



## Решение загадок истории

*Джеймс Л. Роу мл. представляет*  
**Кармен М. Рейнхарт,**  
которая изучает факты и историю

**Е**СЛИ бы в Майами Дейд Колледж была специальность дизайнера-модельера, Кармен Рейнхарт, возможно, не стала бы экономистом.

Рейнхарт, наиболее цитируемый в мире экономист-женщина и соавтор одной из самых значимых книг по экономике за последнее десятилетие, вместо этого изучала мерчендайзинг одежды.

«Я очень люблю искусство, мне нравится рисовать. И я подумала: надо признать, что я пошла не в ту школу, чтобы учиться на модельера. Попробую, как мне понравится мерчендайзинг одежды».

Не понравился.

«Мерчендайзинг одежды учит, как стать закупщиком. Это имеет совсем мало общего с каким-либо дизайном, его художественной составляющей». Она была убеждена, что ошиблась с выбором.

Но в учебной программе по мерчендайзингу она должна была пройти курс принципов экономики. Ее преподаватель, «безумный старый марксист», использовал в своем курсе как стандартный учебник, так и книгу Дагласа Ф. Дауда «Перевернутая мечта» (*The Twisted Dream*) с критикой капиталистической системы США. «И меня это очень заинтересовало... Не скажу, что решила: буду экономистом. Нет, я приняла решение пройти еще несколько курсов по экономике и посмотреть, как они мне понравятся. И они мне понравились».

Так Рейнхарт начала свое восхождение в профессии экономиста, этапами которого были периоды работы на Уолл-Стрит, в Международном Валютном Фонде и в вузах, включая

Мерилендский университет и Школу им. Кеннеди в Гарвардском университете, где она в настоящее время является профессором кафедры международной финансовой системы им. Миноса А. Зомбанакиса.

За четыре года работы в теперь прекратившем существование инвестиционном банке Bear Stearns у нее сформировался интерес к вопросам, впоследствии занимавшим основное место в ее исследованиях: банковские и финансовые кризисы и их «волновой эффект» (цепная реакция); потоки капитала; индикаторы мировых экономических циклов; долг (суверенный и частный). Мексика допустила дефолт по своему колоссальному внешнему долгу спустя всего шесть месяцев после прихода Рейнхарт в Bear Stearns в 1982 году. «Это был невероятно полезный опыт: быть в гуще финансовых рынков и наблюдать волновые эффекты, цепную реакцию кризисов, воздействие на банки, волатильность... Это на долгие годы повлияло на круг моих интересов».

Рейнхарт не следовала пути, проторенному другими экономистами. В профессии, в которой преобладают теоретики и разработчики моделей, она оставила свой след, занимаясь поиском, извлечением и организацией данных.

Однако в последнее время она оказалась в эпицентре острой полемики относительно использования данных в совместной работе с Кеннетом С. Рогоффом, в которой был сделан вывод о том, что отношение государственного долга к ВВП свыше 90 процентов становится тормозом для долгосрочного экономического роста соответствующих стран. Экономисты спорят об этом заключении со времени первой презентации работы в начале 2010 года. Но после того как в апреле этого

года несколько экономистов в Массачусетском университете заявили, что обнаружили в работе ошибки в расчетах и методологии и «избирательные» пропуски данных, академические споры переросли в публичный скандал.

Рейнхарт и Рогофф признали ошибку в расчетах, но заявили, что это не сказалось на общих результатах. По их словам, другие критические замечания необоснованны, а выводы в их работе достоверны.

