

*Посвящается моей семье:
Юлии Мандельблат,
Роберту Лиаму Вайну,
Лилии Фae Вайн*

Саймон Вайн

ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС

Механизмы развития и стратегии выживания



Москва
2009

УДК 339.747
ББК 65.52-971
В14

Редактор П. Суворова

Вайн С.

В14 Глобальный финансовый кризис: Механизмы развития и стратегии выживания / Саймон Вайн. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — 302 с.

ISBN 978-5-9614-0976-5

Кризис, который зародился на ипотечном рынке США, разросся, вышел на новый уровень и захватил большую часть мира. Проблемы перекинулись на реальный сектор экономики и рядовых граждан. Миллионы людей в России, США, Европе и Азии спрашивают себя: что будет с их компаниями и рабочими местами? Как выживать организациям в условиях спада на рынках? Как людям сохранить свои сбережения?

Книга Саймона Вайна, управляющего директора «Альфа-банка», рассказывает о причинах кризиса, механизмах его развития и дает рекомендации по стратегиям выживания.

Книга рассчитана на широкую аудиторию.

УДК 339.747
ББК 65.52-971

Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.

ISBN 978-5-9614-0976-5

© Саймон Вайн, 2009
© ООО «Альпина Бизнес Букс», 2009

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	7
Глава 1. КРИЗИС: ОПРЕДЕЛЕНИЕ, ПРИЧИНЫ, РЕКОМЕНДАЦИИ ДЛЯ ПРОСТЫХ СМЕРТНЫХ.....	11
Название кризиса	11
Причины кризиса	14
Стратегии выживания.....	30
Заключительные заметки	31
Глава 2. ДЕЙСТВУЮЩИЕ ЛИЦА РЫНКА. СТРУКТУРА И ОСНОВНЫЕ УЧАСТНИКИ СДЕЛОК.....	35
Типы инструментов.....	36
«Продавцы риска» и другие действующие лица стандартной сделки по секьюритизации	47
Участники рынка: «покупатели риска»	63
Заключительные заметки	68
Глава 3. ХРОНОЛОГИЯ СОБЫТИЙ ГЛОБАЛЬНОГО КРЕДИТНОГО КРИЗИСА	71
Пролог кризиса.....	71
Начало кризиса	89
2008 год — год надежд и паники.....	106
Заключительные заметки	128
Глава 4. ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ КРИЗИСОВ ПРОШЛОГО	132
Первые кризисы эпохи капитализма.....	132
Выводы из кризисов	135
Какие сегменты финансов и экономики наиболее опасны?.....	142
Почему сегодня кризисы не перерастают в депрессии	158
Заключительные заметки	160

Глава 5. ВОПРОСЫ ИДЕОЛОГИИ И ТЕОРИИ.....	164
Проблема в исходном предположении о бюджетном дефиците	164
Философская база решений, принятых американскими финансовыми регуляторами в последние десятилетия	169
Недостатки финансовых теорий	175
Заключительные заметки	186
Глава 6. ПРОБЛЕМЫ НА ПУТИ РЕГУЛЯТОРОВ И ПРАВИТЕЛЬСТВЕННЫХ ОРГАНОВ	188
Проблемы контроля над рейтинговыми агентствами	188
Проблемы регулирования	192
Ожидаемые изменения	205
Влияние на рынок государственных органов, не являющихся регуляторами	208
Заключительные заметки	210
Глава 7. ОБЗОР СЛОЖИВШЕЙСЯ СИТУАЦИИ	214
Некоторые изменения на рынках обеспеченных инструментов	214
Ситуация на других рынках	218
Состояние банковского сектора	228
Монолайны	241
Ситуация в Казахстане, на Украине и в России ...	242
Заключительные заметки	249
Глава 8. ОБЩИЕ СООБРАЖЕНИЯ О РЫНКЕ И РЕГУЛИРОВАНИИ	252
Модель циклов рынка	253
Модель циклов рынка и недавние события.....	264
Модель цикла рынка и регуляторы.....	265
Заключительные заметки	267
Заключение	270
Литература.....	287
Об авторе	300

ВВЕДЕНИЕ

Эта книга рассказывает о нынешнем кризисе, включая анализ его истоков и этапы прохождения, описание специфики сегмента финансовых рынков, в котором он возник, и, наконец, объяснение текущих моментов, возможные сценарии развития событий и стратегии выживания.

Автору представляется, что сегодняшний кризис — следствие ранее не существовавшего явления: возросшей склонности правительств использовать финансовые рынки для сохранения богатства, а не только стремления инвесторов к его приумножению. Для удовлетворения новой потребности был расширен ассортимент финансовых продуктов, основные элементы которых хорошо зарекомендовали себя в два докризисных десятилетия. Однако в процессе расширения предложения не уследили за его качеством. Поскольку спрос стимулировался глобализацией, последствия которой недостаточно изучены, регуляторы не смогли вовремя оценить угрозу. Экономические агенты, призванные контролировать ситуацию, сделали фатальные ошибки, которые привели к серьезному кризису. Почему он настолько сложен и, возможно, опасен, мы и пытаемся объяснить в предлагаемой книге.

Автор написал ее по просьбе Алексея Ильина, одного из руководителей «Альпины». Выбор издательства был не случайным. За 20 лет работы на финансовых рынках автору довелось управлять инвестициями во время нескольких кризисов, а в период, предшествующий нынешнему, представилась достаточно редкая возможность не только быть инвестором, но и принимать активное участие в создании сложных финансовых инструментов, в том числе тех, которые оказались в эпицентре происходящих сегодня событий. Именно личный опыт работы автора в условиях кризисов и знание им конкретной индустрии и привлекли издателя.

Интерес широких читательских кругов к теме кризиса объясняется не только естественным человеческим любопытством к этому масштабному явлению, но и беспокойством людей за свое благосостояние.

Думаю, что читатель в первую очередь хочет понять базовые причины кризиса и его наиболее вероятные последствия, как они представляются *сегодня (на начало ноября 2008 г.)*. Об этом мы будем говорить в первой главе.

