**Ниал Фергюсон. Восхождение денег**

Деньги присутствуют в жизни каждого человека и мало кого оставляют равнодушным. Деньги притягивают и вызывают отвращение. Они определяют исходы войн и помогают создавать прекрасные произведения искусства. Тем удивительнее, что люди в массе своей знают о деньгах очень мало. Знаменитый британский историк Ниал Фергюсон взялся восполнить этот пробел и с блеском выполнил задачу. В своей новой книге «Восхождение денег», увидевшей свет в самый разгар всемирного экономического кризиса (2008–2009 гг.), он восстанавливает путь, пройденный деньгами от древности до наших дней, просто и ясно разъясняет смысл сложных финансовых понятий и терминов, расправляется с наиболее укоренившимися заблуждениями. И разумеется, подробнейшим образом разбирает причины нынешнего кризиса. Сегодня все больше и больше людей становятся частью мировой финансовой системы — и знакомство с финансовой историей мира важно, как никогда прежде.

Ссылку на Фергюсона я нашел у Талеба в [Антихрупкости](http://baguzin.ru/wp/?p=7903)… См. также [Что почитать по менеджменту](http://baguzin.ru/wp/?p=9369).

Ниал Фергюсон.[[1]](#footnote-1) Восхождение денег. – М.: АСТ: CORPUS, 2014. – 432 с.



**Введение.** В значительной мере прогресс человечества был достигнут именно благодаря деньгам. Можно утверждать, что восхождение человека было бы немыслимо без восхождения денег. Первый и важный шаг на пути к пониманию современных финансовых институтов и оплетающей их терминологии — знакомство с их происхождением. Если вы поймете, откуда взялись те или иные организации и инструменты, вам будет несложно вникнуть и в их нынешнее положение.

**Глава I. Немыслимые богатства**

В истории человечества были развитые общества, жившие без денег. Пятьсот лет назад без них обходилась империя инков — самое продвинутое общество Южной Америки. Крушение экономики, а с ней и всей империи, случилось в 1532 году. В 1502 году [Франсиско Писарро](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%9F%D0%B8%D1%81%D0%B0%D1%80%D1%80%D0%BE%2C_%D0%A4%D1%80%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%B8%D1%81%D0%BA%D0%BE), незаконнорожденный сын испанского идальго, в поисках счастья и богатства пересек Атлантику. Одним из первых европейцев он вошел в Тихий океан через Панамский перешеек, а в 1524 году возглавил первую из трех экспедиций в Перу. Соратники Писарро на высоте 4824 метров над уровнем моря нашли гору, сплошь состоящую из серебряной руды. За период с 1556 по 1783 год «богатая гора» дала 45 тысяч тонн чистого серебра.

Обычно деньгам приписывают сразу несколько ролей. Во-первых, они выступают средством обмена, таким образом устраняя недостатки, связанные с бартером. В качестве единицы счета они упрощают оценку и следующие за ней вычисления. Наконец, деньги позволяют запасать ценность, а значит, и открывают путь для сделок, растянутых во времени и пространстве. Чтобы успешно справляться со своими задачами, деньги должны быть одновременно широко доступными, недорогими в использовании, долговечными, легко делимыми, удобными для переноски и надежными. Золото, серебро и бронза удовлетворяют почти всем требованиям, и именно поэтому на протяжении тысячелетий эти металлы считались идеальным материалом для изготовления денег.

Но и все серебро Нового Света оказалось не в силах усмирить непокорную Голландскую Республику. Англия так и осталась вне владений испанской короны, сошедшей с арены мировой истории вскоре после крушения собственной экономики. В чем же было дело? Серебро для оплаты их завоеваний требовалось в таких объемах, что стоимость самого металла существенно снизилась. Иначе говоря, упала его покупательная способность, выраженная в других товарах. В результате так называемой «революции цен», шедшей целое столетие вплоть до 1640-х годов, впервые за три века взмыла вверх стоимость продуктов питания. Испания в XVI в., как и Саудовская Аравия, Нигерия, Иран, Россия и Венесуэла в наши дни, стала типичной жертвой «ресурсного проклятия»: во всех перечисленных странах исчезли стимулы к развитию иных отраслей экономики и одновременно усилились позиции жаждущих моментальной прибыли автократов. Расширение объема вращающихся в экономике денежных средств приводит лишь к росту цен.

Банкноты, впервые появившиеся в VII веке в Китае, лишь овеществленное обещание выплаты в определенном эквиваленте (отсюда и изначальное название — «долговое обязательство», от английского promissory note). «Веруем в Бога», — утверждает обратная сторона десятидолларовой купюры. Несмотря на заметное снижение покупательной способности доллара за последние полстолетия, мы более или менее довольны бумажными деньгами. Что еще удивительнее, мы радостно пользуемся деньгами, которые вообще не можем увидеть. Нынешние электронные деньги проделывают путь от работодателя до нашего счета в банке, а затем и до наших любимых магазинов, ни разу не принимая вещественную форму. Из этих «виртуальных» денег в основном и состоит столь дорогое сердцу экономистов «предложение денег». Находящаяся на руках у американцев наличность — лишь девятая часть всех средств, входящих в так называемый «агрегат М2», используемый для оценки количества денег в экономике страны. Пожалуй, именно неосязаемость подавляющей массы сегодняшних денег — лучшее свидетельство их природы. Деньги — это вопрос уверенности, если не веры; уверенности в том, кто нам платит, в том, кто выпускает получаемые нами деньги, наконец уверенности в том, что конкретное учреждение выполнит принятые на себя обязательства.

Если верить математическим выкладкам времен правления Хаммурапи (1792-1750 гг. до н. э.), структура выплат за долгосрочные ссуды напоминала привычный для нас сложный процент (подробнее см. [Законы Хаммурапи и проблема принципал – агент](http://baguzin.ru/wp/?p=10759)).

К началу VIII века на территории нынешней Северной Италии располагались многочисленные враждующие между собой города- государства. В наследство от почившей в бозе Римской империи им досталась изумительная в своем роде числовая система, совершенно не приспособленная к вычислениям. Экономическая жизнь итальянцев не шла ни в какое сравнение с развитыми денежными отношениями в империи Аббасидов или Китае династии Сунь. Чтобы открыть для себя современные методы финансового дела, Европа должна была их импортировать.

