

Истина и красота (... и российские финансы)

Распад

Предисловие	1	«Грузовик» – Какой грузовик?	11
Мировые рынки и переполох	3	Воображая невообразимое: Надвигающийся кризис	16
Но куда подевались все деньги?	6	Примечание I	18
Крушение поезда в режиме замедленной съемки	6	Примечание II	19
Назад, в омут	8	Примечание III	21
Как это могло произойти – I, II, III	9		

Современный человек чинит то, что не подлежит починке

Эмиль Мишель Чоран (Cioran)

Предисловие

Когда очередной обзор «Истины и красоты» начинается с многочисленных, опасно громоздящихся друг на друге предисловий, будьте уверены: у нас – проблема. На самом деле, у нас – несколько проблем:

- *Мы сильно сомневаемся, что этот очередной каталог ужасов покажется нашим читателям особенно полезным, и мы согласны с некоторыми нашими друзьями по переписке, которые утверждают, что рынки сейчас находятся в тисках страха. Ваш покорный слуга был бы рад принести хорошие вести – если бы нам только удалось найти таковые. Наш ежедневный ритуал ознакомления со свежими инвестиционными обзорами мы начинаем со смешанным чувством скуки и ужаса. Всё это служит мрачным напоминанием посредственного, в сущности, фильма «День сурка»: неужели мы обречены вечно просыпаться под эту проклятую музыку?*
- *Цены сейчас не имеют ничего общего с фундаментальной экономической реальностью: вместо этого, ими сейчас движет внутренняя рыночная динамика. Не исключено, что фундаментальные показатели мирового нефтяного рынка действительно ухудшились, однако это вовсе не означает, что само сырьё вышло из моды. Цена же на нефть обрушилась на две трети; в обстановке волнообразных дефолтов американские высокодоходные облигации торгуются значительно хуже,*

чем во времена Великой депрессии; ипотечные облигации с кредитным рейтингом AAA практически утратили цену, причём их ликвидационная стоимость также близка к нулю.

- В лучшем случае, мы можем ограничиться общими описаниями – прогнозы предоставим более отважным личностям. Мы предупреждали о возможных пертурбациях – вместо этого мы оказались лицом к лицу с хаосом. Мы в совершенном замешательстве и не можем найти рациональную почву для построения прогнозов относительно того, что ждёт нас впереди. Любой более-менее квалифицированный авиадиспетчер может предсказать авиакатастрофу, когда видит, что самолёт на полном ходу летит в сторону горного утёса; однако для того чтобы предсказать, как именно разлетятся осколки самолёта после столкновения, недостаточно быть просто квалифицированным – нужно быть гениальным.
- Анализируя коллективное фиаско, которое потерпели и американские политики, и руководители центробанков, и рейтинговые агентства, мы вынуждены в число неудачников включить и нас, стратегов и аналитиков. Как известно, прогноз по индексу РТС на конец 2008 года колебался в пределах от медвежьих 2100 пунктов до более благожелательных 3000. Да, судя по всему, мы сильно переоценили... процентов примерно на 80. Сейчас всё определяется ликвидностью, а изящные искусства фундаментального и стратегического анализа становятся всё более нерелевантными.
- Мы вынуждены занимать крайне критическую позицию в отношении уходящей американской администрации. И это серьёзная и неослабевающая проблема, поскольку некоторые наши американские читатели воспринимают это, похоже, как личную обиду. Повторимся ещё раз: Ваш покорный слуга настроен ни про-американски, ни анти-американски; мы не имеем ни права, ни желания высказывать огульные моральные суждения о целых народах. Вместе с тем, мы испытываем отвращение к лживому политическому режиму, который является непрофессиональным настолько же, насколько и преступным (и в особенности склонным отрицать фундаментальные законы – законы не только дарвиновской эволюции, но и принципы капиталистической экономики). Возмутительный политический гедонизм и оппортунизм этого режима (см.: «Съедая зерно, припасённое для посева») поставил под угрозу будущее не только американского народа, но и миллиардов ни в чем не повинных людей во всём мире. Мы будем расхлёбывать последствия этой политики еще несколько десятилетий.
- Наши фундаментальные макроэкономические умозаключения вызывают головокружение. Соединенные Штаты, крупнейшая экономика в мире и эмитент мировой резервной валюты, на всём ходу движутся в сторону классической долговой пропасти, в которой новые заимствования используются главным образом для того, чтобы выплачивать проценты по уже существующим долгам, – классическая схема Понзи, которую в последний раз мы видели в России в 1998 году. Прогноз аналогичен: либо дефолт (что маловероятно), либо девальвация – хотя, в отличие от российского кризиса, вряд ли оба сценария одновременно.
- Ваш покорный слуга был одним из первых, кто начал бить в набат и предупреждать об опасности повторения событий 1930-х гг. Сейчас эта точка зрения всё более становится консенсусом. Однако история началась не в 1929 году, так что взглядыываясь дальше в историческую перспективу, единственный аналог, который мы находим, – это Великое вымирание, произошедшее 26 миллионов лет назад, http://en.wikipedia.org/wiki/Permian-Triassic_extinction_event, результат либо падения астероида (облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (CDOs)?), либо повышенной вулканической активности (пузырящейся мировой ликвидности?). Степень неопределённости чрезвычайно высока, но мы искренне надеемся, что всё-таки нет добра без зла.
- После того, как большую часть нашей сознательной жизни мы успешно зарабатывали себе на пропитание на мировых финансовых рынках, нам, конечно, очень не хочется допускать, что эта система является фундаментально порочной. Если у финансовой системы и имеется какой-либо *raison d'être*, то

