

Владимир Петренев

The background is a dark, multi-toned gradient. A white line graph starts from the bottom left, rises steadily, then curves sharply upwards to a peak before falling steeply to the bottom right. Several blue starburst or sunburst patterns are scattered across the background. A vertical dashed line is positioned near the center. In the lower right, there are faint, overlapping circular shapes and a small diamond shape.

**Анатомия кризисов:
циклы паники и
восстановления**

Владимир Петренев
Анатомия кризисов: циклы
паники и восстановления
Серия «Устройство мира», книга 1

<https://litres.ru/73837632>

SelfPub; 2026

Аннотация

Финансовые кризисы — не случайность. Это встроенная механика кредитной экономики, работающая по единой трёхфазной схеме: накопление долга - малый триггер - лавинная паника. От тюльпанов 1636 года до крипто-зимы 2022 года.

«Анатомия кризисов» даёт новую оптику: как распознать переход из зелёной зоны (хеджевый режим) в красную (понци-финансирование), почему модели предсказания бесполезны в реальном времени и почему главный враг стабильности — забвение, стирающее память о боли за 15–20 лет.

Для инвесторов, политиков и предпринимателей: не гадать, а диагностировать уязвимость и готовиться к худшему.

Содержание

Введение	4
Часть I. Три режима долга	9
Глава 1. Хеджевый режим: как выглядит здоровая экономика	10
Глав	18
Конец ознакомительного фрагмента.	19

Владимир Петренев

Анатомия кризисов: циклы паники и восстановления

Введение

«Что, если кризис — не поломка, а режим работы?»

Представьте, что вы — пилот. За штурвалом самолёта, который неизбежно через каждые 10–15 лет теряет оба двигателя. Не по случайности, а потому что так устроена его конструкция. Вы знаете, что отказ двигателей произойдёт, но не можете сказать — над Атлантикой или при заходе на посадку. И самое странное: каждый раз после аварийной посадки авиаконструкторы усиливают шасси, меняют топливные магистрали, — а через двадцать лет двигатели снова глохнут на новых моделях.

Это не метафора авиации. Это точное описание глобальной финансовой системы.

За последние 800 лет экономики, которые мы привыкли считать «развитыми», пережили более 170 банковских кризисов, 250 суверенных дефолтов и несколько десятков гиперинфляционных эпизодов. Таковы данные, собранные Кармен Райнхарт и Кеннетом Рогоффом в фундаментальном ис-

следовании «На этот раз всё иначе» (Princeton, 2009). Если усреднить по всем странам, финансовый кризис случается каждые 8–10 лет. Ни одно поколение инвесторов, политиков или предпринимателей не прожило жизнь без хотя бы одного системного коллапса.

И всё равно каждый раз повторяется одна и та же сцена. Сначала отрицание: «это локальные трудности». Потом растерянность: «как мы это пропустили?». Затем спешное расследование: кто не досмотрел, кто манипулировал, кто спал. Наконец — реформы: новые комитеты, ужесточение требований к капиталу, стресс-тесты, запреты на самые опасные инструменты. А через 10–15 лет лоббисты добиваются ослабления правил, память о боли угасает вместе с уходом последних очевидцев, и на сцену выходит свежее поколение менеджеров, искренне уверенных, что старые риторические вопросы их не касаются — их инструменты сложнее, их модели точнее, их рынки глобальнее.

Возьмите один эпизод, о котором редко вспоминают. В 1998 году хедж-фонд Long-Term Capital Management — управляемый нобелевскими лауреатами, с плечом 50:1 — рухнул за несколько недель, потому что его модель не предусмотрела одновременного дефолта России и бегства инвесторов в качество. Федеральный резерв собрал частные банки на экстренную санацию, чтобы паника не охватила весь рынок. Прошло десять лет — и в 2008 году Lehman Brothers с плечом 30:1 (но на рынке репо объёмом под \$200 млрд

в день) рухнул. Потому что масштаб был другим. В 1998 году LTCM спас консорциум частных банков. В 2008 году Lehman спасать было некому — и правительство США впервые в истории позволило инвестиционному банку рухнуть, проверив, выдержит ли система такой шок. Не выдержала.

Эта книга построена вокруг одного утверждения, которое звучит провокационно, но опирается на данные и механику, а не на моральную панику:

Финансовые кризисы — не случайные катастрофы и не наказание за жадность. Это встроенная особенность кредитной экономики, повторяющаяся по общей логике, которую можно анализировать, но невозможно «отменить».