Огромную роль в этом процессе сыграл молодой математик Леонардо из Пизы, более известный как Фибоначчи. Нам он известен в основном благодаря последовательности чисел Фибоначчи (0, 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21...), где каждое число равно сумме двух предыдущих, а его отношение к непосредственно предшествующему члену последовательности стремится к знаменитому «золотому сечению» (около 1,618). Последовательность удивительно точно отражает количественную сторону множества природных феноменов (на роль примера просится фрактальная геометрия папоротников и морских раковин; подробнее см. [Сергей Деменок. Просто фрактал](http://baguzin.ru/wp/?p=10702)). Фибоначчи открыл для европейских глаз арабский метод записи цифр. Наступала новая эпоха: отныне математика будет широко использоваться в работе с деньгами вообще и для кредитных операций в частности.

*Рождение банковского дела.* Первым — в 1609 году — открылся Амстердамский расчетный банк. В 1760 году на 19 миллионов флоринов депозитов приходилось более 16 миллионов флоринов резервов. Банковская паника была практически исключена: даже если бы все вкладчики разом потребовали вернуть деньги, банк без труда удовлетворил бы их требования. Будучи сверхнадежным, такой банк не мог выполнять функцию, без которой мы не можем представить его сегодня: создание кредита.

Спустя почти полвека Банк Швеции помещал в резерв лишь часть депозитов, а остальное выдавали нуждающимся, таким образом первыми в мире применяя на практике технику «частичного резервирования». В банке рассудили, что вероятность массового наплыва вкладчиков за деньгами мала и в резерве достаточно оставлять лишь небольшую долю всех депозитов. В результате обязательства банка состояли из депозитов (по ним банк платил проценты) и резервов (их банк не мог отдать под процент), а его активами были выданные (под процент) ссуды.

Третье, и последнее важное событие произошло в Лондоне: в 1694 году там был учрежден Банк Англии. В 1742-м ему удалось установить частичную монополию на выпуск банкнот особой формы беспроцентных долговых обязательств, призванной упростить расчет в отсутствие банковских счетов у обеих сторон.

Чтобы осознать всю мощь этих трех инноваций, студентам программы MBA Гарвардской школы бизнеса предлагают поучаствовать в игре. Профессор вкладывает $100 в воображаемый банк одного из студентов и получает квитанцию о сделанном вкладе. Предположим для простоты, что студент-банкир работает с нормой резервирования в 10% (то есть помещает в резерв 10 центов с каждого доллара депозитов); в таком случае он отдает в центральный банк эти самые 10% — 10 долларов, — а оставшиеся 90 долларов ссужает одному из клиентов. Пока клиент обдумывает, на что употребить полученный кредит, он кладет деньги в другой банк. Банк работает с такой же нормой резервирования и складывает в центральный банк 9 долларов, выдавая другому клиенту свободные деньги — 81 доллар.

М0 («эм ноль») называя также «денежная база» или «деньги повышенной мощности» включает все обязательства центрального банка, то есть наличность и резервы частных банков, помещенные в центральный в качестве депозитов. M1 («узкие деньги») это наличные деньги вкупе с депозитами до востребования. Когда деньги оказываются помещены в три банка, воображаемый М0 равен скромным 100 долларам, а вот M1 составляет уже 271 доллар (100 + 90 + 81). И хотя упрощения налицо, едва ли найдется более наглядное доказательство того, как важна современная система частичного резервирования для создания кредита и денег как таковых.

Распространение в западном мире безналичного внутрибанковского и межбанковского расчета с одной стороны, системы частичного резервирования с другой и монополии центральных банков на выпуск банкнот с третьей привело к глубинным изменениям в самой природе денег.

В 1924 году Джон Мейнард Кейнс хлестко охарактеризовал золотой стандарт как «пережиток эпохи варварства» (подробнее см. [Джон Мейнард Кейнс. Общая теория занятости, процента и денег](http://baguzin.ru/wp/?p=3418)). В тоже время у золотого стандарта были неоспоримые преимущества. Стабильные обменные курсы вели к предсказуемым ценам, снижая издержки торговли, а уверенность в долгосрочном уровне цен помогала формировать инфляционные ожидания. Привязка к золоту дисциплинировала правительства — те придерживались умеренной фискальной и монетарной политики. Но у такой денежной системы есть изъяны: ориентация на товарный стандарт, равно как и на иные валюты, толкает денежные власти страны к выбору между свободным движением капитала и независимой от других государств монетарной политикой. Либо то, либо другое.

Для поддержания курса на необходимом уровне центральный банк должен постоянно менять краткосрочную ставку процента. Если предложение товара — якоря денежной системы — ограничено, как это было с золотом в 1870-х и 1880-х, результатом вполне может быть дефляция. Ну и наконец, золотой стандарт, как и любой другой, — прекрасный разносчик финансовой заразы, в чем весь мир убедился после 1929-го, имея дело с очередной инкарнацией стандарта. А вот если денежная система основана на банковских вкладах и плавающих обменных курсах, то приведенные выше проблемы ей нипочем. Кончина золотого стандарта была протяженной и мучительной. Мало кто всплакнул о покойнике, когда 15 августа 1971 года Ричард Никсон положил конец его (и нашим) терзаниям, прикрыв так называемое «окно», сквозь которое доллары при определенных условиях могли быть обращены в золото. Так разорвалась многовековая связь денег с ценным металлом.

Развитие кредитно-долговых отношений стало залогом обогащения населяющих Землю народов в ничуть не меньшей степени, чем, скажем, горное дело, промышленность или мобильная телефония. Только надежные банки — такие, куда люди могут приносить свои сбережения без боязни их потерять, — обеспечат перетекание средств от праздных к работящим.

**Глава II. Человек — человеку: долг**

Если возникновение банковского кредита мы считаем первой в цепи великих революций на пути восхождения денег, то рождение облигации, без всяких сомнений, — это революция под номером два. Государства и крупные корпорации, если они нуждаются в займах, выпускают облигации в надежде привлечь средства широкого круга людей и учреждений, а не только банков.

Хотим мы того или нет (в подавляющем большинстве случаев мы об этом просто-напросто не знаем), рынок облигаций касается каждого по меньшей мере по двум причинам. Во-первых, именно туда вкладывается значительная часть тех средств, что мы копим в надежде на безбедную старость. Во-вторых, правительства крупных стран считаются самыми надежными должниками, а рынок облигаций огромен, и в итоге именно он диктует экономике долгосрочные ставки процента.

Первые государственные облигации появились во Флоренции в XIV в.