заключается он в том, чтобы способствовать созданию такой среды, в которой реальная экономика может развиваться и процветать. Ну как может компания заниматься долгосрочным стратегическим планированием, когда обменные курсы по ключевым валютным парам скачут вверх-вниз в диапазоне 25% на протяжении каких-нибудь пустяковых нескольких месяцев или когда цена на нефть колеблется от 50 до 160 долларов за баррель. Нынешнее падение сырьевых цен приведет к существенному сокращению объемов геологоразведки и добычи, что, в свою очередь, подготовит очередной кризис. Быстрая смена фаз надувания пузыря и его взрыва в рамках экономического цикла не только подрывает производительные силы экономики, но разрушает и человеческие жизни. Мы вовсе не желаем тем самым сказать, что нам известно, какой должна быть хорошая экономическая система; мы просто сильно обеспокоены тем, что миру вот-вот придётся пережить очень тяжкие последствия сумасшествия свободных рынков.

Мировые рынки и переполох Всё ещё расширяющаяся воронка¹ - Вступление

Если обзоры «Истина и красота» и обладают каким-либо практическим смыслом, то он становится ощутимым в те периоды, когда консенсус существенно отличается от того, что нам кажется фактической реальностью. Конечно, в нашем послужном списке тоже имеются прогностические промахи, но в чём мы оказались совершенно правы, так это в том, что американская экономика двигалась по направлению к пропасти. Наш фундаментальный тезис о том, что «неустойчивой конструкции в конце концов устоять не удастся», – пусть и несколько преждевременный, – подтвердился в куда более жёсткой форме, чем мы ожидали. Естественно, огромный торговый дефицит, отрицательный уровень сбережений и хроническая зависимость от долгового финансирования, которая была характерна для «опирающейся на веру» экономики эпохи Буша, увенчались единственно возможным в данных обстоятельствах результатом.

И даже сейчас мы продолжаем опасаться, что мировое инвестиционное

сообщество придерживается слишком оптимистического взгляда на возможный выход из рецессии/депрессии, поразившей современную экономическую парадигму. Как мы и предостерегали на протяжении нескольких последних лет, США попали в классическую долговую ловушку, которая, быть может, уже необратима. В полном согласии с бессмертным выражением Джорджа Буша: «Вся эта фигня может развалиться на куски!».*

¹ Пожалуйста, см. примечание III

* «If money isn't loosened up, this sucker could go down» – фраза, которую Дж. Буш будто бы произнёс 25 сентября во время обсуждения пакета мер по поддержанию американской экономики на 700 млрд долл. в Белом доме, когда стало очевидно, что Конгресс может не одобрить пакет мер, а министр финансов США Генри Полсон даже в шутку встал на колени перед спикером палаты представителей Нэнси Пелоси, уговаривая её поддержать законопроект

Не воображая невообразимое

Когда в 1930-х годах Франция постаралась защитить себя от набирающей мощь Германии с помощью линий Мажино, у неё была единственная серьезная проблема – Бельгия. Франция не могла ни укреплять границы другого суверенного государства, ни стягивать свои силы к границам с Бельгией – дружественной страны. В итоге великое французское государство сделало то, что, как правило, делает человек, поставленный лицом к лицу с неразрешимой проблемой: оно предпочло эту проблему проигнорировать.

По всем своим характеристикам линия Мажино считалась непоколебимой. Увы, немецкие войска выбрали самый простой путь – в обход линий Мажино, вторгнувшись на территорию Северной Франции со стороны Бельгии, удачно взяв в кольцо саму линию Мажино и её защитников, которые были затем отправлены в лагеря для военнопленных. Боюсь, что сейчас мы наблюдаем за аналогичным примером когнитивного диссонанса в отношении американского бюджетного дефицита.