Именно «анализировать», а не «предсказывать». Мы не будем давать вам формулу «купи за месяц до падения» — такие формулы работают только в ретроспективных подборках данных и проваливаются в реальном времени. Вместо этого мы покажем три вещи.

Первое: как устроена анатомия кризиса. Три фазы — накопление долга (который выглядит как процветание), триггер (почти всегда внешний и неожиданный) и паника (самоусиливающаяся петля, которую можно остановить только внешним вмешательством). Эта трёхактная структура прослеживается от тюльпанов 1636 года до крипто-зимы 2022 года. Кейс-аномалия: крах Terra/Luna в мае 2022 года — первый крупный кризис в полностью децентрализованной си-

системе без страхования вкладов и кредитора последней инстанции. Та же трёхфазная структура, но паника заняла не месяцы, а три дня.

Второе: почему умные люди — с докторскими степенями, доступом к тысячам страниц данных, с моделями, которые работали десятилетиями, — систематически не замечают приближения кризиса. И почему даже когда замечают, они ничего не могут сделать. Это не глупость. Это ловушки, встроенные в самую логику коллективного действия и политического цикла.

Третье: какие институты работают не для предсказания, а для устойчивости. Кредитор последней инстанции (если он действует быстро). Страхование вкладов (которое не распространяется на теневые банки). Макропруденциальные ограничения (LTV, контрциклические буферы) — грубые, но эффективные. И валютные свопы между центральными банками, которые в 2008 году превратились в глобальную пожарную сеть объёмом \$580 млрд.

Но есть и плохая новость, которую мы не скрываем. Даже лучшие институты не отменяют цикл. Потому что главный враг — не незнание, а забвение. Когда в 1999 году Конгресс США отменил Glass-Steagall — закон, разделявший коммерческие и инвестиционные банки, принятый в 1933 году после краха 10 000 банков, — среди голосовавших не было ни одного законодателя, который помнил бы 1929 год лично. Их учили истории, но история — не заменитель шрамов.

Один из редакторов в предисловии к русскому изданию классического труда Чарльза Киндлбергера однажды заметил: «Финансовая история повторяется, потому что финансовая память — самая короткая». Это не цинизм. Это диагноз. А диагноз, в отличие от проклятия, оставляет пространство для действия — пусть и ограниченное.

Мы обращаемся к трём типам читателей. **Инвестор** найдёт здесь карту того, как выглядит накопление уязвимости за 3–7 лет до падения — и почему «жёлтые флаги» не работают как триггеры для выхода. **Политик и регулятор** получит систематическое изложение того, какие меры доказали свою эффективность, а какие создают ложное чувство безопасности. **Предприниматель и управленец** — понимание того, почему в периоды всеобщей эйфории самый рациональный шаг может выглядеть как трусость, а единственный способ пережить кризис — подготовиться к нему, когда никто ещё не верит в его возможность.

Мы не обещаем вам дату следующего коллапса. Никто не может её назвать. Но мы обещаем: после этой книги вы перестанете смотреть на кризисы как на «чёрных лебедей» (случайности, которые нельзя предвидеть) или как на моральные провалы (жадность банкиров). Вы увидите их как инженерную проблему. А инженерные проблемы, в отличие от пророчеств, имеют решения.

Не окончательные. Не изящные. Но работающие.

Часть I. Три режима долга

Глава 1. Хеджевый режим: как выглядит здоровая экономика

Представьте себе пирамиду, стоящую на широком основании. Это не архитектурная метафора, а визуальная подсказка: когда экономика находится в устойчивом состоянии, подавляющее большинство заёмщиков — домохозяйства, компании, даже правительства — могут обслуживать свой долг из текущего денежного потока без привлечения новых займов. Именно такую структуру экономист Хайман Мински назвал **хеджевым финансированием** (hedge finance): операционной прибыли достаточно и для выплаты процентов, и для погашения основной суммы долга. Кредит здесь работает как усилитель, а не как костыль.

Ключевое слово — «подавляющее большинство». В любой здоровой кредитной экономике есть несколько неудачников, несколько рискованных проектов, несколько ошибок. Но пока доля заёмщиков, которые вынуждены рефинансироваться или продавать активы для обслуживания долга, остаётся низкой, система стабильна. Она «шумная», но устойчивая. По Мински, если в экономике доминирует хеджевое финансирование, она находится в режиме, где «финансовые отношения делают систему стабильной».