Легенда гласит, что свои первые миллионы Ротшильды заработали благодаря прозорливости Натана — тот правильно оценил влияние исхода сражения при Ватерлоо на цену английских облигаций. Так вот, это неправда. В другом изложении миф звучит иначе: поняв, к чему идет дело, Натан прямо с поля битвы бросился в ближайший порт, пересек бушующий Ла-Манш и успел купить облигации прежде, чем известие о победе Веллингтона достигло Англии и взвинтило их цены до небес. После Ватерлоо Ротшильды не то что не озолотились — они чуть было не пошли по миру. Их состояние было нажито не благодаря торжеству англичан, но вопреки ему.

А было так. Накануне битвы при Ватерлоо Натана подвело чутье. Скупая золото в гигантских объемах, он рассчитывал, что, как и все войны с Наполеоном, эта будет затяжной. Но Веллингтон одержал быструю победу и вошел в историю. Братья фактически сидели на куче предназначенных для финансирования уже завершившейся войны денег. С заключением мира великие армии — победительницы Наполеона могут быть расформированы, а коалиция союзников распадется. А значит, не будет больше никаких жалований солдатам и подачек друзьям Англии на континенте. Военный рост цены золота с неизбежностью обернется падением в мирное время. Приготовившийся получить баснословные прибыли и стать живой легендой Натан теперь думал, что делать с огромными — и растущими с каждым днем — убытками. Ротшильды рискнули и вложили все свое золото в облигации. Натану хватило самообладания, чтобы более года продержать облигации на руках. Он продал их только в ноябре 1817 года, когда те поднялись более чем на 40% (рис. 1).



Рис. 1. Цена консолей (бессрочных облигаций правительства Великобритании). 1812–1822

23 декабря 2001 года правительство Аргентины объявило о полном моратории на выплату внешнего долга, включая облигации на сумму порядка 81 миллиарда долларов. Такие суммы не отказывался выплачивать никто и никогда. Сквозь призму аргентинского кошмара видно, насколько уязвим внешне столь могучий рынок облигаций. После тяжелейших переговоров — долг Аргентины составляли 152 вида бумаг в шести различных валютах в восьми юрисдикциях — большинство кредиторов (всего их было около 500 тысяч) пошли на беспрецедентный шаг и согласились принять к оплате новые облигации, почти втрое урезав свои требования. Аргентина справедливо считала, что провернула очень удачную сделку, а экономисты и по сей день недоумевают, почему вообще находятся страны, трепетно относящиеся к своим обязательствам перед иностранными кредиторами.

**Глава III. Пуская пузыри**

Восхождение денег продолжается: наступила эпохи банков, родилась облигация, а теперь мы проследим, как возникли и развивались акционерные корпорации с ограниченной ответственностью. «Акционерные», потому что капитал компании принадлежит великому множеству отдельных вкладчиков, а те наслаждаются «ограниченной ответственностью» — компания обладает своим юридическим «лицом», и в случае провала затеи инвесторы не рисковали всем своим имуществом. На кону стоит лишь та часть средств, что ушла на покупку доли в компании. Для множества мелких предприятий наиболее разумной формой ведения дел остается товарищество.

Каждый день, каждую минуту на фондовых биржах мира проходят голосования: публика выносит всестороннее суждение о перспективах того или иного предприятия. Современный фондовый рынок нельзя представить без биологических аналогий. Оптимистично настроенных покупателей называют быками, мрачных продавцов — медведями. Первый обмен акций на деньги произошел четыре века назад, и лишь немногим позже лопнул первый в череде мыльных пузырей на фондовых рынках. Снова и снова котировки акций берут немыслимые и неоправданно высокие планки, но не могут удержаться и падают вниз. Снова и снова, пока курсы летят вниз, обладатели сокровенного знания облапошивают наивных новичков. И каждый раз события развиваются по привычному сценарию: «сдвиг», «эйфория», «мания», «тревога», «вспышка недоверия, или исход».

С пузырями на фондовом рынке во все времена были неразрывно связаны три явления. Во-первых, это, как говорят экономисты, «асимметрия информации». Управляющие неожиданно пошедших в гору компаний лучше осведомлены о положении дел, чем рядовые вкладчики, и пользуются этим в личных целях. Во-вторых — финансовые потоки, не скованные границами государств. Опыт показывает: чем свободнее движется капитал, тем легче надуться пузырю. Наконец, что важнее всего, настоящий пузырь просто немыслим без легкого доступа к новым деньгам. Часто зачинщиком выступает центральный банк.

Вот уже много десятков лет американский фондовый рынок с завидным постоянством обгоняет все остальные. По некоторым оценкам, за семьдесят лет с 1920-х годов его среднегодовая доходность (за вычетом инфляции) составила 4,73%. За последние 40 лет в реальном выражении акции показали рост в 10,3 раза, облигации и векселя — в 3,4 и 1,8 раза соответственно. Экономисты говорят, что высокая доходность акций обусловлена дополнительной «премией за рискованность», пусть часто этот риск очень даже оправдан.

В 1602 году на свет появилась Голландская Ост-Индская компания (ГОК) – первое акционерное общество. ГОК воплощала в жизнь принцип ограниченной ответственности — в случае краха компании владельцы рисковали лишь своими вкладами. Впрочем, о непременных выплатах речи тоже не шло. Пункт 17 устава ГОК осторожно сообщал, что инвесторы будут вознаграждены, как только компания получит прибыль в размере 5% от начального капитала.

В 1612-м выяснилось, что в указанные в ее уставе сроки ГОК ликвидирована не будет. Теперь инвесторы могли получить деньги одним-единственным способом: продажей своих акций. Так возник вторичный рынок для купли-продажи этих акций, а вместе с ним и первая биржа. Примерно в то же время, в 1609 году, был учрежден Амстердамский обменный банк, который начал выдавать ссуды под залог акций ГОК. Компания, биржа, банк — вот три чуда, три вершины треугольника в основании новой экономики.

Причины кризиса 1929 г. не очевидны. Соединенные Штаты завершали 1920-е на высокой ноте. Нейлоновые изделия фирмы Du Pont, стиральный порошок Procter and Gamble, косметика Revlon, радиоприемники RCA, счетные машины IBM – время технологических прорывов, расширявших границы возможного. «Мы, американцы, думали, что заработаем еще больше в будущем потому, — считал Ирвинг Фишер, — что никогда еще наша промышленность не пользовалась так полно плодами деятельности ученых и изобретателей». Как знать, может, целый ворох успехов и привел к сдвигу — верному знаку зарождения пузыря на фондовом рынке. Пузырь надувался до тех пор, пока это позволяли денежные власти, и они же ответственны за последствия.