В недавних обзорах, составленных выжившими инвестиционными банками, горячо обсуждается проблема финансирования текущего платёжного дефицита США в условиях сокращающихся расходов со стороны Китая, однако во всех этих обзорах в глаза бросается одно видимое отсутствие – **ежегодная стоимость обслуживания американского долга**, т.е. объем процентных платежей по уже существующему американскому госдолгу.

Мы благодарим Джона Молдина (John Mauldin) за то, что он отыскал эту сумму: **\$451 млрд.** И вот с этого места дела ухудшаются ещё сильнее: в лучшем случае через несколько лет США окажутся перед необходимостью обслуживать долг, измеряющийся в несколько триллионов долларов (т.е. годовой дефицит бюджета скоро будет составлять 7% от всё более сокращающегося национального ВВП – более чем вдвое превышая предписания Маастрихтских макроэкономических критериев присоединения к зоне евро!), т.е. процентные платежи возрастут весьма существенно – до примерно \$500 млрд. в следующем году и далее, в согласии с законом асимптотического ускорения. В недавнем обзоре (см. примечание 1),

выпущенном крупным американским банком, высказывается предположение, что если американской экономике будет предоставлен пакет стимулирующих мер действительно эффективного масштаба, то годовой дефицит американского бюджета взлетит до 13%...

Проще говоря (т.е. так, как и следует говорить – предельно доступно), **только для осуществления процентных платежей по уже существующему долгу** США потребуется сумма, эквивалентная половине бюджетного дефицита. Ежели вдруг иностранные кредиторы прекратят покупать американские облигации или рынки установят более высокие процентные ставки, то процесс ускорится ещё сильнее. Если этого не произойдет, то долг будет накапливаться нынешними темпами. И так, мы просто не видим, что или кто в силах остановить эту долговую спираль от дальнейшего раскручивания или выплатить весь этот чудовищный долг; резкое увеличение уровня американских сбережений, которые уже скапливаются на банковских карточках, вгонит экономику, на 70% зависящую от потребительских расходов, в ступор, что, в свою очередь, вызовет дальнейшее сокращение налоговых поступлений в бюджет, увеличение числа обращений к правительству оказать поддержку корпоративному сектору и дальнейшее острое ухудшение состояния бюджетного дефицита.

Да, Япония обслуживает куда более значительный государственный долг – в перерасчете к национальному ВВП, – чем США, однако японская финансовая конструкция кажется более устойчивой благодаря чрезвычайно высокому уровню сбережений (японцы финансируют свой собственный национальный дефицит плюс весомую долю американского дефицита) и предельно низким процентным ставкам.

Итак, в нынешних обстоятельствах, как ни крути, имеется единственный выход: очень маловероятно, что США просто откажутся от своих долгов или реструктурируют их по примеру Аргентины, а поскольку Америка имеет дополнительное преимущество – возможность эмитировать облигации в своей национальной валюте, – то единственным более-менее разумным выходом кажется монетизация, т.е. простая ликвидация долга посредством инфляции – другой вариант дефолта, но

более политически корректный, чем аргентинский.

Когда мы обращались с расспросами к нашим более макроэкономически подкованным коллегам, они все уходили от прямого ответа². Нам казалось, что после того, как на наших глазах погубило несколько мощных инвестбанков, рухнул автопром, обанкротились ипотечные агентства и произошло ещё несколько событий, вероятность которых раньше мог обсуждать только полный идиот, инвестиционное сообщество уже утратило чувствительность к шоковым состояниям и не исключает никакие, даже самые невероятные происшествия. Однако перспектива того, что американское правительство может де-факто объявить дефолт по своим обязательствам, всё ещё не обсуждается и остаётся за пределами возможного.

Возможно, мы ошибаемся. Более того, мы очень надеемся, что мы ошибаемся.

Однако мы были бы очень признательны тем нашим читателям, которые сумели бы нам объяснить, каким образом США могут избежать долговой ловушки. Пожалуйста, пишите нам на адрес krausmoscow@yahoo.com

А пока мы продолжаем испытывать смешанные чувства негодования и изумления. Объясните мне, ради Бога, какой разумный человек мог считать устойчивой экономику, которая на 70% зависит от уровня потребления (по принципу «Чем больше тратишь – тем больше экономишь»), финансируемого за счёт все более увеличивающегося долга, распухающего текущего платёжного дефицита, опирающегося за иностранные заимствования и головокружительную эмиссию денежной массы? Неужели пределом экономического мышления является следующая президентская предвыборная

² В результате опросов нескольких ведущих экономистов единственный ответ, который мы получили, сводился к тому, что США для спасения необходимо иметь очень большой бюджетный профицит. Великолепная идея, однако, боюсь, уже слишком поздно. Отложим пока в сторону политические соображения, но даже с точки зрения фискально-денежной политики, накопление колоссальных, необходимых в этом случае сбережений будет иметь сильный дефляционный эффект, который окажет негативное влияние на темпы экономического роста, снизит уровень налоговых поступлений и будет продолжать способствовать увеличению дефицита

гонка? И куда ушли взрослые, оставившие этих детей без присмотра?