### Против течения

Рейнхарт не впервые идет наперекор традиционным представлениям. Ее первая известная работа, подготовленная в 1993 году совместно с коллегами-экономистами МВФ Гильермо Кальво и Леонардо Лейдерманом, поставила под вопрос преобладавшее в МВФ и в других кругах представление о том, что потоки капитала в страны Латинской Америки были результатом их хорошей экономической политики. Экономисты, напротив, высказали предположение, что внешние факторы, включая благоприятные глобальные условия и низкие процентные ставки, стимулировали этот приток инвестиций, который может внезапно прекратиться в случае изменения условий. По словам Рейнхарт, если бы они проанализировали ситуацию в Азии, они бы обнаружили те же проблемы. Это trio экономистов оказалось право: внешние условия изменились, и, начиная с Мексики в 1994 году, страны с формирующимся рынком, в том числе страны Азии в 1997 году, Россия в 1998 году и Аргентина в 2001 году, пережили «внезапную остановку» потоков капитала.

Несколько лет спустя Рейнхарт и другой экономист, Грасиела Камински, высказали сомнения в правильности распространенного мнения о том, что кризисы передаются от одной стране к другой в основном через торговые связи. Они пришли к выводу, что коренной причиной такого распространения были мало изученные в то время финансовые каналы.

По словам Кальво, который сейчас работает в Колумбийском университете и является одним из ведущих экономических теоретиков, «Кармен не соответствует стандартному представлению о типичном ученом-экономисте, который большую часть времени изучает бесполезные расширения преобладающей парадигмы. Она идет своим путем, руководствуясь, прежде всего, вескими интуитивными предположениями, которые она затем проверяет, переходя от досконального изучения имеющихся данных к применению последних достижений эконометрики».

Рейнхарт говорит, что не принимала сознательного решения заниматься преимущественно эмпирическими, а не теоретическими исследованиями; это просто в ее природе. «Данные — это хорошо. Они для меня главное. В конечном счете, цель состоит в решении головоломок, в раскрытии тайн. А для того чтобы раскрыть тайны, я роюсь в данных и ищу эмпирические закономерности, повторяющиеся связи... Помните, когда Шерлок Холмс говорит: «Игра началась?»

Именно эта способность извлекать и выстраивать экономические данные позволила Рейнхарт и Рогоффу в их бестселлере 2009 года «В этот раз все по-другому: восемь столетий финансовых глупостей» (*This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*) описать широкую панораму сотен экономических кризисов (долговых, банковских, валютных и инфляционных) в 66 странах, начиная еще со средних веков и до наших дней. Эта книга, которая, как и остальная часть обширных исследований Рейнхарт за два десятилетия, не была захвачена вихрем полемики по поводу работы 2010 года, показывает, что серьезные экономические кризисы сокрушительны, но происходят достаточно редко, поэтому, как отметил в прошлом году экономист Алан Тейлор в «*Journal of Economic Literature*», «опыт последнего времени может быть неверным ориентиром как для ученых, так и для государственных деятелей», из-за чего предупредительные сигналы мирового финансового кризиса пятилетней давности в основном остались без внимания.

Исследование Рейнхарт и Рогоффа (половину книги занимают данные, во многом собранные путем кропотливого поиска в малоизвестных источниках) выявило многочисленные сходства в том, как экономические кризисы возникали и развивались за прошедшие столетия. Но безразличие, незнание или игнорирование исторических связей позволяет экономистам и должностным лицам вновь и вновь находить отговорки, чтобы не реагировать на предзнаменования трудных времен. Рейнхарт и Рогофф назвали это синдромом «в этот раз все по-другому», который, по их словам, «исходит из твердого убеждения, что финансовые кризисы случаются с другими людьми в других странах и в другие времена; они не происходят в нашей жизни, здесь и сейчас. Мы все делаем лучше, мы умнее, мы научились на прошлых ошибках. Старые правила оценки стоимости больше не действуют».

### Остерегайтесь долга

Один из важных выводов их исследования, по словам Рейнхарт, состоит в том, что директивным органам нужно «остерегаться долговых циклов, остерегаться циклов задолженности, остерегаться резкого роста кредита, остерегаться резкого роста долга, ведь частный долг становится государственным долгом. Если вы окажетесь в полномасштабном банковском кризисе, быстро его не преодолеть». И именно этот аспект их результатов, по ее словам, «не нашел полного отражения в оценках... Мы показываем, что если увязнуть в чрезмерной задолженности (государственной, частной или сочетания этих двух видов), редко удастся выбраться из нее без той или иной реструктуризации». И это касается не только стран с формирующимся рынком, но и стран с развитой экономикой.