Поняв эти причины, вы будете готовы ознакомиться с миром сложных финансовых инструментов, т. е. той средой, в которой возник кризис. Некоторое знание финансовых технологий, полученное на основе второй главы, поможет вам понять, как эти инструменты способствовали созданию трещины в системе мировых финансов и экономики. Затем, в третьей главе, мы поговорим о хронологии развития текущего кризиса и проблемах, которые возникали на каждом его этапе. Учитывая склонность людей считать сегодняшнюю проблему самой большой в истории, в четвертой главе мы обсудим моменты, общие для кризисных ситуаций прошлого, в надежде убедить читателя, что предпосылки текущего кризиса в значительной степени совпадают с предпосылками его предшественников.

Таким образом, первые четыре главы в какой-то мере позволят читателю самостоятельно сделать выводы о самом кризисе.

В пятой главе мы рассмотрим общую идеологию, которой руководствовались до кризиса правительство США и регуляторы, а также некоторые аспекты финансовых теорий. Это даст читателю возможность лучше оценить общий интеллектуальный настрой высших представителей финансовых кругов, а также подготовиться к анализу действий регуляторов, описанных в седьмой главе. Однако, прежде чем приступить к рассмотрению стоящих перед ними дилемм, в шестой главе мы рассмотрим ситуацию, которая на сегодняшний день сложилась в разных сегментах финансов и в нескольких странах, включая Россию.

Завершит книгу короткий очерк об общей модели функционирования финансовых рынков, которая, как мы надеемся, вооружит читателя пониманием примерного механизма, определяющего колебания рынков, и позволит самостоятельно, а главное — более эффективно анализировать его в будущем.

Автор не претендует на универсальность трактовок событий и заключений, потому что на более поздних стадиях кризиса могут обнаружиться механизмы, еще не полностью вскрывшиеся сегодня, однако он надеется, что ему удалось создать целостную картину происходящего.

Автор выражает признательность Михаилу Авербаху, Екатерине Чеботарь и Ольге Саранюк за помощь в подготовке книги к публикации, а также аналитическим подразделениям «Альфа-Банка», Citibank, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs и Morgan Stanley за предоставленные графики.

Автор также хотел бы поблагодарить своего бессменного редактора Полину Суворову за помощь в подготовке рукописи.

ГЛАВА 1

КРИЗИС: ОПРЕДЕЛЕНИЕ, ПРИЧИНЫ, РЕКОМЕНДАЦИИ ДЛЯ ПРОСТЫХ СМЕРТНЫХ

По традиции каждому кризису дают свое название. Поскольку текущий, который начался в 2007 г., отличается широким охватом и масштабом, он наверняка войдет в историю как один из наиболее губительных для мировой экономики, и тоже встанет вопрос, как его называть. Нужно найти определение, которое отразит суть этого явления и сконцентрирует внимание как на основной проблеме кризиса, так и на его возможных последствиях. В этой главе мы также обсудим причины возникновения кризиса и дадим читателям некоторые рекомендации по поводу поведения в ближайшем будущем.

Название кризиса

Текущий кризис по сложности превосходит все предыдущие, случившиеся за последние 20 лет. Можно ли одним словом определить причину его возникновения? Некоторые пытаются. Одни называют его кризисом субпрайма — по названию сегмента финансовых рынков, в котором он возник. Другие — кризисом доверия, поскольку проблемной стала методология создания низкорискованных инструментов, которую считали незыблемой.

Есть и другие эпитеты, отражающие один из наиболее специфичных элементов, в большей степени присущих текущему кризису, чем предыдущим. Например, его можно назвать первым кризисом глобализации, поскольку

со времени ее начала это действительно первый широко-масштабный кризис, в основе которого лежат международные факторы и который повлек за собой падение биржевых курсов во всем мире.

Мы предложим свою альтернативу и назовем его кризисом сохранения богатства. Представляется, что механизм кризиса проще всего объяснить именно с точки зрения попытки новых игроков рынка сохранить свое богатство. Кратко рассмотрим этот механизм. Действия, принятые в направлении глобализации мировой экономики и либерализации мировой политики, привели к значительному росту экономик многих стран, ранее почти не участвовавших в мировом товарообороте. Покупательская способность их населения увеличилась, и граждане начали потреблять больше пищевых продуктов и товаров. Одновременно новое богатство позволило самим государствам и национальным бизнесам начать модернизацию своих экономик. Обе тенденции резко повысили спрос на сырье разных типов, что, в свою очередь, привело к росту цен, т. е. к инфляции.

Развивающиеся государства пожелали вложить избыточные доходы в сверхнадежные финансовые инструменты. Спрос на них увеличивался гигантскими темпами по мере не только роста благосостояния населения этих государств, но и накопления средств в пенсионных системах развитых стран. Кроме того, снижалась задолженность корпоративного сектора развитых стран и самих развивающихся государств.

Иначе говоря, количество качественных заемщиков снижалось, а спрос на долговые инструменты увеличивался. При этом рос спрос именно на безрисковые инструменты, так как еще были свежи воспоминания о финансовом кризисе, унесшем в 2001 г. миллиарды долларов инвесторов в интернет- и телекоммуникационные компании. Такой спрос стимулировал банки, обычно создающие такие инструменты, к тому, чтобы понизить требования к критериям, которые использовались при создании безрисковых инструментов.

Таким образом, проблемы сохранения богатства возникли одновременно и на уровне финансовых рынков, и на уровне населения, снизившего темпы сбережений или даже нарастившего темпы заимствований.

Итак, богатство требовало таких инструментов инвестиций, которые бы предоставляли безрисковый доход, а инфляция требовала, чтобы этот доход был хоть как-то сопоставим с ее темпами. Чтобы удовлетворить спрос инвесторов, посредством «финансовой инженерии» создавались новые, все более сложные финансовые инструменты, которые тогда считались «безрисковыми». Со временем идея «безрисковости» приобрела такую популярность, что многие забыли о том, что представления об одновременно безрисковом и высокодоходном вложении противоречат здравому смыслу. В конце концов надутый богатством «безрисковый» пузырь дорос до некоего критического размера, и проблема, появившаяся в сегменте рынка, первоначально казавшемся незначительным (отсюда и ярлык «кризис субпрайма»), поставила вопрос о действительной надежности методологии создания безрисковых инструментов (отсюда и ярлык «кризис доверия»), вследствие чего возникла паника на финансовых рынках в целом.

Одновременно и население развитых стран, которое уже давно прекратило сохранять свое богатство и привыкло полагаться на заемные средства, осталось без доступа к рефинансированию и было вынуждено выплачивать непосильные долги или в лучшем случае отказаться от планов покупки домов или машин. Их заемное богатство тоже испарилось.