Но куда подевались все деньги?!?

Ваш покорный слуга надеялся – вопреки здравому смыслу, – что финансовый кризис главным образом ударит по тем, кто виноват в его возникновении. Увы, это было ещё одна тщетная надежда в длинном списке несбывшихся ожиданий; на данный момент мы наблюдаем за высокой степенью «ре-корреляции», намного превосходящей ту, которая казалась нам возможной.

Мы продолжаем верить, что, если крупнейшим экономикам мира удастся предотвратить повторение Великой Депрессии, эта рекорреляция окажется временным явлением. Очевидно, что главный участник в этой игре – Китай: если китайцам удастся сохранить внутренний экономический рост, они станут, по крайней мере, хоть каким-то источником мирового спроса. Итак, пока тезис о том, что развивающиеся экономики могут спасти западный мир от его собственных безумств, пока остается ни опровергнутым, ни подтвержденным. Этот тезис будет подвергнут проверке в ближайшие несколько лет. А пока перво-наперво нам нужно нащупать дно.

*Как мы неоднократно замечали (и также неоднократно забывали), «в условиях кризиса все корреляции сводятся к **одному**, а именно: люди продают не то, что им следует продавать, а то, что они могут продать».*

Пока наш жизненный опыт свидетельствует о том, что за этой фазой супер-корреляции (т.е. плотной взаимосвязи всех активов) следует восстановительная фаза, когда активы, фундаментальная ценность которой не пострадала, вновь всплывают на поверхность, тогда как действительно «протухшие» активы остаются на дне, иногда навсегда.

Чтобы быть краткими, мы вынуждены сосредоточиться на анализе состояния крупнейшей мировой экономики, которая более всех других подвержена крайностям, – экономики Соединенных Штатов. Некоторые наши читатели указывают на то, что винить в случившемся кризисе только США – страшно несправедливо. Они правы –

вокруг много виноватых. Однако львиная доля излишней денежной массы и – самое главное – интеллектуальный катализатор, который спровоцировал массовую утрату ориентиров и помешательство свободных рынков, исходили именно из Америки. Более того, ни исландская расточительность, ни британская маниакальность, ни французская бюрократия не могли вывести из равновесия всю мировую экономику – это было под силу только одной стране... и она сделала это, судя по всему, с огромным удовольствием!

Крушение поезда в режиме замедленной съемки

...или смерть дохлой кошки

Вероятно, те наши читатели, у которых есть возможность ежедневно сидеть за торговыми порталами, испытывают то же чувство опустошенности, что и мы, – возникает ощущение, что мы наблюдаем за крушением поезда в режиме замедленной съемки. Это день сурка... каждый день. Сумасшедшая волатильность, о которой говорят все комментаторы, к сожалению сильно асимметрична по своей сути: если волны продаж могут прокатываться по рынку непрерывно на протяжении нескольких недель, то вожделенные контр-тренды – ралли – пресекаются в зародыше и сходят на нет буквально за первые два дня.

Действительно, все специалисты по теханализу, с которыми мы в последнее время общались, в один голос уверяют нас в том, что восходящий контртренд должен начаться вот-вот, с минуту на минуту, но, увы, в последнее время польза от теханализа почти такая же, как с козла – молока... наверное, эффективнее было бы словить курицу, вспороть ей брюхо и гадать по её внутренностям, чем делать прогнозы исходя их скользящих средних и линий Фибоначчи!

И никакой вины технических аналитиков тут нет: те из нас, кто предан принципам фундаментального анализа, тоже едва ли оказались более полезными... вообще, наших читателей должно ободрить то соображение, что все мы, в сущности, занимаемся анализом причин уже произошедшего.

Это полная чушь, но в последнее время наши терминалы Bloomberg целиком заливаются то красным цветом, то (значительно реже) зелёным, поскольку вся мировая финансовая система торгуется исходя исключительно из двух инстинктивных реакций – **страха** (тогда все покупают йену, казначейские облигации США, швейцарский франк и продают акции, высокодоходные облигации и бонды развивающихся стран, энергоносители, зерно, металлы, ценные бумаги, обеспеченные долговыми обязательствами (CDS)) и **жадности** (продают йену, покупают высокодоходную валюту в сделках типа carry trades, акции, облигации, сырьё, продают CDS и т.д.). Мы никогда ещё не видели, чтобы инвесторы настолько неразборчиво относились к различным классам активов. Всё это напоминает рулетку, которая показывает то черные, то красные цифры.