Они завершали свою работу над этим исследованием в 2007 году, в период, когда ипотечный рынок США переживал резкий спад, ставший первым актом мирового финансового кризиса, соизмеримого с Великой депрессией 1930-х годов. В докладе, который они представили на ежегодном совещании Американской экономической ассоциации (АЭА) в январе 2008 года, Рейнхарт и Рогофф продемонстрировали, что общие экономические индикаторы США (инфляция цен активов, растущая задолженность, большие дефициты по счету текущих операций, замедление экономического роста) были признаками того, что страна стояла на грани тяжелого финансового кризиса.

«Некоторые считали безосновательной мысль о том, что такой кризис может произойти в США», — говорит она, хотя других «зацепил» доклад под названием «Так ли сильно отличается кризис переклассных ипотек в США?» По ее словам, после презентации она и Рогофф подумали, что если кризиса не случится, они могут оказаться в глупом положении. «Но, как вам известно, кризис произошел».

Год спустя, вскоре после краха инвестиционного банка Lehman Brothers, остановки денежных рынков и распространения финансового кризиса по всему миру, авторы выступили на совещании АЭА в январе 2009 года с еще одним тревожным прогнозом на основе составленного ими обширного набора исторических данных. В их работе «Последствия финансовых кризисов» были приведены два тезиса, которые в то время были встречены скептически, но впоследствии оказались верными. Первый, по словам Рейнхарт, состоял в том, что рецессии, начинающиеся во время таких кризисов, «являются очень продолжительными и тяжелыми». Второй указывал на вероятность очень большого увеличения государственного долга. Их анализ показал, что долг с учетом инфляции почти удваивался в трехлетний период после каждого значительного национального кризиса со времени Второй мировой войны.

Она говорит, что многие экономисты и политики называли их паникерами за прогнозы столь значительного увеличения долга, но в действительности, по ее словам, некоторые страны испытали намного больший прирост долга.

Доклад, который они представили на совещании АЭА в январе 2010 года, вызвал больше противоречий. Многие экономисты скептически относились к оценке критического уровня в 90 процентов, особенно для таких стран, как США, которые заимствуют в собственной валюте. Критики также говорили, что неясно, какой из факторов является причиной, — долг или замедление роста. Так или иначе, этот доклад стал частью острых политических дебатов о выборе между жесткой экономией и стимулами (хотя авторы не заявляли о какой-либо своей позиции относительно того или другого) и цитировался политиками и другими сторонниками сокращения государственного дефицита.

Экономисты Массачусетского университета утверждали, что в работе «Рост во времена долга» имелись аналитические недостатки и что она выборочно исключала имеющиеся данные и использовала нетрадиционные методы для определения весов статистических данных. Это вызвало волну жесткой критики со стороны тех, кто выступает за стимулирование экономики в этот период медленного роста, включая экономических обозревателей и даже ведущих вечерних ток-шоу.

Рейнхарт и Рогофф в своих высказываниях несколько раз признавали, что допустили ошибку в расчетной таблице, но говорили, что эта ошибка не повлияла на большинство их вычислений и их главный вывод о том, что высокие уровни долга становятся тормозом для роста. Они также отрицали использование нетрадиционных методов определения статистических весов и с негодованием отвергли предположения о том, что они опустили какие-то данные, чтобы сделать свои доводы более убедительными. По их словам, не отраженные в работе данные отсутствовали или не прошли полную проверку на момент представления ими первого варианта работы, но были добавлены в базу данных на их веб-сайте и в более поздние версии работы (включая статью в издании АЭА *Journal of Economic Perspectives* в 2012 году, в которой прослеживались связи между долгом и ростом за 200 лет). Их выводы остались прежними.