В итоге финансовый кризис 2007–2008 гг. уже унес, по данным агентства Bloomberg, \$690 млрд, принадлежащих акционерам банков. Можно предположить, что пенсионные фонды понесли не меньшие убытки. Вероятно, под ударом окажутся и страховые компании. И это только непосредственные участники рынков обеспеченных облигаций и CDO, тех самых «безрисковых» инстру-

ментов, которые находятся в эпицентре текущего кризиса. Кроме того, из-за него снизилась капитализация почти всех компаний в мире, хотя почти все они никак не относятся к «субпрайму», из-за которого этот кризис начался. Не хочется даже думать о потенциальном размере потерь, когда финансовый кризис перерастет в рецессию.

Причины кризиса

В предыдущем параграфе мы высказали мнение, что данный кризис является кризисом сохранения богатства. Этот взгляд отражает общую ситуацию, продиктованную перестройкой мировой экономики и возникновением у новых игроков избытка ликвидности, которая требовала создания инструментов для «безрисковых» инвестиций.

В этом параграфе мы попытаемся определить более конкретные причины, которые привели к тому, что эти инвестиции оказались гораздо более рискованными, чем предполагалось. Мы также вкратце сравним сегодняшний кризис с его предшественниками.

Первое. Основной движущий фактор субъектов мировой экономики, который привел нас в эту точку, — жадность одних и недостаточная щепетильность в исполнении своих функций других. Эти два похожих движущих фактора касаются, наверное, почти всех уровней и почти всех категорий участников экономических отношений. В феврале 2008 г. Г. Сантс, директор Управления по финансовым услугам Великобритании (FSA), заявил в интервью BBC, что способ вознаграждения банкиров/банков стимулирует взятие на себя краткосрочных рисков и игнорирует долгосрочную прибыль акционеров.

«Для работника выгоднее сейчас взять бонус, в то время как акционерам в будущем придется взять удар на себя, если сделка себя не окупит»¹. Однако и акционеров выгораживать не стоит. Это они ставили перед менеджментом цели

¹ Timeline: Global credit crunch BBC August 2008, <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7521250.stm>

и контролировали их стратегию. Это они подгоняли его, указывая, что конкуренты захватывают долю рынка или проявляют большую предприимчивость, осваивая новые области. А рейтинговые агентства, которые конкурировали за долю рынка и доходы которых возросли за время бума в несколько раз? (По подсчетам Дж. Сороса, в период с 1998 по 2007 г. доходы только одного рейтингового агентства Moody's от предоставления рейтинга структурным инструментам выросли почти в пять раз.)

И на этом правда не заканчивается. А политики? Скандалы с Fannie Mae и Freddie Mac начались в 2004 г. Тем не менее к серьезным изменениям они не привели, в результате чего на стадии кризиса, начавшейся весной 2008 г., именно проблема этих агентств является центральной. Почему они не были реформированы? Потому что это ограничило бы финансирование жилья, за что правительство или отдельные чиновники подверглись бы критике. Кстати, в то время как мы постоянно слышим нарекания в адрес бизнеса за краткосрочность целей, эта критика в полной мере относится и к политикам. Они делают многое, что направлено на краткосрочную популярность.

Второе. Технической подоплекой кризиса является заложенная в новых финансовых инструментах недопустимая вера в постоянство корреляций между поведением разных активов, т. е. неоправданный оптимизм по поводу поведения основного атома, на котором, в конечном счете, строилась вся методология оценки риска и ценообразования большинства наиболее пострадавших активов. Рейтинговые агентства должны были контролировать процесс создания сложных инструментов. Они его и контролировали на основе моделей, которые должны были прогнозировать, в конечном итоге, вероятность дефолтов и постдефолтную остаточную стоимость.

Делали это рейтинговые агентства на основе исторической информации, которая, во-первых, была недостаточной для новых сегментов рынка ипотеки, а во-вторых, базировалась на последнем периоде — периоде длитель-

ного благоденствия. В результате неправильной корреляции дефолтов между разными сегментами рынка и в разные времена и произошли изначальные понижения рейтинга. Потом они происходили неоднократно и затронули долговые и производные инструменты на триллионы долларов, став проблемой на первой стадии кризиса.

Третье. Невероятная недооценка фактора ликвидности, т. е. излишний оптимизм в отношении того, что огромный поток доступных для инвестиций средств будет как минимум не падать и (основная ошибка) что они будут инвестироваться.

Сейчас многие игроки сохранили деньги, но не инвестируют их. Из-за этого и начала раскручиваться спираль «делевеиджирования», т. е. начались распродажи активов ввиду недостатка финансирования. Эта проблема уже привела к тому, что рыночная капитализация (суммарная стоимость акций) многих компаний мира, включая российские, оказалась меньше их капитала (бухгалтерской стоимости). Обычно это означает, что рынок подозревает компанию в сокрытии убытков и последние настолько велики, что способны уничтожить даже часть заявленного капитала. Сегодня же это явление связано с отсутствием инвесторов, готовых покупать.

Однако далеко не каждый кризис на финансовых рынках перерастает в рецессию. Жизнеспособность экономики часто пересиливает эмоции финансистов. Многие серьезные падения рынков акций последних 30 лет не закончились рецессией. Есть ли шанс, что развитым странам удастся избежать ее на этот раз? Похоже, что нет.

Как отмечали американские специалисты в области истории экономики Х. Мински и Ч. Киндлбергер, почти все экономические кризисы прошлого века связаны с недвижимостью. Напрашивается вопрос: почему? Ответ дает Х. Мински, отмечая наличие механизма обратной связи. Он заключается в том, что недвижимость служит предметом залога: чем больше рост цен на нее, тем выше залоговая стоимость и тем больше кредиты, которые обеспечивают эту стои-

мость. К кризисам банки приходят с огромным залоговым портфелем недвижимости, причем почти все одновременно. Потом они так же одновременно пробуют реализовать эту недвижимость, обрушивая ее стоимость, а вместе с тем теряя больше, чем предполагали. В результате чаще всего банки просто ничего не могут реализовать и становятся неликвидными. Как когда-то образно сказал К. Маркс, кредиты являются локомотивом капитализма. Из-за неликвидности банки перестают кредитовать, и локомотив встает.