Милтон Фридман и Анна Шварц считали, что кризис 1929 года приобрел масштабы Великой депрессии при попустительстве Федеральной резервной системы, и привели свои доводы на страницах едва ли не самой значимой работы по экономической истории США (см. Фридман М., Шварц А. [Монетарная история Соединенных Штатов 1867−1960 гг.](http://www.ozon.ru/context/detail/id/3907188/?partner=baguzin) — Киев: «Ваклер», 2007. — 880 с.).

Если бы фондовый рынок, как и человеческий рост, следовал «нормальному распределению» с его напоминающей колокол кривой, то годовой обвал на 10% или больше случался бы только раз в пятьсот лет, а Доу-Джонс выкидывает подобные фортели каждые пять. В статистике говорят о «тяжелых хвостах» распределения (подробнее см. [Нассим Талеб. Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости](http://baguzin.ru/wp/?p=1533)).

**Глава IV. Возвращение риска**

Как нам совладать с риском и неопределенностью, связанными с будущим? Ложится ли бремя ответственности на каждого человека? Или в черный день нам стоит ожидать помощи от других людей? А может, государство или, если называть вещи своими именами, налогоплательщики нехотя подставят нам плечо, когда в дверь постучится беда? История управления рисками — это история о том, как самоуверенные люди желали стать финансово защищенными, но раз за разом убеждались: у «будущего» нет единственного числа. Будущих много, они неповторимы и едва ли когда перестанут застигать нас врасплох.

Основной закон страхования — «сбереги сегодня, чтобы выбраться из передряги завтра». У истоков первого страхового фонда, созданного в 1744 году, стояли два священника Церкви Шотландии. Фонд был призван обеспечить существование вдов священников. Однако страхование как таковое появилось задолго до того. Первый бодмерейный договор — он позволял капитану брать заем под залог корпуса своего торгового судна — сделал страхование одним из видов коммерческой деятельности. В 1350-х сначала премия составляла от 15% до 20% страховой суммы и лишь к концу столетия снизилась до 10%. Страхование как отдельное ремесло еще не оформилось — купцы занимались им в свободное от основных забот время.

В середине XVIII в. кофейню Эдварда Ллойда на Тауэр-стрит облюбовали участники зарождавшегося рынка морского страхования. В 1730-1760-е годы встречи и обмен сведениями у Ллойда стали привычным делом, и в 1774-м в здании Королевской биржи было учреждено Общество Ллойда, изначально получившее по 15 фунтов взноса от каждого из 79 пожизненных членов. Будучи свободным объединением участников рынка, Lloyd's выглядел простовато в сравнении с торговыми монополиями былых эпох. Ответственность андеррайтеров — они ставили свои имена под договорами страхования (от англ. underwrite — «подписаться под чем-либо») и стали известны как «Имена Ллойда» — была ограниченной. Общество жило, как сказали бы мы сегодня, по принципу «предоплаты» — в его задачи входил сбор средств в объеме, достаточном, чтобы расплатиться с обязательствами текущего года и оставить немножечко себе.

Важнейшие открытия XVII–XVIII вв. состоялись в шести областях:

1. *Вероятность*. Французский математик Блез Паскаль признавал: «страх перед несчастьем должен быть соразмерен не только тяжести ущерба, но и вероятности неблагоприятного исхода»
2. *Ожидаемая продолжительность жизни.* Астроном Эдмунд Галлей свел воедино сведения о 1238 рождениях и 1174 смертях и шансы человека избежать смерти в каждый отдельный год. Так зародился математический аппарат страхового дела.
3. *Определенность*. В 1705 году Яков Бернулли предположил, что «в схожих условиях то или иное событие будет происходить (или не происходить) с той же частотой, что была установлена ранее». Его Закон больших чисел позволил, среди прочего, делать заданной наперед точности выводы о содержимом большой банки с шарами двух разных цветов по небольшой выборке. Отсюда растут ноги понятия «статистическая значимость» и современные способы оценки вероятностей в пределах доверительных интервалов (утверждение «доверительный интервал 95% для доли белых шаров в банке — от 35% до 45%» означает, что истинное значение с вероятностью 95% попадет в указанный промежуток).
4. *Нормальное распределение.* [Аврааму де Муавру](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%9C%D1%83%D0%B0%D0%B2%D1%80%2C_%D0%90%D0%B1%D1%80%D0%B0%D1%85%D0%B0%D0%BC_%D0%B4%D0%B5) удалось нащупать закон, которому подчиняются исходы многократно повторяемого опыта, и он открыл миру кривую, отражающую распределение этих исходов вокруг среднего значения.[[2]](#footnote-2) Колоколообразная кривая — графическое отображение нормально распределенной случайной величины, при этом 68,2% всех наблюдений за такой величиной находятся в пределах одного стандартного отклонения вверх или вниз от среднего значения.
5. *Полезность*. «Стоимость предмета должна задаваться не его ценой, но той полезностью, что он доставляет» — так говорил в 1738 году швейцарский математик Даниил Бернулли и добавлял: «Полезность от увеличения богатства находится в обратной зависимости от богатства уже имеющегося», иными словами, 100 долларов больше пригодятся кому-нибудь со средней зарплатой, чем управляющему хедж-фондом.
6. *Выводы из данных.* В своей «Попытке разрешить одну задачу о случае» (увидевшую свет в 1764 году, уже после смерти автора) Томас Байес задался следующим вопросом: «Допустим, что дано количество опытов, когда неизвестное событие случилось, и число попыток, когда оно не произошло; требуется сказать, во скольких случаях вероятность его будет лежать между двумя наперед заданными числами». Его ответ предвосхитил современную формулировку, согласно которой ожидаемая полезность того или иного события равна произведению его вероятности на количественный исход: выигрыш или убыток (подробнее см. [Идеи Байеса для менеджеров](http://baguzin.ru/wp/?p=6355)).

В 1930 году Альфред Манес из Германии, знаток страхования, дал такое определение своему предмету: экономический институт, который основан на принципе взаимности и учреждается для снабжения фонда, необходимость в каковом возникает по факту происшествий с поддающейся оценке вероятностью.

Кто мог подумать в 1740-х годах, что страховые компании и их близкие родственники — пенсионные фонды, постоянно наращивая численность своих подписчиков, в один прекрасный день достигнут уровня самых крупных мировых вкладчиков — так называемых «институциональных инвесторов», задающих настроение на мировых финансовых рынках?