## Бегство с Кубы

Рейнхарт охарактеризовала ранний период своей жизни как «типичную историю иммигранта в Америку». Урожденная Кастельянос, она и ее родители уехали с Кубы в 1966 году поскольку считали, что ситуация в стране становилась все более опасной. Она рассказывает, что первое время ее семья, относившаяся к среднему классу, не ощущала прямой угрозы от революции 1959 года под предводительством Фиделя Кастро, которая свергла диктатора Фульхенсио Батисту.

Но с течением времени «прежде довольно хаотичный первоначальный период сменился более организованной системой; было очевидно, что усиление организации сопровождается ростом репрессий».

У ее брата, который был старше ее на 11 лет, «возникли неприятности из-за какого-то высказывания, которое сочли контрреволюционным», и он уехал на год раньше остальных членов семьи. Со временем он поселился в Пасадене, Калифорния, и позже она с родителями присоединилась к нему.

Период освоения в новой стране проходил тяжело: после благополучной жизни служащих им пришлось стать рабочими. Ее отец, который на Кубе работал бухгалтером на пивоваренном заводе, сменил настольную лампу на молоток и стал плотником. Ее мать, прежде домохозяйка, стала швеей и «работала на производстве штор, — не одежды, а штор. И по сей день меня очень интересуют шторы. Каждый раз, когда захожу в какую-то комнату, обращаю на них внимание», — говорит Рейнхарт.

Переезд был особенно трудным для 10-летней девочки. Не прошло и двух месяцев после приезда, как Рейнхарт заболела острой ревматической лихорадкой: «Вся моя левая сторона была парализована... Я левша, так что паралич левой стороны — дело очень серьезное. Мне потребовалось немало

времени, чтобы по-настоящему преодолеть его последствия. Я потеряла год учебы в школе, и со всеми этими переживаниями и тем, что я практически не знала английского, не скажу, что переход был гладким».

Но она привыкла, обзавелась друзьями, изучила английский и «очень хорошо успевала в школе», но через четыре года семья вновь снялась с места и переехала из Пасадены на юг Флориды, чтобы быть ближе к родственникам, недавно эмигрировавшим с Кубы. Благодаря этому переезду у нее произошло знакомство в Майами Дейд, переместившее сферу ее интересов с модной одежды на финансы и экономику.

Рейнхарт поступила во Флоридский международный университет, где познакомилась с Питером Монтъелем, преподавателем, который завершал работу над диссертацией для

## Больше всего мне нравилось основательно заняться какой-то идеей.

получения докторской степени от Массачусетского технологического института. Монтъель, ныне профессор экономики в Уильямс-колледже, был куратором ее курсовой работы. «Я поняла, что очень хочу продолжать учебу в аспирантуре», — говорит Рейнхарт.

Монтъель, тоже кубинец, сказал, что вернулся в Майами, чтобы преподавать студентам с Кубы, которые по культурным и семейным обстоятельствам обычно не уезжали из дома на учебу. Флоридский международный университет был государственным университетом, где было много таких одаренных студентов, которые могли бы учиться где угодно. Среди них Рейнхарт, по его словам, была «звездой». Монтъель вспоминал, что она была «любопытной и очень работоспособной. Она делала все необходимое для углубления своих знаний».

Она окончила университет в 1978 году и поступила в Колумбийский университет (это решение объяснялось беспокойством ее матери по поводу отъезда из дома незамужней дочери не меньше, чем звездным преподавательским составом университета). «Я была воспитана в традициях, напоминающих Испанию в пятнадцатом веке», — рассказывает она. — В Нью-Йорке у меня были двоюродные сестры, которые могли «присматривать за мной».

В Колумбийском университете она познакомилась с будущим мужем, Винсентом Р. Рейнхартом, который занимал руководящие посты в Совете Федеральной резервной системы, а сейчас является главным экономистом в гигантской финансовой фирме Morgan Stanley. За прошедшие годы они совместно работали над рядом исследований.