Этот сценарий повторился в 1990-е гг. в Японии, Великобритании, Северной Европе, Юго-Восточной Азии и т. д. Сегодня из-за этого же сценария в рецессию уже попали Испания, Ирландия и Великобритания.

Поэтому сейчас угроза заключается не в том, что рухнули рынки облигаций, и не в том, что падают рынки акций. Реальная проблема состоит в том, что все происходит на фоне или краха цен на недвижимость, или омертвления этого рынка почти во всех странах мира.

Жадность и недостаточная щепетильность

Теперь следует пояснить те причины, которые, как нам видится, привели к этому кризису. Мы начнем с жадности или, если хотите, недостатка щепетильности. Цель бизнеса — прибыль, причем она должна расти от года к году, для того чтобы главы корпораций получали привычные бонусы. Если они не выполняют планов, их уволят. Таким образом, сегодняшний мир бизнеса устроен так, что нужно постоянно отчитываться о росте прибылей, а это невозможно без нахождения новых источников для ее получения. Однако эти источники, как и полезные ископаемые, очень часто иссякают. Приходится довольствоваться новыми, менее качественными.

Требования к стандартам падают, причем одновременно у значительной части руководителей. Они, может, и понимают, что переступают грань, но стоят перед дилеммой: быть уволенными или принять чуть больше риска.

У многих ли найдется смелости, чтобы выбрать первый вариант? Ответ очевиден, поэтому критерии, которые ставят перед бизнесом акционеры (в том числе и в громадной степени пенсионные фонды, представляющие *огромную часть общества в целом*), вынуждают менеджеров к соответствующим действиям. В основе этих критериев лежит стремление к прибыли, которая часто перетекает в свою нерациональную форму под названием «жадность».

Правительству любого государства, региона или города тоже очень выгодно отчитаться о росте благосостояния населения. Ведущие к этой цели стратегии несколько отличаются в зависимости от страны или региона: в одних стимулируется рост экономики в целом, в других к этому добавляются меры по развитию отдельных отраслей промышленности, в третьих делается упор на экспорт, в четвертых — на владение собственным жильем.

Иначе говоря, стратегии и наборы инструментов экономической политики — разные, но каждый из них обязательно приводит к появлению каких-то дисбалансов. Политики вынуждены не реагировать на некоторые из возникающих опасностей, поскольку иначе не сбудутся их стратегии. Например, ради экономического роста или стабильности финансовых рынков они могут допустить увеличение инфляции или игнорировать перегрев финансового сектора, если он ведет к большему кредитованию, необходимому для повышения благосостояния населения.

Во главе правительств тоже стоят люди, которые очень хотят достичь славы и признания. Для них это не менее важно, чем для бизнесменов и финансистов — добиться богатства. Политики тоже не хотят уходить в отставку из-за того, что были излишне консервативны. Получается, что их, как и менеджеров, мотивируют краткосрочные цели.

Когда пороки бизнеса стимулируют действия, которые являются слабостью государственного управления, возникают кризисы.

В США, где собственный дом — мечта каждого американца, правительство десятилетиями создавало институты

по финансированию населения. Контроль за кредитным риском заемщиков, т. е. риском невозврата кредита или процентов по нему правительство оставляло частному сектору, который и нес основное бремя финансовых рисков. Поэтому, как бы в противовес популистам от политики, бизнес каждому нуждающемуся в жилье деньги не давал. Правительство ему, конечно, помогало, но балансы и противовесы работали.

До середины 1980-х гг. частный сектор был в основном представлен банками и похожими на них финансовыми организациями (большинство них обанкротилось во время рецессии конца 1980-х гг). Объем их ресурсов служил естественным пределом для кредитования населения. Однако в середине 1980-х банки научились трансформировать кредиты в облигации путем секьюритизации. О том, как этот процесс работает, мы поговорим в следующей главе, однако сейчас важно отметить, что благодаря ему банки смогли выпускать доступные для инвесторов финансовые инструменты (в форме облигаций), в которые они «запаковывали» ипотечные кредиты. До возникновения этой технологии массовые инвесторы никогда бы не инвестировали в ипотечные кредиты. Сделать это было практически невозможно. Представьте себе, что инвестор в Москве (или Нью-Йорке) покупает ипотечный кредит, выданный банком во Владивостоке (или на Гонолулу). Невозможно! А облигации, обеспеченные тысячами таких кредитов, наличие которых проверили независимые аудиторы («контролеры»), купить легко.

Однако любая облигация несет в себе кредитный риск. Инвестор получает проценты и возвращает себе первоначально инвестированный капитал, только если кредиты, которые обеспечены этими облигациями, выплачиваются должниками. Иначе говоря, в тот момент, когда банк в форме облигации фактически переуступает инвестору выданные им кредиты, он переводит на него весь риск их невыплат. Однако инвесторы соглашались принимать подобные риски.

Таким образом, возникла целая индустрия трансформирования ипотечных кредитов (секьюритизации, или

в простонародье «переупаковки») в облигации. Благодаря ей банки нашли источник не только рефинансирования своего кредитного портфеля, но и уменьшения собственных рисков: теперь кредитный риск невыплаты займов несли инвесторы.

Последние получили новый финансовый инструмент, необходимый им, как воздух, поскольку огромными темпами росли пенсионные и паевые фонды, которые должны были куда-то инвестировать деньги населения. Поскольку, как известно, люди (заемщики) делают все от них зависящее, чтобы предохранить себя от потери собственного жилья, ясно, что они напрягут все силы, чтобы оплатить кредиты за недвижимость. Даже если таких кредитов сотни тысяч, вероятность того, что почти все люди их выплатят, остается огромной. Однако, если безработица вырастет с 5 до 30%, такая вероятность будет уже меньше. Все-таки никто не предполагал, особенно в 2007 г., после почти 15 лет роста экономики и успешного предотвращения нескольких кризисов, что потрясения будут столь значительными.

Теперь разберемся в том, каковы интересы четырех основных участников.

Инвесторы хотят иметь высоконадежные инструменты, которые к тому же приносят неплохой доход? Хотят, им за это платят бонусы.

Банки хотят получать комиссии за выдачу кредитов? Хотят, им тоже за это платят бонусы.

