</sup>

Велика стабільність закінчилася кризою 2007–2008 років та посткризовою «Великою Рецесією». Ця фінансова криза викликала надзвичайні економічні потрясіння. Мільйони людей втратили свої домівки через неприпустимо високий борг, і також мільйони людей постраждали від втрати роботи. Процентна частка зайнятого населення США впала до 35-річного мінімуму, і, попри певне відновлення економіки після 2013 року, ще залишається на рівні, значно нижчому за передкризовий.<sup>3</sup> Рівень безробіття в Іспанії виріс з 8% у 2007 році до 26% у 2013, а потім знизився тільки до 24%.<sup>4</sup> На диво сильне зростання зайнятості у Великій Британії до 2014 року відбувалось на тлі зниження реальних заробітних плат. Національний дохід на душу населення залишався нижчим, ніж його пік у 2007 році. Державні борги різко зросли, у відповідь на що було запроваджено програми фіскальної консолідації. Економічне відновлення сьогодні продовжується, проте у Сполучених Штатах воно є слабким, у Великій Британії – небагато, а в інших незбалан-

сованим, у Єврозоні – анемічним. Той факт, що наша економіка поступово відновлюється після глибокої і довгої рецесії, не повинен нас засліплювати, ми не повинні забувати про реальність – про те, що крах 2007–2008 років був економічною катастрофою.

Ця катастрофа була штучною, і її можна було уникнути. Вона не була результатом війни, політичних потрясінь чи наслідком конкуренції з боку економік країн з ринками, що формуються. На відміну від проблем стагфляції – феномена одночасно високої інфляції та високого рівня безробіття, – що вразила кілька розвинутих країн у 1970-х роках, ця криза не була породжена фундаментальним тиском у сфері розподілу доходів, марнотратством урядів, що призвело до зростаючих бюджетних дефіцитів, які вийшли з-під контролю, або потужними профспілками, дії яких призвели до інфляції з боку надмірного платоспроможного попиту.

Замість цього сталася криза, витоки якої – у дилінгових офісах Лондону та Нью-Йорку, у глобальній фінансовій системі, де надмірні персональні винагороди виправдовувались примарними величезними економічними вигодами, які надавали фінансові інновації та зростаюча фінансова діяльність.

Через це багато людей абсолютно справедливо обурюються діяльністю індивідуальних банків і банкірів та переконані, що певні з них повинні бути покарані. Багато банкірів необачно видавали кредитні кошти позичальникам США через субстандартні іпотечні інструменти, а також девелоперським компаніям в Ірландії, Іспанії та Великій Британії. І певні з них діяли нечесно, маніпулюючи ставкою LIBOR<sup>5</sup> або свідомо продаючи цінні папери сумнівної вартості інвесторам, над обізнаністю яких вони насміхалися у приватних розмовах.

Проте, хоча некомпетентність та нечесність певних банкірів були важливими чинниками кризи, не вони стали її головними рушійними силами. Сьогодні усвідомлення цього є навіть більш важливим, ніж розуміння у 1920-х роках американцями, що не-правильна або навіть злочинна поведінка окремих фінансистів мала тільки периферійне значення для формування передумов і розгортання