Череда попыток выйти в восходящий контртренд, которые начинались с большим запалом только для того, чтобы через 48 часов сойти на нет, ничем не завершилась. Какие бы хорошие новости ни приходили – снижение процентных ставок, предоставление компаниям финансовой помощи, совместные действия правительств разных стран, китайские интервенции и пр., – все они растворяются в рынке, как в чёрной дыре, по мере того как крупные сегменты мировой финансовой системы всё глубже погружаются в бездну.

Как будто бы в качестве ещё одного доказательства ошеломляющего непрофессионализма администрации Буша была учреждена программа TARP (Troubles Asset Relief Program) для выкупа «проблемных» активов – мера, которая может поспорить по эффективности с фондом по ликвидации последствий урагана Катрина. Полсон уже истратил почти половину выделенных средств на другие, не менее насущные цели, в частности на оказание поддержки страховой компании AIG, не выкупив при этом ещё ни одного проблемного актива. Мы подозреваем, что в итоге весь этот фонд будет расфурыкан, а о запланированном выкупе проблемных активов (адекватная оценка которых также представляется существенной проблемой) либо тихо забудут, либо попросят выделить ещё дополнительные \$700 млрд.

Какими бы чудовищными ни казались обнародованные на сегодняшний день

цифры, мы начинаем подозревать, что это только начало и что правительство, пытаясь выиграть время, продолжает вводить весь мир в заблуждение относительно реальных масштабов катастрофы. Ипотечные агентства Fannie и Freddie были спасены благодаря щедрому предоставлению каждому по \$100 млрд., и уже становится ясно, что этого недостаточно. Спасение AIG обошлось в беспрецедентные \$85 млрд... которые всего лишь через несколько месяцев превратились в \$152 млрд., и так – до бесконечности. Нужно спасать национальный автопром и рекапитализировать федеральную корпорацию по страхованию депозитов FDIC. Муниципалитеты, страховщики, небанковские кредитные учреждения – все стоят в очереди на водопой. И мы ещё не знаем, что нас ждет впереди, но есть риск, что пациент, на самом деле, уже лежит на смертном одре и что дыры слишком глубоки, чтобы их можно было так просто залатать.

Боже нас упаси от критики в адрес этой международной аферы – уже имеется превосходный прецедент: в 1981 году, за несколько месяцев до того, как Мексика объявила дефолт по внешнему долгу, буквально все заёмщики из числа новых рыночных экономик (emerging markets) сообщили о своей неспособности рассчитаться по обязательствам перед кредиторами, в результате чего банковская система США осталась с колоссальным необслуживаемым долгом на руках (его общий объем равнялся объему консолидированной прибыли, которую американские банки сгенерировали **за всё предшествующее столетие**). Оставшись один на один с обанкротившейся финансовой системой, ФРС проницательно изменила правила игры, позволив банкам отражать их в сущности обесценившиеся еврооблигации в балансовых отчётах по первоначальной (исторической) стоимости и постепенно амортизируя эти долги в течение последующих десяти лет. За это время, в силу того, что кривая доходности круто пошла вверх благодаря кредитно-денежным манипуляциям ФРС (т.е. доходность краткосрочных облигаций существенно снизилась по сравнению с доходностью долгосрочных бумаг), американские банки сумели выбраться из ямы. К тому моменту, когда план Брэди (the Brady plan, 1989 г.) позволил секьюритизировать проблемные долги,

банки уже списали их до нуля и, более того, вышли из переплёта с симпатичными прибылями в кармане в виде новеньких облигаций Брэди (использующихся для реструктуризации безнадежных долгов). Да, это был бы идеальный выход из нынешней ситуации, если бы только рынки предоставили больше времени – что они, похоже, вовсе не расположены делать.

Назад, в омут

Сумерки свободных рынков

- Лирическое отступление

Теория должна быть как можно более простой, но не проще этого

Альберт Эйнштейн

По определению за апогеем той или иной политической системы следует её упадок. Неоспоримый успех капитализма как общественно-экономической системы, основанной на праве владения орудиями производства, оплате наёмного труда и нацеленной на получение прибыли, был закреплён не только фантастическим увеличением богатства в мире, но и тем фактом, что даже те страны, которые первоначально придерживались альтернативных общественно-экономических моделей развития, капитулировали и – де-факто или де-юре – приняли ту или иную форму свободной рыночной экономики. Это можно понять, но от понимания легче не становится, поскольку этот триумф породил почти мистическую веру в могущество свободных рынков и их способность решать все проблемы – такая палочка-выручалочка.