Политики хотят, чтобы большему количеству жителей их страны предоставили жилье? Хотят, ведь тогда за них проголосует больше избирателей¹.

¹ В октябре 2008 г., в разгар кризиса, мир финансов облетела статья из *New York Times*, опубликованная в 1999 г., в которой рассказывалось, что администрация президента Б. Клинтона оказывает давление на ипотечные агентства Freddie Mac и Fannie Mae, принуждая их рефинансировать кредиты малоимущим. В статье цитировались высказывания экспертов, которые предрекали, что это начинание закончится крахом агентств с тяжелейшими последствиями для американской экономики. Holmes S., Fannie Mae Eases Credit To Aid Mortgage Lending. *New York Times*, September 30, 1999.

Наконец, население хочет, чтобы жилье стало более доступным? Хочет.

Добавим еще несколько задействованных в драме участников, роль которых в деталях рассматривается ниже. Аудиторы, которые выборочно проверяют эти миллионы заложенных кредитов, конкурируют между собой за контракты банков на аудит? Рейтинговые агентства, которые оценивают кредитоспособность облигаций, конкурируют между собой за контракты банков на получение рейтинга? Ответ на оба вопроса — утвердительный.

Иначе говоря, кроме правительств центрального, регионального и муниципального уровня, которые просто продвигали идею доступности жилья, т. е. социальной стабильности и повышения благосостояния населения, все остальные были коммерческими структурами, заинтересованными в росте темпов строительства жилья.

Все и так зарабатывали, но хотели зарабатывать еще больше. В какой-то момент хорошие кредиты закончились, и пошли те, что похуже.

Участники рынка постепенно привыкли к тому, что качество заемщиков отвечает все более низким стандартам. Однако таких заемщиков становилось все больше, а в конце концов кредиты стали выдавать людям, находящимся в самом низу социальной лестницы и откровенным спекулянтам. Облигации, обеспеченные их кредитами, получили название «субпрайм». После почти десяти лет относительно стабильного поведения в конце 2006 г. они начали уходить в банкротство и потянули за собой всю цепочку подобных инструментов.

Спрашивается: где было правительство? Где были органы, контролирующие финансовую индустрию, и т. д.?

Во-первых, как мы увидим позже, область структуризации технически очень сложна, и большинство политиков должно было полагаться на экспертов. О «личной заинтересованности» экспертов и инвесторов мы уже говорили. Можно ли было полностью доверять их мнению?

Хотя, во-вторых, те самые риски, оказавшиеся критическими, скрывались в таких сложных статистических аргументах, что, может, и представители экспертов сами не до конца их понимали. Представляете комиссию конгресса, которая выслушивает мнения экспертов? Разве они вызывают к себе младшего инженера, собственноручно вбивающего формулы в компьютер? Нет. Они вызывают его начальника, стоящего десятью уровнями выше, хотя тот ничего не знает ни об этом инженере, ни о деталях формулы, которую он изобрел.

Так и получается, что рейтинговое агентство Moody's вынуждено было в июне 2008 г. признаться в «ошибке». Она закралась в одну из сотен формул, и из-за нее был присвоен неправильный рейтинг финансовым инструментам, выпущенным на более чем триллион долларов. т. е. купившие их инвесторы несли гораздо больший риск, чем они думали, а поэтому цены на эти инструменты должны были изначально быть ниже. При таком сценарии ни инвесторов, ни правительство никто *сознательно* не обманывал.

В-третьих, представьте себя на месте конгрессмена, который, несмотря на все заверения рейтинговых агентств и не имея поддержки большинства участников этого громадного процесса, говорит: «Что-то не то происходит, нужно ввести ограничения!» На следующий день в прессе выходят статьи с заголовками типа «Конгрессмен Иванов закрывает бедным слоям населения дорогу к благосостоянию». Вы бы на месте честного парламентария на такое осмелились?

Вот поэтому ни в США, ни в Европе у власти не было шанса уловить все аспекты рисков, которые таил в себе этот новый мир сложных финансовых инструментов. Даже центральные банки не имели оснований не доверять участникам отрасли, где банки контролировали заемщиков, аудиторы и рейтинговые агентства контролировали банки, а инвесторы ради спасения своей шкуры контролировали всех.

Или, точнее, предполагалось, что все работало именно так.

Вывод: тщательно продуманная система с многоуровневым непредвзятым контролем и огромными интеллектуальными ресурсами рухнула из-за предпочтения личных интересов общественным. Почитайте анализ причин гибели социализма, и вряд ли вы сделаете иной вывод. Скорее всего, он слово в слово будет повторением вышесказанного. Вопрос не в системе или стране — вопрос в личных интересах людей, а точнее, в жадности, которая, как испокон веков говорят на Уолл-стрит (да и все, кто занимается экономикой), наравне со страхом правит рынком.

Корреляции

Корреляция — это взаимодействие разных явлений, выраженное в количественных показателях. Во время данного кризиса излишний оптимизм в оценках корреляции между разными активами или разными явлениями имел место на очень многих уровнях. Он попросту окутал значительную часть финансовой системы. На конкретных пораженных сегментах мы остановимся после обсуждения финансовых инструментов, а сейчас поясним значимость этого фактора на простом примере.

Предположим, рост доходов населения на 1 рубль ведет к повышению затрат на покупку жилья на 30 копеек. Тут неважно, на сколько именно растут доходы в зависимости от конкретной семьи, города или профессии людей. Просто в целом по какому-то сегменту населения выявлена такая закономерность.

Правда, предположим, она являлась таковой только в последние два года. Тот же показатель за пять лет, допустим, составляет 20 копеек, а за десять лет — 10 копеек. Иначе говоря, взаимосвязь (корреляция) между одной и той же группой факторов меняется в зависимости от анализируемого периода, но мы выбираем для нашего анализа двухлетний отрезок времени, поскольку нам кажется, что в будущем сохранится тенденция именно последних двух лет.

Но что если мы хотим быть более точными в предсказаниях? Тогда мы можем, например, дифференцировать население на группы по уровню доходов. В результате может выясниться, что малоимущие и сейчас мало тратят на покупку квартир, т. е. на основе данных статистики за два года хорошо бы выделить тех, кого мы условно относим к среднему классу и к состоятельным. Но если пойти еще дальше и рассмотреть доходы людей, относящихся к этой группе, то, наверное, следует учесть, сколько они тратят на жилье в зависимости от того, есть у них дети или нет.