Экономист [Кеннет Эрроу](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%AD%D1%80%D1%80%D0%BE%D1%83%2C_%D0%9A%D0%B5%D0%BD%D0%BD%D0%B5%D1%82_%D0%94%D0%B6%D0%BE%D0%B7%D0%B5%D1%84) уже давно подметил, что большинство предпочтет вариант с гарантированной скромной потерей (как ежегодная страховая премия) и маловероятным, но крупным выигрышем (как страховая выплата после бедствия) обратному — стопроцентному маленькому приобретению (оставить себе премию) в паре с неизвестно насколько вероятной огромной потерей (разбираться с катастрофой самому).

На страховые премии у британцев уходит 12% ВВП, в полтора раза больше, чем у американцев, и вдвое больше, чем у немцев. Почему же британцы, приобретают так много страховок? Ответ связан с историей взлета и падения альтернативной формы защиты населения от жизненных невзгод, имя которой — государство всеобщего благосостояния.

Социальное государство — британская затея, уверены мы. Мы также привыкли думать, что изобрели его социалисты, ну или по крайней мере люди либеральных убеждений. Как бы не так! Первыми начали страховать свое здоровье в обязательном порядке и получать пособия по старости немцы, а британцы последовали их примеру более двадцати лет спустя. Левые политики были совершенно ни при чем. В 1880 году Отто фон Бисмарк признался: принимая закон о социальном страховании, он желал «наделить огромные массы неимущих правом на пенсию и таким образом сделать из них добропорядочных консерваторов».

Выступая по радио в марте 1943-го, Черчилль заявил: «обязательное всеобщее страхование всех классов от всех напастей с пеленок и до могилы», упразднение безработицы как таковой благодаря политике государства, призванной «придерживать экономическое развитие или подстегивать его, смотря по обстоятельствам», «увеличение доли государства в экономике и выход его на первые роли», постройка доступного жилья, реформы государственного образования, увеличение объема предоставляемых услуг в сфере здравоохранения и помощи гражданам.

Первой же по-настоящему великой державой всеобщего благоденствия стала вовсе не Британия, а Япония. Опыт японского социального государства наглядно демонстрирует, сколь тесно сплетены понятия социального государства и государства агрессивного.

Социальное государство стало укрывать своих граждан от превратностей бытия. Если они рождались больными — государство платило. Если не имели денег на образование — государство платило. Если не могли найти работу — государство платило. Оно платило даже тогда, когда люди не выходили на работу по болезни. Ну и разумеется, государство платило, когда люди уходили на покой. А когда они умирали, государство платило тем, кто материально зависел от покойных. Сверхдержава благоденствия служила также эталоном расчетливости на грани чуда. В 1975-м на нужды социальной защиты уходило 9% национального дохода против 31% в Швеции и 15% в Англии.

Британская версия социального государства отменила все кнуты и пряники, без которых капиталистическая экономика становится бледной своей тенью, — упорные теперь не вознаграждались за свой труд, а лентяи не страшились нищеты. Страну поглотила стагфляция — сочетание застоя в экономике с высокой инфляцией.

Поход на государство всеобщего благоденствия начался в Чили. (Тэтчер и Рейган пришли потом.) Когда к власти пришли военные под предводительством Пиночета, выпускник Гарварда [Хосе Пиньера](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%9F%D0%B8%D0%BD%D1%8C%D0%B5%D1%80%D0%B0%2C_%D0%A5%D0%BE%D1%81%D0%B5) предложил полномасштабный пересмотр системы социальной защиты: «Грандиозная система страхования выродилась в грандиозную систему налогообложения: сегодняшние взносы идут на завтрашние выплаты, не создавая фонда для будущих нужд. Подход «заплатил сегодня — живи завтра», пожертвовав идеей бережливости, создал у людей ощущение, что им «положено»... [Защитники такого подхода] плохо разбираются в поведении человека. В итоге отдельные люди перестают замечать связь между своими взносами и выплатами. Между усердием и вознаграждением. А когда долгие годы в это вовлечена вся страна, результат окажется очень и очень печальным».

В 1979 году министр труда (а впоследствии и министр горной промышленности) Хосе Пиньера приступил к созданию качественно новой пенсионной системы для Чили, и к 1981-му каждый работник имел право отказаться от государственной пенсии. В таком случае 10% заработка, раньше уходившие в счет налога на заработную плату, желающие помещали на персональный пенсионный счет, за право управлять которым боролись частные компании под общим названием Управление пенсионными фондами. Достигнув пенсионного возраста, работник приобретал на накопленные средства ежегодную ренту или, если хотел, продолжал работать и откладывать деньги. Система также предусматривала премии по страхованию жизни и инвалидности. Так чилийцам давали понять, что в тяжелую минуту они могут рассчитывать на сделанные взносы. «Социальные программы должны поощрять усилия отдельных людей, вознаграждать тех, кто не боится брать ответственность за свою судьбу. Нет ничего хуже социальных программ, порождающих общество дармоедов».

После реформ «чикагских мальчиков» значительно улучшилось общее самочувствие экономики, и с этим спорить трудно. До визита Фридмана экономика пятнадцать лет росла в среднем на 0,17% в год. А каждый из последующих пятнадцати лет приносил увеличение на 3,28% — почти в двадцать раз больше. За чертой бедности ныне живут 15% чилийцев — это много, но куда меньше, чем раньше, и меньше, чем в Латинской Америке сегодня (40%). Сантьяго — истинная жемчужина Анд, самый развитый и привлекательный город всего континента.

В поисках защиты от грядущих потрясений одни покупают страховку, а многие прячутся под крыло государства, но есть и другие способы. Едва ли не самый разумный из них — хеджирование рисков. Хеджироваться по полной — значит исключить какой бы то ни было риск. Для этого выступающий встречной стороной спекулянт должен взять все на себя. Стоимость фьючерсов и форвардов зависит от стоимости задействованных в сделке активов, а потому все срочные контракты по своей форме являются контрактами производными, или деривативами (от англ. derivative — производный; подробнее см. [Стефан Бернстейн. Деривативы за день](http://baguzin.ru/wp/?p=4182)).

**Глава V. Как за каменной стеной**

Собственность — любимая экономическая забава англоязычного мира. Как никакой другой аспект финансовой жизни, она будоражит воображение огромных масс людей. Вот почему так популярна игра [Монополия](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%9C%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BF%D0%BE%D0%BB%D0%B8%D1%8F_%28%D0%B8%D0%B3%D1%80%D0%B0%29). Банки с удовольствием кредитуют желающих приобрести недвижимость. С 1959 года совокупный объем задолженности по ипотеке в США вырос в 75 раз. К концу 2006 года с проживающих в собственных домах американцев причиталась сумма, эквивалентная 99% ВВП страны.