Вот парадокс, который делает эту главу не просто терминологическим введением, а ключом ко всей книге. **Именно**

длительное пребывание в хеджевом режиме создаёт условия для будущей нестабильности. Периоды процветания делают и заёмщиков, и кредиторов более уверенными в завтрашнем дне; они охотнее идут на риск, систематически недооценивая реальную опасность. Устойчивость, как заметил Мински, обманчива — она лишь маскирует накопление будущей хрупкости. Экономика медленно, незаметно, но неуклонно переползает из зелёной зоны хеджевого режима в жёлтую зону спекулятивного, а затем и в красную зону понци-финансирования.

Но прежде чем перейти к анализу того, как это происходит, необходимо убедиться, что такое состояние действительно существует и поддаётся эмпирической идентификации. Ведь в мире, где финансовые кризисы случаются каждые 8–10 лет, а истории о пузырях и крахах заполняют новостные ленты, трудно поверить, что когда-то было иначе. Однако данные показывают: были.

Идеальный тип: немецкий *Mittelstand* после кризиса 2008 года

Лучший пример хеджевого режима в действии — германский *Mittelstand*, совокупность малых и средних предприятий, составляющих экономический хребет страны. После глобального финансового кризиса 2008–2009 годов эти компании извлекли жёсткий урок. Урок звучал так: кредитное окно может захлопнуться в любой момент. В ответ они не просто переждали бурю, а системно укрепили свои балансы.

К 2019 году, накануне пандемии COVID-19, средняя доля собственного капитала (equity ratio) в балансах немецких МСП достигла примерно 20,7% — устойчивый показатель, который означал, что большинство предприятий могли финансировать свою деятельность без постоянного привлечения внешнего долга. Конечно, Mittelstand не был полностью застрахован от проблем. Появившийся в 2010 году рынок «облигаций для среднего бизнеса» (Mittelstandsanleihen) — попытка обойти банковское кредитование — закончился плачевно: к 2015 году из 192 выпусков произошло 26 дефолтов и четыре селективных дефолта. Но эти неудачи были локальными, а не системными, потому что основная масса компаний оставалась в хеджевом режиме. Соблазн был, и некоторые не устояли — именно потому, что основная масса оставалась устойчивой, создавая иллюзию, будто можно позволить себе чуть больше риска. Как мы увидим в главе 3, некоторые пошли на этот риск — и проиграли.

Что делает кейс Mittelstand поучительным для нашей книги? Он показывает, что хеджевый режим — это не утопия и не золотой век в прошлом. Это достижимое состояние, которое требует дисциплины. Немецкие компании не стали более осторожными из альтруизма; они отреагировали на реальный шок — кредитное сжатие после 2008 года. И они продолжали придерживаться этой дисциплины даже тогда, когда Европейский центральный банк опустил процентные ставки до отрицательных значений, создав соблазн брать дешёвые

кредиты.

Эмпирический бенчмарк: США 1950–1965 годов

Если нужен более масштабный, страновой пример хеджевого режима, то обратимся к послевоенным Соединённым Штатам. Период с 1950 по 1965 год — это, возможно, самый близкий к идеальному хеджевому режиму в истории крупной экономики. И вот что говорят цифры.

В 1950 году совокупный долг домохозяйств и нефинансовых корпораций составлял всего около 23,5% от ВВП США. Для сравнения: накануне кризиса 2008 года этот показатель превысил 170%. Задолженность была не просто низкой — она была микроскопической. Долг домохозяйств, по оценкам ФРС, в 1950-е годы был «почти нулевым». Долговая нагрузка была настолько мала, что её почти не замечали.

Корпоративная Америка той эпохи работала по схожей логике. Отношение долга нефинансовых корпораций к ВВП в 1950 году составляло те же 23,5%, и на протяжении следующего десятилетия оно лишь незначительно колебалось. Компании финансировали рост за счёт прибыли, а не за счёт кредитного плеча. Заём был инструментом для конкретных капитальных проектов, а не образом жизни.