В той или иной форме элементы капитализма применялись в Голландской, Флорентийской и Венецианской республиках, а после Французской революции капитализм стал доминирующей формой социально-экономических отношений в Европе. В отличие от диалектического марксизма, у капитализма нет основополагающего труда. Хотя Адам Смит и считается отцом-основателем англосаксонской модели капитализма, азиатские драконы, экономики которых были трансформированы в процессе ассимиляции рыночных механизмов, исповедуют несколько иную форму

капитализма, чем та, которую описал Смит, – своеобразный национальный капитализм, в котором частная прибыль поощряется ровно настолько, насколько она способствует увеличению всеобщего блага всей нации, и в котором государство жестко контролирует распределение кредитных средств. Эта модель принесла удивительные трансформации сперва в Японии, затем в Корее, Сингапуре, Тайване и, наконец, недавно – в Великом Китае. Именно эта модель всё в большей степени внедряется сейчас в России.

Подобно неистребимому мифу, который до сих пор берedit умы некоторых заскорузлых леваков, – мифу о чистом и ничем не запятнанном коммунизме, нескомпрометированном неверными толкованиями и националистическими ересями, представление о «дистиллированных» свободных рынках капитализма существует только в воображении. Попытки по внедрению крайних форм капитализма («приватизация полицейских управлений») были предприняты в периферийных странах – Чили и Новой Зеландии, – но были быстро преданы забвению. По нашему мнению, наиболее успешные варианты (в смысле получения максимальной пользы для максимального числа людей) – это социально-демократические модели, применяемые в западноевропейских странах, в частности в Швейцарии и Скандинавии.

В согласии с нашим – еретическим – взглядом, капитализм следует рассматривать как самую плохую модель общественно-экономических отношений в ситуации, когда все остальные модели – ещё хуже: частное накопление капитала, использование наёмного труда и рыночные механизмы ценообразования представляются единственно эффективными способами быстрого и более-менее стабильного экономического развития среди тех, которые на данный момент известны человечеству. Но как всякая другая система, эта имеет свои ограничения и остро нуждается в регуляции. Детская вера в то, что свободные рынки сами по себе могут искоренить любое зло, оказалась глубоко порочной, требуя от рыночной экономики такого поведения, на которое не способна никакая социально-экономическая модель.

Уже не должно возникать никаких сомнений в том, что широкий спектр

проблем – от экологической катастрофы до перенаселения и, в особенности, спекулятивных экономических циклов, описанных Х. Мински и нео-кейнсианцами – не может быть сведён к упрощённым решениям, предлагаемым теорией свободных рынков.

Самое печальное заключается в том, что эта мощная и в принципе успешная общественно-экономическая система была дискредитирована её наиболее фанатичными последователями, в частности американскими неоконсерваторами, а также их своекорыстными приверженцами из бизнес сообщества. Их визгливая, заносчивая и воинственная риторика всё больше становится объектом насмешек и презрения во всём мире, тогда как их финансовая система лежит поверженная в пух и прах. Постепенно назревает и популистская реакция, которая в итоге дискредитирует даже умеренные проявления либерализма. По нашим прогнозам, произойдет неизбежный перегиб палки в сторону жесткого социально-ориентированного бюрократизма, в последний раз наблюдавшегося во Франции в начале 1980-х годов, – явление, которое, естественно, не увеличит общий уровень человеческого счастья в мире.

Как это могло произойти? – I

Съедая зерно, припасённое для посева

«Сегодня в Америке заговорили, что есть альтернатива суперлиберальной рыночной экономике, где все можно, где можно проедать больше, чем ты зарабатываешь. Оказалось, что это, в конце концов, приведет к краху. А я предупреждал и американцев, и других. Меня, правда, не очень слушали... А оказалось, что я ведь был прав».

Александр Лукашенко, из интервью газете Wall Street Journal

Господин Лукашенко никогда не входил в число наших любимых экономистов, но тут ему трудно отказать в правоте. Ваш покорный слуга недавно закончил продирается сквозь теоретические дебри количественного макроэкономического

анализа, большая часть которых написана теми самыми специалистами, которые недавно полностью «проморгали» надвигающийся кризис (за одним выдающимся исключением – Дэвида Розенберга (Rosenberg) из Merrill Lynch'a, который неоднократно предупреждал о вероятности наступления того, что мы сейчас имеем). С тех пор как в июле 2007 года разразился кризис, крупные инвестбанки регулярно и систематически недооценивали масштаб катастрофы. Каких-то три месяца назад стратеги из американских банков продолжали вести высоконаучные дебаты о том, соскользнет ли США в конце концов в состояние умеренной рецессии или нет – сценарий, который сейчас представляется безумно оптимистическим. Эта интеллектуальная установка сейчас мало-помалу меняется: один наш читатель любезно переслал нам свежий обзор, написанный специалистами Deutsche Bank и озаглавленный «Плохая неделя в аду»... да, похоже, в последнее время красноречие свойственно не только Вашему покорному слуге.