*Опора демократии – владельцы недвижимости.* До 1930-х годов в своих собственных домах жили лишь 40% американцев. Во время Великой депрессии новый курс Франклина Делано Рузвельта был новым курсом на жилье. Дав миллионам американцев возможность владеть собственными домами, администрация сделала важнейший шаг по направлению к первой в мире демократии домохозяев. А СЩА раз и навсегда получили прививку от красной революции.

Стараниями властей на свет появились типовой договор долгосрочной ипотеки и всенародная система наблюдения и оценки надежности ссуд, и теперь все было готово для выхода на сцену вторичного рынка ипотеки в масштабах всей страны. Он и вышел — в 1938 году, когда Федеральная национальная ипотечная ассоциация, впоследствии прозванная Фанни Мэй (Fannie Мае). Новые меры вели к снижению среднего ежемесячного взноса, что позволило Управлению жилищного строительства пригласить в ряды потенциальных покупателей недвижимости куда больше американцев, чем прежде считалось возможным. Так начиная с 1930-х годов правительство США стало страховщиком на рынке ипотеки, призывая кредиторов и заемщиков общаться без опаски.

Дабы сделать вторичный рынок хоть сколько-нибудь конкурентным, в 1970 г. на арену был выпущен Freddie Mac — Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита.

В начале 80-х Salomon Brothers предложил новую идею: объединить тысячи ипотек и с их помощью обеспечить совершенно новые ценные бумаги, которые затем можно предлагать, как альтернативу государственным или корпоративным облигациям — иными словами, превратить ипотеки в облигации. После объединения ипотек выплаты по ним можно было распределить по категориям с разными степенями рисков и сроками погашения. Первый выпуск этих новых бумаг, обеспеченных ипотеками (известных как СМО, от английского collateralised mortgage obligation), состоялся в июне 1983 года. Началась новая эра в истории американских финансов.

Процесс получил название секьюритизации и создал на рынке облигаций систему, где безличные сделки играют роль б*о*льшую, чем человеческие отношения. Большинство ипотек было гарантировано государственным трио: Фанни, Фредди и Джини,[[3]](#footnote-3) ну а поскольку те пользовались поддержкой государства, то и облигации становились почти что государственными и, следовательно, получали высокий инвестиционный рейтинг. В период с 1980 по 2007 год объем таких облигаций вырос с 200 миллионов до 4 триллионов долларов. С появлением частного страхования облигаций банки вроде Salomon стали предлагать рынку секьюритизацию кредитов, не пользующихся государственными гарантиями. К 2007 году было секьюритизировано частных ипотек на 2 триллиона долларов. Если в 1980 году в облигации было обращено 10% всех ипотек, то к 2007 году их доля составила уже 56%.

В англоговорящих странах принято считать, что вложения в недвижимость выгодны всегда. Удивительно, как часто эти непреложные истины не выдерживают проверку реальностью. Пусть вы вложили 100 тысяч долларов в американский рынок недвижимости в начале 1987 года. В зависимости от того, какую статистику выбрать, ваше состояние к первому кварталу 2007 года почти утроилось бы — до 275 или 299 тысяч долларов. Но если бы вы вложили эти же деньги в американский фондовый индекс S&P 500, помещая туда же все дивиденды, то по истечении того же срока у вас на руках остались бы 772 тысячи долларов.

Есть еще три фактора, которые надо учитывать при попытке сопоставления вложений в недвижимость по сравнению с вложениями в другие активы. Первый — амортизация. Акциям, в отличие от домов, не нужны ни ремонт, ни новая крыша. Второй — ликвидность. Продать дом гораздо сложнее и дороже, чем акцию. Третий — колебания стоимости. Весь послевоенный период рынок недвижимости был куда устойчивее фондового. Не стоит думать, что цена домов росла себе и росла. С 1989 по 1995 год средняя цена дома в Великобритании упала на 18%, а с учетом инфляции — и на все 37%. В Лондоне падение составило около 47%54. В Японии цены на недвижимость упали более чем на 60% между 1990 и 2000 годами. Пока я писал эту книгу, впервые за целое поколение начали падать цены на недвижимость в США.

Следующее изобретение – субстандартные ипотеки, которые предлагались семьям с плохой кредитной историей.

С помощью CDO субстандартные ипотеки превращались из кредитов с высоким риском невозврата в ценные бумаги с инвестиционным рейтингом. Пузырь надувался. Во всей этой финансовой активности был свой философский камень: «плохого» заемщика из Детройта отделяли тысячи километров от инвестора, который получал доход по облигациям. Риски распределялись по всей планете — от американских государственных пенсионных фондов до органов здравоохранения Австралии и даже до заполярных городских советов. Так, норвежские муниципалитеты Рана, Хемнес и Нарвик вложили 120 миллионов долларов налогоплательщиков в американские ипотечные облигации. Продавцы этих «структурированных финансовых продуктов» уверяли, что процесс секьюритизации дает возможность рисковать тем, кто «справится с этим лучше других». Правда, потом выяснилось, что максимальный риск на себя взяли те, кто понимал его природу хуже других.

Кризис на рынке субстандартных ипотек, начавшийся летом 2007 года, распространился на мировые рынки кредитов. Его жертвами стали некоторые хедж-фонды. Корень проблемы был в кредитно-залоговых обязательствах — CDO. Только в 2006 году их было продано на полтриллиона долларов, половина этого объема была завязана на субстандартные ипотеки. Выяснилось, что цена части CDO была сильно завышена, что было следствием недооценки рисков возможных дефолтов заемщиков.

В течение июля 2007 года рейтинговые агентства начали снижать рейтинги так называемых RMBS CDO. Аббревиатура расшифровывается как residential mortgage-backed security collateralized debt obligations («кредитно-ссудные обязательства, обеспеченные жилищными ипотеками»). В удивительном названии — свидетельство того, насколько сложны эти финансовые продукты. Почти никто не предполагал, что отказы малообеспеченных жителей Детройта и Мемфиса от выплат по субстандартным ипотекам приведут к финансовому обвалу такой силы. Один банк (Northern Rock) был национализирован, другой (Bear Steams) — спешно продан по бросовой цене конкуренту, множество хедж-фондов разорились, банковские списания составили по меньшей мере 318 миллиардов долларов, а общие потери превысили 1 триллион.