В 1982 году, получив две степени магистра по экономике и сдав требуемые экзамены для докторской степени, Рейнхарт ушла из академической сферы и стала экономистом в Bear Stearns, среднем по размеру инвестиционном банке, который четверть века спустя первым пал жертвой мирового финансового кризиса. Она только что вышла замуж и хотела прилично зарабатывать; кроме того, ее давно занимали вопросы финансовых рынков. Через три года она стала главным экономистом.

Но к 1986 году, по ее словам, она разочаровалась и поняла, что жизнь экономиста инвестиционного банка не для нее. «Больше всего мне нравилось основательно заняться какой-то идеей (что на нашем жаргоне называют темой исследования) и попытаться что-то с ней сделать». Но на Уолл-стрит, «у вас просто нет времени углубляться в какой-то вопрос, потому что нужно переходить к теме следующего дня, потом следующего и так далее». Поэтому она вернулась в Колумбийский

университет и быстро закончила диссертацию под руководством нобелевского лауреата Роберта Манделла.

Затем был МВФ. Она пришла в Bear Stearns накануне кризиса суверенного долга в Латинской Америке и в период работы в банке очень интересовалась ролью МВФ в попытках урегулирования многолетнего кризиса. «Я хотела попробовать себя в области экономической политики». Это был первый из двух периодов ее работы в этой международной финансовой организации, где она сначала работала экономистом в Исследовательском департаменте.

Она была автором ряда существенных работ, включая вызвавший споры анализ потоков капитала в Латинской Америке, подготовленный совместно с Кальво и Лейдерманом в 1993 году. По количеству цитирований (согласно Google Scholar) наибольшее влияние на экономическую науку оказала работа, которая была первоначально подготовлена совместно с Камински в 1995 году и опубликована в *American Economic Review* в 1999 году. В этой работе «Двойные кризисы: причины банковских кризисов и кризисов платежного баланса» был сделан вывод о том, что проблемы в банковском секторе страны обычно предшествовали валютному кризису, который затем усугублял банковский кризис. При этом оба кризиса происходили после длительного экономического бума, который «подпитывался кредитом и притоками капитала и сопровождался завышенным валютным курсом». Первая версия работы была подготовлена вскоре после обвала в Мексике в 1994 году. Ко времени публикации доклада в нескольких странах Азии произошли тяжелые финансовые кризисы. В работе, по существу, объяснялось, «почему проблема банковского сектора, например такая, с которой столкнулся Таиланд [в 1997 году], подрывает валютный курс, и банковский кризис перерастает в обвал валюты», — говорит она.

В «Двойных кризисах» также рассматривались предпосылки обвала в экономике, индикаторы, динамика которых может указывать на приближение кризиса, и которые она и Рогофф позже более глубоко проанализируют в работе «*В этот раз все по-другому*». Эта работа также пробудила у Камински и Рейнхарт интерес к проблемам ценной реакции. Большинство исследователей в то время считали, что кризисы распространяются от одной страны к другой через торговые связи. В своей работе «О кризисах, ценной реакции и путанице» «Грасиела и я говорим: я думаю, что главное здесь — в финансовых связях, и в этом проблема для обычных банковских кредитором». По ее словам, она видела повторение начала латиноамериканского долгового кризиса 1982 года, когда банки (в основном банки США) прекратили кредитование не только Мексики, но и всех заемщиков в Латинской Америке. «Та же история повторялась в Азии» после коллапса в Таиланде, с той разницей, что банки были японские. «Они начали ребалансировку своего портфельного риска и ушли из Кореи, ушли из Индонезии».

В 1996 году Рейнхарт перешла из МВФ в Мериллендский университет, где работал Кальво. Здесь она продолжала свою академическую карьеру до 2010 года, после чего перешла в Институт международной экономики Питерсона, а вскоре в Гарвард.