*Мы считаем, что вся эта болтовня о расточительности и экономике, «опирающейся на веру», может быть резюмирована в шести словах почти библейской простоты: **Они съели зерно, припасённое для посева.** И одно из горестных последствий глобализации заключается в том, что вытекающий из этого голод распространится также и на те страны, которые сохранили приверженность протестантской этике бережливости и умение откладывать на «чёрный» день.*

На протяжении последнего десятилетия экономика Соединённых Штатов была предметом зависти для большей части мира благодаря её способности расти в темпе, теоретически недоступном для зрелой экономики, – примерно на 3.5% в год. Этот темп экономического роста не только заставлял неповоротливых европейцев зеленеть от зависти, но одновременно позволил американским властям провозгласить, что они наконец-таки укротили строптивый экономический цикл! Да, казалось, что, благодаря накопленному опыту центральных банков, мир вот-вот навсегда избавится от угрозы рецессии, а такие скептики, как Ваш покорный слуга, регулярно оказывались

неправы в обстановке всеобщего ликования по поводу пришествия этого Нового Смелого Мира неограниченных возможностей.

В этой солнечной атмосфере, многократно усиленной укреплением стран лагеря БРИК, мировой бум спровоцировал повсеместное распространение веры, будто бы былые тяжкие дни периодических рецессий минули навсегда. Пузырь надулся практически во всех сегментах мировой экономики; почти все активы: американские голубые фишки, китайская недвижимость, сырье, овощи (или, по крайней мере, зерно), американские шоппинг-центры, аргентинские сельскохозяйственные угодья, вина, картины старых мастеров и молодые любовницы – всё возросло в цене. Все мы казались сами себе финансовыми гениями, поколением Соросов, поскольку что бы вы ни купили сегодня, завтрашняя стоимость этого актива возрастала в разы.

Кредитно-денежная политика: Сперва – десерт

В начале текущего десятилетия Федеральная Система США снизила процентные ставки по кредитам для того, чтобы предотвратить замедление экономического роста, затем оставила их на низком уровне для того, чтобы подстегнуть политически выгодный бум, способствуя тем самым возникновению высоко циклических денежных условий, необходимых для осуществления высоко циклических фискальных мер администрацией Буша. По идеологическим причинам Гринспен опровергал даже теоретическую вероятность фондового пузыря тогда, когда один такой пузырь – фантастических масштабов – надувался буквально у него на глазах.

Мощная система кредитования усугублялась другим, куда более опасным источником денежной массы – огромным американским торговым дефицитом, который прокачивался через азиатскую банковскую систему и увеличивал объемы долговых денег до воистину гротескных масштабов, заводняя мировую финансовую систему колоссальным объемом американских долларов и накликая неизбежную беду.

Увы, смирившись с тем, что европейскому ЦБ хватило ума проигнорировать политическое давление и оставить

европейскую ключевую процентную ставку на сравнительно высоком уровне, США погрузились в оргию «де-регуляции» и «рыночных» («основанных на вере», типа *«зжмурьтесь и представьте себе, что...»*) экономических инициатив.

Впоследствии пример оказался заразительным, и умеренно ограничительные меры европейского ЦБ не сумели предотвратить волну иррационального ипотечного кредитования в Испании, Ирландии и Великобритании, в то время как европейские банки стали любимыми клиентами менеджеров по продажам структурных финансовых инструментов из Lehman Brothers.

Всего означенного выше вполне хватило бы, чтобы возникла классическая рецессия. Увы, неадекватная кредитно-денежная политика была всего лишь мелким и весьма простительным грехом. Смертным грехом стали фискальная расточительность и бюджетный гедонизм. Электорат наслаждался иллюзией благосостояния, растущего потребления и агрессивной, авантюрной внешней политикой, осуществление которой, как им казалось, не требовало от них никакой экономической жертвы.

Самодовольное объяснение удивительной продолжительности этих оргий сводилось к общим фразам о будто бы *«чудесных способностях свободного рыночного капитализма»*. Европейцам, будто бы более приверженным принципам социальной справедливости, также были доступны все эти удовольствия, только если они смогут позволить своим экономикам функционировать по законам, описанным Адамом Смитом (или Айн Рэнд – для более интеллектуально безалаберных личностей).