Для чего нужен весь этот анализ? Чтобы выявить статистическую вероятность невыплат (дефолтов) по кредитам. Ведь она разная в зависимости от страны, региона, группы населения и т. д. И она меняется с течением времени, поскольку на нее влияют десятки факторов.

Надежный ли это метод даже для простой оценки? Похоже, что нет. Но хоть какую-то оценку вероятности дефолтов нужно получить! Как же иначе оценить ожидаемый и катастрофический размер потерь? Без такой оценки нельзя оценить и стоимость займа, ведь инвесторы рассуждают просто: если у меня 10-процентный шанс потерять рубль, то я должен получить минимум 10 копеек за выдачу кредита.

Без оценки риска никто облигацию не купит. Вот и получается, что кто-то должен разработать методологию оценки рисков, объяснить ее суть инвесторам, усовершенствовать согласно их замечаниям и применять в будущем. А поскольку статистические данные и экономические тенденции меняются, модель нужно периодически дорабатывать. Ее нужно дорабатывать и в том случае, если появляются новые теоретические методы статистического анализа, и в том случае, если возникают принципиально новые взгляды на риск... и т. д. Иначе говоря, как модели, так и оценки постоянно меняются, поскольку авторы стараются их улучшить. Однако, чем они сложнее, тем меньше людей способно понять и оценить их сильные и слабые стороны.

Чтобы создать столь сложные модели, нужны очень профессиональные кадры. Поэтому банки и рейтинговые агентства любили нанимать специалистов с опытом работы в NASA или в области ядерной физики, т. е. очень «продвинутых» знатоков моделирования, которые, как известно нематематикам, редко способны донести до простых смертных механизмы работы своих моделей, что и осложняет контроль над ними.

Как же такие квалифицированные кадры смогли надевать ошибок, которые довели нас до столь масштабного кризиса? Как получается, что запущенные ракеты долетают до Марса и приземляются на отведенный им еще на Земле пятачок, а в простых корреляционных связях на родной планете произошел сбой? Ответ уже был дан выше: люди — не механизмы, их поведение изменчиво. Механические законы не меняются в зависимости от экономического цикла, а люди, например, во время периодов благоденствия исправно погашают все кредиты, а во время кризисов могут задерживать выплаты.

Конечно, при создании той или иной модели какие-то параметры закладываются с учетом колебания настроения людей, но самый катастрофический сценарий в нее заложить нельзя. Причина этого ограничения кроется в том, что чем больше *теоретическая* вероятность катастрофы, тем выше цена, которую требуют инвесторы, но должники могут быть не в состоянии ее заплатить. Получается, что рынок как бы определяет максимально возможный катастрофический сценарий. Он словно ограничивает возможность контроля над рисками.

Кажется, что это порочная практика. Но вы же заготавливаете зимой сахар, потому что, возможно, летом он пропадет из магазинов и вам не из чего будет варить варенье? А! Вы покупаете уже готовое? А что если поднимутся тарифы и завозить его станет невыгодно? Или, например, клубнику занесут в «Красную книгу», а производственные линии кондитеров в течение двух лет нельзя будет переориентировать на другие ягоды? «Чушь какая-то», — ска-

жете вы. «Почему? — спросит вас аналитик. — Меньше десяти лет назад сахар закупала впрок почти вся страна». «Так сейчас же другие времена!!!» — ответите вы.

Аналогичные дискуссии происходили все последние десять лет между теми, кто хотел выпускать облигации, и теми, кто их контролировал, т. е. рейтинговыми агентствами. И по мере роста конкуренции предположения обеих групп о корреляциях менялись. Это происходило до тех пор, пока такие предположения не достигли некоего недопустимого порога доверия к постоянству корреляций разных финансовых активов, т. е. основного атома, на котором в конечном счете и строилась вся методология оценки риска и ценообразования большинства наиболее пострадавших активов.

Если говорить конкретно о ситуации на рынке субпрайма США, то за десять с небольшим лет его существования он прошел три очевидных стадии развития. На каждой из них кредиты выдавались или немного отличавшимся друг от друга категориям заемщиков, или на иных условиях их предоставления. Кроме того, на этот период пришлось и разные типы экономических условий: бум на рынке Интернета и в экономике, рецессия, новый рост и, наконец, новый крах. Создать модель поведения многих категорий заемщиков на основе отрывочных данных было нельзя, поэтому рейтинговые агентства, создавая свои модели, делали очень много предположений о взаимодействии разных показателей (корреляции) в разных экономических условиях и применительно к разным категориям заемщиков.

Например, превалирующая модель дефолтов для заемщиков хорошего кредитного качества *предполагает* пик дефолтов через пять лет после выдачи кредитов. Однако по отношению к заемщикам из категории субпрайма (мы много раз будем возвращаться к тому, что слово «субпрайм» применяется по отношению к значительному количеству разнообразных категорий заемщиков и кредитных продуктов) оказалось, что предсказать время наступления пика

дефолтов очень сложно. Иначе говоря, предположения о поведении самой сердцевины анализа — анализа вероятности дефолтов — оказались неправильными.

Через 20 лет после своего появления методология секьюритизации стала использоваться не только для ипотечных, но и для иных типов кредитов, а также комбинаций различных активов. Появились и другие, похожие на секьюритизацию, способы «переупаковки». Непрофессионалу в этой области трудно себе вообразить, в какой степени эта первичная идея мутировала и усложнилась. А как мы знаем, существует некий предел сложности, и если за него выйти, то никто не даст гарантий, что система надежна.

Вывод: пока анализ фокусировался на ограниченном количестве неизвестных, он худо-бедно работал. Однако в какой-то момент расчеты должны были охватить слишком много параметров общественных и рыночных взаимоотношений. Такая задача оказалась непосильной: никто не смог создать модель такого масштаба, отражающую поведение целых социоэкономических систем, — ни до возникновения этого типа инструментов, ни в момент его развития. Порог безопасности, скорее всего, был пересечен именно на незримом этапе перехода к анализу слишком большого количества показателей.

Ликвидность

Ликвидность — это когда есть что купить и есть кому продать, причем продать быстро и без значительных потерь. Определение ненаучное, зато понятное. Снижение фактора ликвидности — самая древняя и могущественная причина кризисов. Иначе говоря, нет такого регулятора, банкира или инвестора, который об этой причине не знает, впрочем, как и о вреде жадности или опасности сложных моделей.