Так что нет, владение недвижимостью — не самое надежное вложение капитала. Повальное владение недвижимостью снижает мобильность населения и, соответственно, замедляет выход из спада. Это — оборотная сторона столь привлекательной для многих идеи демократического общества домовладельцев, в котором съемщики становятся собственниками.

В городах по всему миру цены на жилье взлетели выше уровня, который можно было бы объяснить затратами на строительство или доходами от сдачи внаем. По словам экономиста Роберта Шиллера, это было вызвано «всеобщей верой в выгодность вложений в недвижимость» и привело к «классическому спекулятивному пузырю» (о Шиллере см. [Питер Бернстайн. Фундаментальные идеи финансового мира: Эволюция](http://baguzin.ru/wp/?p=11826)).

**Глава VI. От империи к Кимерике**

Кимерика = **КИ**тай + А**МЕРИКА**. Глобализация — быстрая интеграция географически разрозненных рынков труда, капитала, товаров и сырья — началась не вчера. За три десятилетия до начала Первой мировой войны доля мировой торговли в глобальной экономике была почти такой же, как и в последние тридцать лет. В том мире, лишенном границ и виз, доля трудовых мигрантов была, безусловно, выше. Доля международного капитала была ниже, но объем иностранных инвестиций, особенно инвестиций богатых стран в бедные, — гораздо выше. Целое поколение трудилось над строительством первой глобальной экономики. Уничтожена она была за несколько дней. Двух поколений не хватило, чтобы починить мир, разрушенный пушками 1914 года.

С 1930-х по конец 1960-х международные финансовые рынки и идея глобализации были скорее мертвы, чем живы. В июле 1944 года в местечке Бреттон-Вудс в американском штате Нью-Хемпшир будущие триумфаторы Второй мировой войны приступили к созданию финансовой основы мирного времени. В послевоенном мире торговля становилась свободнее, но ограничения на движения капитала никто не отменял. Обменные курсы были зафиксированы, но привязывались теперь не к золоту, а к международной резервной валюте — доллару. Впрочем, сам доллар оставался, пусть почти только на бумаге, привязанным к золоту, запасы которого величественно лежали в хранилище Форт-Нокс в штате Кентукки. По словам одного из создателей новой финансовой системы, Джона Мейнарда Кейнса, «контроль над движением капиталов» должен был стать «неотъемлемой частью послевоенного устройства мира». Крупные суммы пересекали границы лишь в рамках правительственных расчетов. Пример тому — план Маршалла, поставивший на ноги разрушенную войной экономику Западной Европы в 1948-1952 годах.

Международный Валютный Фонд (МВФ) и Всемирный банк (ВБ) предложили курс лечения стран-должников: соблюдение бюджетной дисциплины; налоговая реформа; либерализация процентных ставок; увеличение расходов на образование и медицину; защита прав собственности; приватизация государственной собственности; дерегулирование рынков; установление конкурентоспособного обменного курса; снятие торговых барьеров; снятие барьеров для прямых иностранных инвестиций.

Противники МВФ и ВБ видели в этой политике продолжение классического американского империализма. Они уверяли, что деньги МВФ и ВБ страны-получатели потратят на покупку американских товаров у американских компаний, причем во многих случаях это будет оружие, помогающее сохранить власть кровавых диктаторов или коррумпированных олигархов. А все тяготы структурных реформ лягут на плечи простых граждан кредитуемых стран. От этих обвинений легко отмахнуться, когда они написаны на транспарантах и скандируются толпой сытой западной молодежи. Но когда их повторяют бывшие чиновники финансовых детищ Бреттон-Вудса, стоит прислушаться повнимательнее.

[Джон Перкинс](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%9F%D0%B5%D1%80%D0%BA%D0%B8%D0%BD%D1%81%2C_%D0%94%D0%B6%D0%BE%D0%BD) утверждает, что в бытность главным экономистом бостонской консалтинговой компании «Чарльз Т. Мейн» он должен был добиваться, чтобы деньги МВФ и ВБ, ссужаемые Панаме и Эквадору, тратились на закупку товаров, поставляемых американскими корпорациями. По его собственным словам, он и подобные ему «киллеры от экономики» были «обучены... строительству Американской империи... созданию условий, при которых все доставалось Америке, ее компаниям и ее правительству».

По словам [Джозефа Стиглица](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A1%D1%82%D0%B8%D0%B3%D0%BB%D0%B8%D1%86%2C_%D0%94%D0%B6%D0%BE%D0%B7%D0%B5%D1%84), лауреата Нобелевской премии по экономике и главы ВБ с 1997 по 2000 год: «многие предложения, на которых настаивал МВФ, например преждевременная либерализация рынка капитала, приводили к нестабильности в мире... Рабочие места постоянно сокращались, потому что приток и отток спекулятивных денег, частых спутников либерализации рынка, не оставляли камня на камня от экономики».

Наряду с подъемом Китая бурное развитие хедж-фондов можно отнести к наиболее значительным событиям в мировой экономике после окончания Второй мировой войны. Хедж- фонды со своими слабо регулируемыми и чрезвычайно мобильными капиталами олицетворяют возвращение на рынок «горячего», спекулятивного капитала, о котором почти ничего не было слышно между Великой депрессией и концом Бреттон-Вудских соглашений. И король королей среди новой плеяды экономических тяжеловесов — Джордж Сорос. Сорос считает себя скорее философом, чем финансовым тяжеловесом. Его формирование под влиянием идей философа Карла Поппера (см., например, [Карл Поппер. Открытое общество и его враги](http://baguzin.ru/wp/?p=9464)) нашло отражение в неприятии подхода к экономике как к науке. Именно с этого начинается его книга [Алхимия финансов](http://www.ozon.ru/context/detail/id/5531890/?partner=baguzin).



Рис. 2. Джордж Сорос — король королей хедж-фондов и повелитель рефлексивности

Изначально хедж-фонд был призван снизить рыночные риски за счет открытия коротких позиций, которые оказываются прибыльными, если актив падает в цене. Американская Комиссия по ценным бумагам и биржам дает следующее определение короткой позиции: «любой акт продажи ценной бумаги, не принадлежащей продавцу, или же любая сделка, завершающаяся поставкой ценной бумаги, одалживаемой самим продавцом или его представителем». Главная в карьере Сороса игра на понижение стала также одной из ярчайших страниц британской финансовой истории.