Она вернулась в МВФ в 2001 году, откликнувшись на заманчивое предложение Рогоффа стать его заместителем вскоре после его назначения на должность главного экономиста и директора Исследовательского департамента. И именно в МВФ у них зародился замысел работы «*В этот раз все по-другому*». Этот тезис долго вынашивался — еще с совместной работы с Кальво и Лейдерманом в 1993 году, когда Рейнхарт впервые столкнулась с синдромом «в этот раз все по-другому». Эти три экономиста исходили из предположения, что потоки капитала — не новое явление, что они вызваны внешними факторами и могут быстро сменить направление. «Нам возражали:

послушайте, в этот раз все по-другому, сейчас не то, что в конце 1970-х». То же повторилось в Азии несколько лет спустя, когда многие отмахивались от предупреждений о крупных внешних дефицитах и притоках капитала. «В Азии преобладало убеждение, что финансовые кризисы здесь не происходят. Они случаются в Латинской Америке», — говорит Рейнхарт.

Их идеи получили дальнейшее воплощение в работе, которую она и Рогофф написали в 2003 году с коллегой в МВФ Мигелем А. Сабастано. В работе «Непереносимость долга» они сделали вывод, что хотя проблемы долга и дефолты считались «уделом стран с формирующимся рынком», страны с развитой экономикой имели схожую историю «начиная с пятнадцатого века». До ухода из МВФ в 2003 году Рейнхарт и Рогофф решили, что это направление работы заслуживало целой книги, а не монографии. Однако лишь в 2006 году они всерьез взялись за дальнейшее развитие исследований, которые они проводили в предшествующие годы.

Рейнхарт говорит, что ее расследования шли по трем направлениям. «Изо дня в день» она прочесывала «интернет в поисках ссылок и источников данных»; в частности, она нашла исследователя статистики цен, который собирал древнюю информацию по записям одного монастыря. Она постоянно просматривала каталог Abebooks — кладь редких и более не издающихся книг в интернете с поставщиками в США, Великобритании и Канаде. «Долгое время мне на дом ежедневно приходили посылки». Она также стала постоянным посетителем библиотеки ФРС, где ее муж в то время был начальником отдела по денежно-кредитным вопросам. В библиотеке ФРС хранилось много малоизвестных собраний экономической статистики.

Ее муж «каким-то чудом» составил из многочисленных источников широкий набор почти всех экономических данных, опубликованных Лигой Наций. Это было подарком ей на день Св. Валентина в упомянутом году.

Если поиск данных был кропотливой работой, то же самое можно сказать об организации данных. «Не передать, с какими трудностями это связано». Она рассказывает как о приключениях, как однажды в 3 часа ночи «считала количество нулей» в статистике стран, переживших гиперинфляцию. «Это просто кошмар».

Но эта тяжелая работа принесла плоды, и результатом стала книга «*В этот раз все по-другому*». Работы, подготовленные для АЭА в 2008 и 2009 годах, вызвали такой интерес, что их издатель, Princeton University Press, настаивал на том, чтобы они поскорее закончили книгу. В результате она вышла в 2009 году, но содержала тщательный анализ только банковских и долговых кризисов. Она говорит, что им не хватило времени столь же полно проанализировать «кризисы инфляции, обвалы валют и меры контроля за капиталом». Более полное освещение этих вопросов составит материал для еще одной книги, которую планируют Рейнхарт и Рогофф.

Этот следующий том, вероятно, даст новые свидетельства того, что экономисты слишком много занимались теоретизированием на основе данных, чрезмерно ограниченных по охвату и времени, и, обходя вниманием историю и данные, большей частью не заметили приближения самого сокрушительного экономического кризиса за 75 лет. ■

Джеймс Л. Роу мл. — старший редактор в редакции журнала «*Финансы и развитие*».

#### Литература:

Taylor, Alan M., 2012, “Global Financial Stability and the Lessons of History: A Review of Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff’s *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*,” *Journal of Economic Literature*, December, pp. 1092–105.