Проблема как раз в том, что категории под названием «ликвидность» даже четкое определение дать сложно.

Есть «ликвидность рынка», «ликвидность инструмента», «ликвидность инвестора», «ликвидность конкретного временного горизонта» всех вышеперечисленных понятий и т. д. Рейтинговые агентства, аудиторы и правительства ликвидность не предсказывают. Центральные банки показывают некоторые агрегированные данные, но они недостаточно детальны для анализа конкретных сегментов рынка.

Ликвидность проще ощутить. Когда она есть, о ней свидетельствуют цены и объемы торгов. Например, в стране появляются деньги и растут цены на недвижимость. Или инвесторы боятся покупать ипотечные облигации, и их уже невозможно продать ни за какие разумные деньги.

Все, что базируется на ощущениях, неоднозначно. Вот сейчас у инвесторов есть деньги («ликвидность инвесторов» высокая), а на рынке облигаций их нет («ликвидность инструмента» низкая). Иначе говоря, ликвидность как наличие средств — высокая, а ликвидность как возможность продать существующие инвестиции — низкая. В результате *извечная проблема* заключается в том, чтобы понять, *когда инвесторы перестают инвестировать, несмотря на то что у них есть деньги*. Пока все хорошо, различить эти два явления невозможно. Даже если поступают плохие новости, происходят лишь временные корректировки цен. И вот однажды, когда весь рынок «решает», что произошло нечто ужасное, два типа ликвидности расходятся. Все, у кого в этот момент есть инвестиции, могут выйти из них, только если цены будут очень низкими.

Остановимся еще раз на таком вопросе: неужели опытные банкиры не могли предсказать такого пагубного изменения динамики ликвидности?

Ответ: если бы могли — не было бы кризиса. За последние годы о том, что на мировых финансовых рынках происходит что-то неладное, говорили все, кто раньше пережил хотя бы один кризис.

На рынках возникли «погодные явления», от которых у ветеранов начинают ныть раны. Быстро сокращались

цены заимствования для заемщиков с невысоким кредитным качеством. Резко падала волатильность индексов акций. Негативная информация вызывала очень незначительные и очень краткосрочные ценовые коррекции. Все большие по размеру сделки находили все более дешевое финансирование. Иначе говоря, инвесторы покупали «все», а потому стремительно и необоснованно падала премия за любой риск.

Все эти признаки сопутствовали кризисам и раньше. Они просто бросались в глаза. Но поставьте себя на место опытного инвестора. Вы начинаете понимать, что тенденция ведет к перегреву и это закончится плохо. Что делать — немедленно выходить из рынка и ждать? Но вы не знаете, откуда конкретно придет опасность. Как вам объяснить своим начальникам, почему все вокруг инвестируют и зарабатывают на растущем рынке, а из-за вас они не могут отчитаться своему руководству о результатах, соответствующих уровню рынка? Не можете? Значит, вы, уважаемый, теряете работу. Даже если через год, два или три окажется, что вы были правы, о вас к тому моменту уже забудут. А пока вам объявляют, что больше не нуждаются в ваших услугах, и нанимают больших оптимистов. Как правило, это люди, кризисов не видевшие, а потому лишенные комплексов и страха. Их еще называют людьми «с видением будущего», а вы, извините, застряли в прошлом кризисе.

Так что вам придется делать то же, что и необстрелянным новичкам. К сожалению, «попав в струю», сложно из нее выбраться. Поэтому многие из тех, кто вовремя предупредил об угрозе кризиса, все равно потеряли деньги. Большинству же эти явления были знакомы лишь из книжек по финансовой истории, а потому их убытки можно считать закономерными.

Вывод: «Предсказывать тяжело, особенно будущее». Поскольку такое явление, как ликвидность, очень сложно определить и оценить, факторы, на него влияющие, во многом исключительно психологические (как в игре

«верю — не верю»), и поэтому понять, что явится причиной резкого падения ликвидности, заранее было нельзя.

Стратегии выживания

Во-первых, на войне как на войне. Если в текущей ситуации вам не нужно принимать финансовые риски — не принимайте. Сейчас не время. Что такое риск в каждом конкретном случае, сказать сложно, поэтому, чтобы пояснить эту мысль, приведем пример с приобретением квартиры. Если вы хотите ее купить, чтобы жить, то покупайте, потому что вероятность продолжения роста процентных ставок на ипотечные кредиты очень высока, т.е. ваш риск заключается в том, что обслуживание долга может стать дороже и тем самым ограничит вашу возможность покупки жилья.

Однако если приобретение квартиры для вас просто способ инвестировать деньги, то опасайтесь падения ее стоимости. В ситуации, когда во многих странах мира недвижимость дешевеет, это может произойти и в России. А ведь повышение стоимости жилья во многом связано с ростом цен на стройматериалы. Если кризис углубится, то они снизятся. Новое строительство станет обходиться дешевле, а это уменьшит стоимость и старого жилья как раз во время снижения покупательского спроса. Иначе говоря, вопрос покупать или нет — не в самом вложении денег, а в том, чем вы больше рискуете в вашей конкретной ситуации.

Во-вторых, людей постоянно беспокоит вопрос: в какой валюте хранить сбережения. Мы рекомендуем в рублях. Это не значит, что мы ожидаем падения доллара, это значит, что для России времена экономической и политической нестабильности прошли. Проблемы, с которыми столкнулся Запад, по нашему мнению, не приведут к системным проблемам в России, поэтому переход на доллары — уже не возможность защититься от кризиса, как это было в 1990-е гг., а обычная биржевая спекуляция.

В-третьих, готовьтесь к худшему: процесс заживления ран, нанесенных кризисом, может быть долгим. Когда прогноз делается на длительный срок, следует ожидать возникновения непредвиденных факторов. В ситуациях кризиса они, как правило, носят негативный характер. Правда, не следует реагировать на газетные сенсации.