В начале 90-х я был уверен, что спекулянты вроде Сороса вполне могут одолеть Банк Англии в очной схватке. Это было легко просчитать. Ежедневно на валютных рынках торговался триллион долларов. Резервы Банка Англии на этом фоне выглядели смехотворно. Сорос прикинул, что растущие расходы по объединению Германии приведут к росту процентных ставок и, соответственно, курса немецкой марки. В этих условиях привязка фунта к марке — часть политики правительства консерваторов в рамках европейского соглашения о Механизме обменных курсов — становится невозможной. Рано или поздно, рассуждал Сорос, правительство будет вынуждено выйти из соглашения и девальвировать фунт; Сорос был настолько уверен в своей правоте, что поставил на это 10 миллиардов долларов — больше, чем было в его фонде. Он активно занимал фунты и скупал марки по курсу, установленному в рамках Механизма на уровне 2,95 марки за фунт.

И действительно, 16 сентября 1962 г. Британия перестала быть частью Механизма обменных курсов. На обвале фунта фонд Сороса заработал больше миллиарда долларов. Когда фунт рухнул, Сорос заплатил фунтовые долги уже по более низкому курсу и положил в карман разницу. Маленькая деталь: унижение фунта принесло лишь 40% прибыли фонда за тот год.

Что может поставить крест на сегодняшней глобализации, как то произошло с ее предшественницей в 1914 году? Очевидный ответ — ухудшение политических отношений между Вашингтоном и Пекином, вызванное торговым спором, связанным с Тайванем, Тибетом или еще с чем-нибудь. Важный урок, который нам следует извлечь из истории, заключается в том, что большая война может разразиться в любой момент. Чем дольше мир живет без войны, тем сложнее ее всем представить и, возможно, тем легче ей начаться.

**Послесловие. Происхождение денег**

Существуют три основные причины хронической нестабильности финансовой системы. Во-первых, никакого «будущего» нет — есть лишь множество возможных вариантов развития событий, покрытых пеленой неопределенности, а вовсе не прозрачной накидкой риска. На принципиальное различие между двумя понятиями еще в 1921 году обращал внимание Фрэнк Найт: «Неопределенность не следует пугать с хорошо знакомым нам риском, хотя разделительную линию между ними никто так толком и не провел... Измеримая неопределенность, или собственно «риск»... настолько отличается от неопределенности неизмеримой, что ее вряд ли имеет смысл называть неопределенностью» (подробнее см. [Фрэнк Хейнеман Найт. Риск, неопределенность и прибыль](http://baguzin.ru/wp/?p=11472)). Проще говоря, большая часть событий в нашей жизни не имеет ну совсем ничего общего с игрой в кости. Раз за разом в ней происходят непохожие друг на друга вещи, либо «уникальные, либо настолько редкие, что на полученных с их помощью данных не построить серьезной теории, не оценить вероятности такого же события в будущем».

Вторая причина своенравности финансовой системы — это поведение людей. Даниель Канеман и Амос Тверски на опытном материале показали, что даже в самых простых ситуациях люди не могут как следует оценить вероятности различных событий (подробнее см. [Даниэль Канеман. Думай медленно... решай быстро](http://baguzin.ru/wp/?p=7840)). «Нарушение инвариантности» — лишь одно из множества возможных эвристических отклонений (для удобства мышления и познания люди подходят к конкретным ситуациям с набором предубеждений), привязанность к которым и отличает обычного человека от homo economicus из неоклассической экономической теории — тот, принимая исключительно рациональные решения, основывается на всей полноте информации и держит в уме ожидаемую полезность для себя возможных исходов. Эксперименты выявили целый набор когнитивных ловушек для нашего разума.

Наше понимание финансовых рынков настоятельно требуется освежить, и помочь тут может разве что бурно развивающаяся дисциплина под названием «поведенческие финансы» (см., например, [Дэн Ариели. Поведенческая экономика](http://baguzin.ru/wp/?p=5202)). Те, кто полагаются на «мудрость толп», хотят сказать, что большая группа людей скорее попадет в точку, чем узкая прослойка самопровозглашенных экспертов (см. [Джеймс Шуровьески. Мудрость толпы](http://baguzin.ru/wp/?p=3391)).

Наши когнитивные способности несовершенны, и надо ли говорить, что это результат эволюции? Теория эволюции связана и с третьей причиной столь бурного развития финансовой истории мира —в финансовой жизни находит свое отражение теория Дарвина. Сегодня эволюционная экономика является полноправным разделом экономики. Экономика подчиняется единому закону: выживает сильнейший. [Эгоистичный ген](http://www.labirint.ru/books/390731/?p=13320) преуспевает в размножении и таким образом продолжает жить в организмах будущего; обладающие им фирмы будут процветать и задержатся на этом свете подольше.

Присмотревшись к переменам вокруг себя, фирма в состоянии адаптироваться к ним, и поэтому финансовую эволюцию (как и эволюцию культурную) сподручнее обсуждать в терминах Ламарка, а не Дарвина. Несмотря на все вышесказанное, эволюционный подход дает куда больше ключей для понимания финансовых изменений, чем любая другая модель.

Кризис 2008 г. также поставил под сомнение адекватность действующих международных соглашений о контроле за достаточностью банковских капиталов (так называемые соглашения Базель I и Базель II).[[4]](#footnote-4) Так, в среднем капитал современного европейского банка не достигает и 10% его активов (а иногда и опускается до 4%) — против 25% в начале XX века.

1. По-английски имя автора книги – Niall. Я спросил у жены (она преподает английский в вузе), как бы она перевела это имя на русский язык. Жена сказала, что может предложить два варианта: Найл и Ниал. Издатели много раз употребляют это имя. Один раз, как Найл (вы это можете видеть на обложке), во всех остальных случаях – Ниал. ☺ [↑](#footnote-ref-1)
2. Обычно открытие колоколообразной кривой приписывают [Гауссу](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%93%D0%B0%D1%83%D1%81%D1%81%2C_%D0%9A%D0%B0%D1%80%D0%BB_%D0%A4%D1%80%D0%B8%D0%B4%D1%80%D0%B8%D1%85); подробнее см. [Нормальное распределение. Построение графика в Excel. Концепция шести сигм](http://baguzin.ru/wp/?p=1170) [↑](#footnote-ref-2)
3. В 1968-м Fannie Мае раскололась надвое: Государственная национальная ассоциация ипотечного кредита (Ginnie Мае) – Джинни – отвечала за небогатых заемщиков вроде бывших военных, а обновленная Fannie Мае перешла в частные руки. [↑](#footnote-ref-3)
4. В 2010 г. введен уже [Базель III](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%91%D0%B0%D0%B7%D0%B5%D0%BB%D1%8C_III). [↑](#footnote-ref-4)