Обратите внимание на важную деталь. В 1950-е и первой половине 1960-х годов Федеральная резервная система проводила крайне осторожную монетарную политику. С 1951 по 1979 год баланс ФРС сократился с 15% до 6% ВВП. В 1950–1965 годах, когда ВВП рос в среднем на 4,5% в год,

ФРС почти не расширяла свой баланс, удерживая абсолютный размер активов в коридоре 500–600 млрд долларов (в ценах того времени). Это была сознательная сдержанность: экономика росла, но регулятор не подливал масла в огонь дешёвыми деньгами.

Однако зерно будущих проблем уже было посеяно. Рост потребительского кредитования в 1960-е годы начал постепенно увеличивать долговую нагрузку домохозяйств. Задолженность домохозяйств по отношению к располагаемому доходу выросла с менее чем 10% до Второй мировой войны до более 30% в 1950-е и продолжала расти. К середине 1960-х годов она достигла 44–50% от ВВП и стабилизировалась на этом уровне до середины 1980-х, после чего начался неудержимый рост к 100%. Золотой век хеджевого финансирования заканчивался, уступая место спекулятивному режиму.

Контрпример: Япония 1990-х как «хеджевый ад»

Если хеджевый режим — это состояние, в котором долг обслуживается из денежного потока, то его противоположность — это состояние, в котором долг *не* обслуживается даже тогда, когда компании хотят это сделать. Звучит странно, но именно такова была Япония после краха пузыря экономики в 1990 году.

В 1980-е годы японские корпорации накопили колоссальные долги. На пике пузыря отношение долга к собственному капиталу японских компаний было в пять раз выше, чем в США. А затем цены на активы рухнули: стоимость недвижи-

мости упала на 85%, акции — на 70%. Компании оказались в ситуации, когда их активы стоили меньше, чем долги. Они были технически банкротами.

Что последовало за этим, Ричард Ку (Richard Koo) назвал «балансовой рецессией» (balance sheet recession). Суть её проста и страшна. Компании перестали максимизировать прибыль. Вместо этого они начали минимизировать долг. Каждый йен операционного денежного потока уходил не на новые инвестиции и не на дивиденды, а на погашение кредитов. Они использовали свои денежные потоки, чтобы выплачивать долги или покупать финансовые активы, снижая риск и приводя долги в соответствие с активами. Заимствования упали до нуля. Экономика впала в дефляционную спираль, из которой она выбиралась более двадцати лет.

Почему это важно для понимания хеджевого режима? Потому что Япония 1990-х годов — это «хеджевый ад». Технически компании были в хеджевом режиме: они использовали свой денежный поток для обслуживания долга. Но они делали это не потому, что хотели расти, а потому что боялись банкротства. Их балансы были настолько разрушены, что единственной рациональной стратегией стало бегство от долга любой ценой. Этот пример показывает, что хеджевый режим сам по себе не является гарантией процветания. Он гарантирует только одно: система не рухнет. Но она может влачить жалкое существование десятилетиями, как это и случилось с Японией.

Различие между «здоровым» хеджевым режимом (США 1950-х) и «патологическим» хеджевым режимом (Япония 1990-х) имеет фундаментальное значение для всей книги. В первом случае кредит работает как усилитель роста. Во втором — долг становится удавкой, и экономика перестаёт расти, потому что все усилия направлены на то, чтобы выжить, а не на то, чтобы развиваться. Главный вывод этой главы для последующего анализа кризисов таков: **устойчивость системы — это не то же самое, что её здоровье**. Система может быть устойчивой (не рушиться) и при этом больной (не расти). И распознать эту разницу можно только через динамику заимствований и инвестиций, а не через статические показатели долга.

[Схема: три режима финансирования по Мински и пояснение]

** Важно: здесь и далее схемы и пояснения к ним не прилагаются, поскольку рисунки не поддерживаются платформой.*

К концу этой главы читатель может задать справедливый вопрос: если хеджевый режим так хорош, почему экономики не остаются в нём навсегда? Ответ Мински прост и тревожен: **стабильность сама по себе дестабилизирует** (stability is destabilizing). Длительный период процветания и низкой волатильности притупляет бдительность. Кредиторы начинают верить, что заёмщики всегда смогут обслуживать долг, и ослабляют стандарты. Заёмщики начинают верить, что их доходы будут только расти, и берут больше кре-

дитов. Система медленно, незаметно переползает из зелёной зоны в жёлтую, а затем и в красную. Именно об этом переходе — и о его неизбежности — следующая глава.

Глав

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.