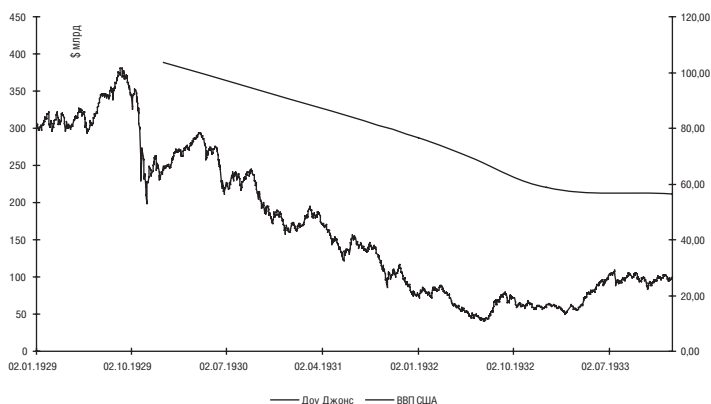
Если вы предприниматель, подождите и не делайте пока крупные инвестиции: рецессия в США не будет короткой, а план действий по оздоровлению экономики станет ясен только в марте, минимум через два месяца после инаугурации нового президента. Объединенная Европа пока тоже дожидается инициативы США и самостоятельно ничего внятного не предлагает. Поскольку, как показали последние события, от успеха США зависит экономическое оздоровление всего западного мира, а это, в свою очередь, влияет на другие регионы, сигнал к расширению инициатив поступит, когда можно будет хотя бы приблизительно понять, как долго Западу придется выходить из проблемного состояния.

Заключительные заметки

Ситуация в мире сложилась очень напряженная, однако говорить об аналоге Великой депрессии не приходится. Из рисунка 1.1 следует, что тогда падение рынков акций совпало с падением ВВП на 35%. В 2008 г., несмотря на все потрясения, ВВП США продолжает расти, хотя рецессии вряд ли удастся избежать.

Ободрим пессимистов: в США очень гибкая система управления экономикой, которая быстро перенастраивается на новые реалии. Опыт выхода из кризисов у американских руководителей есть. В Европе, где сегодня финансовая система почти так же ослаблена, как и в США, тоже накоплен значительный опыт борьбы с кризисными явлениями.

Далее по ходу изложения мы будем постоянно говорить о проблемах на разных рынках, особенно в США и особенно в контексте роста бюджетного дефицита. Однако следует



Источники: Bloomberg, «Альфа-Банк».

Рис 1.1. Поведение индекса Dow Jones и ВВП США в 1929–1933 гг.

отметить, что даже если американское правительство будет вынуждено поддержать все основные банки страны и профинансировать эту поддержку новым государственным долгом, его уровень по отношению к валовому национальному продукту окажется ниже соответствующих показателей в Европе и Японии (см. табл. 1.1).

Таблица 1.1. Отношение национального долга к ВВП ряда ведущих развитых стран мира

Страна	2006	2007	2008	2009
Франция	64,13	63,97	64,59*	65,62*
Германия	66,00	63,22*	62,37*	61,92*
Италия	106,46	103,99	103,59*	104,04*
Япония	194,67	195,48*	197,51*	196,00*
Великобритания	43,04	42,97*	43,46*	43,47*
США	60,10	60,83	63,25*	66,50*

* Прогноз IFC до обнародования пакетов государственной поддержки в октябре 2008¹.

Источник: IFC.

¹ На момент написания книги, в соответствии с информацией агентства Bloomberg, отношение национального долга к ВВП США составляло уже 67,56%, а в Европейском Союзе — 58,7%.

Таким образом, говорить о кризисе, который сломит экономику США или стран Европы, не приходится.

Однако проблемы, стоящие перед правительствами этих государств, по своей значимости и сложности превосходят те, которые возникали во время кризисов, случившихся в последние 70 лет.

С учетом вышесказанного вы спросите: неужели ничего нельзя было сделать? На этот вопрос вам, может быть, положительно ответят исследователи, прочитавшие все записи слушаний в компетентных органах США и Европы, которые, несомненно, пройдут в будущем. Правда, и тогда, скорее всего, истинно доказанным окажется немного. Однако из этих записей станет доподлинно известно, кто именно сделал ошибку в компьютерной программе рейтингового агентства Moody's. Будет признано, что если бы его начальник не нанял этого программиста, то и кризис бы не разразился. Кроме того, все согласятся, что был виноват конгрессмен Иванов, так как ему не хватило принципиальности, чтобы продолжить начатую борьбу... В общем, все как всегда и везде: виноваты стрелочники и те, кто первыми поняли суть проблемы.

А если серьезно, то, скорее всего, ответ кроется в причинах, которые мы обсудили выше.

1. Можно было ограничить человеческую жадность. Ведь, как мы увидим, анализируя историю кризисов, в корне почти всех без исключения кризисов лежит проблема избыточного дешевого финансирования, выданного для того, чтобы поддержать падающие доходы инвесторов и банков.
2. Можно было ограничить распространение инструментов, цены которых основаны на сложных расчетах.
3. Можно было ограничить финансирование, предоставляемое покупателям облигаций, чтобы они не покупали в десятки раз больше, чем позволяли им собственные средства, тем самым раздувая спрос.

Да, все можно было сделать, но тогда пришлось бы ввести принципиально новую систему контроля, где ревизоры стали бы получать больше банкиров, которые создают технологии. А это невозможно, так как ревизоры, как правило, получают меньше производителей богатства, и поэтому самые талантливые из них ушли бы в банкиры.

Тогда политикам нужно было не бояться прессы, а это в свободном обществе невозможно, да и опасно, так как конгрессмен Иванов не бог и из-за ложных страхов мог запретить тысячу разных полезных вещей. В других главах мы рассмотрим многие симптомы, которые беспокоили прессу и, по мнению экспертов, должны были привести к кризису. Однако сегодня о них даже не упоминают. Иначе говоря, масса предупреждений оказалась ложной.

Наконец, можно пересажать тех, кто врал или, выражаясь профессиональным языком, «давал недостоверную информацию». Ими сейчас занимаются правоохранные органы США. Но в нашем мире говорят неправду или приукрашивают действительность почти все. Всех не пересажает, и кроме того, сложно заранее предсказать, какой из обманов не критичен для системы, а какой слишком опасен и поэтому должен быть пресечен.

Можно и в космос летать без скафандров, но только не людям. А пока мы принадлежим к роду человеческому, можем сделать лишь один очевидный вывод: психология правит миром, она изменчива и когда входит в конфликт с системой, та не всегда выдерживает.