На самом деле, было и другое объяснение: **долги**. В начале нынешнего десятилетия, после потрясений высокотехнологического пузыря, США уже стояли на пороге рецессии. Чтобы избежать её, администрация президента Буша в сговоре с другим интеллектуальным мошенником Аланом Гринспеном начала применять масштабные меры по стимуляции экономики – как фискальные, так и денежные, сумев тем самым добиться стероидного роста экономической «мышечной» массы на протяжении дальнейших нескольких лет, практически полностью в счёт будущих лет.

Во многом по принципу фракталов эта макроэкономическая модель была воспроизведена во всей «пищевой цепочке»: автопроизводители продавали себе в убыток, «пожирая» свои же собственные будущие прибыли; объемы строительства существенно превышали платёжеспособный спрос, опять-таки беря займы у своего же будущего; домохозяйства набирали кредиты, чтобы поддержать уровень потребления на прежнем уровне, и, следовательно, сейчас вынуждены резко сократить потребление, чтобы суметь обслуживать накопленные долги.

Результат был абсолютно предсказуемым: неправильное распределение ресурсов, одновременное надувание нескольких фондовых пузырей, фиаско в сфере кредитного анализа, нереалистично высокий уровень терпимости к риску – всё это неизбежно привело к наступлению момента Мински.

Как это могло произойти – II?

LTCM прецедент

Когда в 1998 году крупнейший американский хеджфонд Long-Term Capital Management на полном ходу врезался в стену (едва, по иронии судьбы, не утащив с собой на дно Lehman Bros), произошло это вовсе не из-за того, что не был учтён один-единственный риск, поставивший под угрозу всю бизнес модель, – сама модель была достаточно крепкой, чтобы выстоять под давлением одного или нескольких рисков. Беда заключалась в том, что их система была нацелена на решение разрозненных индивидуальных рисков. Когда же один такой риск вышел из-под контроля, за пределы стандартной методологии

идентификации дефектов «шесть сигма», он увлёк за собой все остальные, и в силу существующих внутренних взаимосвязей цены полетели вниз, всё дальше от разумных уровней.

Этот крах может служить ярким примером чернобыльской катастрофы в сфере менеджмента, рикошетом бьющей по всей мировой экономике. Хотя многие экономисты, включая Вашего покорного слугу, предупреждали об опасности, таящейся в одном-единственном фиаско (например, дефолте по CDOs, структурным инструментам и прочим балансовым активам, кризисе на рынке недвижимости, крахе ипотечных агентств Fannie/Freddie, банкротстве американского автопрома, британского и испанского жилищного сектора, упадке балтийской/балканской финансовой модели и пр.), большинство из нас упустили из виду то, что все эти беды могут произойти одновременно. А именно это и произошло.

Как это могло произойти – III?

Выбор в условиях отсутствия выбора

На протяжении многих столетий во время войн странам приходилось приносить болезненные жертвы ради обеспечения военных расходов. Вероятно, отдавая себе отчёт в априорной непопулярности войны, администрация Буша сделала явный выбор в пользу того, чтобы финансировать своё приключение в Ираке, так же как и войну в Афганистане (незвизрая на наличие НАТОвского логотипа, это на 80% американская авантюра) кредитными средствами, а не посредством увеличения налогов. Одно это решение обрекло будущие поколения на многотриллионные долги и прочие вытекающие отсюда обязательства.

«Грузовик» – Какой грузовик?

- Две грязных дюжины:

Всё это начинает напоминать лавину. Чем дальше, тем всё труднее расставить по степени значимости всё многообразие имеющихся опасностей. Нам не остается ничего иного, как заняться их простым перечислением, предоставив нашим любезным читателям самим решать, каким образом можно обезвредить все эти тикающие бомбы с замедленным сроком действия. Последовательность обезвреживания значения уже не имеет:

1. Темпы роста вышедшего из-под контроля американского торгового дефицита, который увеличивается на 2.5 миллиардов долларов ежедневно (включая субботу и воскресенье), замедлились весьма незначительно; по мере того как быстро сокращаются объемы импорта, не менее стремительно снижается и экспорт. Безусловно, нет никаких сомнений в том, что этот дефицит давно вышел за грани допустимого, и реальный вопрос заключался не в том, остановится ли его рост когда-нибудь, а в том, что произойдет, когда его рост-таки остановится и мировая экономика внезапно будет вынуждена сесть на жесткую диету из воды и хлеба. По мере того как цены на сырье стремительно падают вниз, мы скоро получим ответ на этот вопрос.
2. Во время первой волны кризиса обвалились цены на различные активы, что спровоцировало вторую волну – гибель финансовых посредников. А теперь – самая «смешная» часть: экономический кризис, вызванный массовым избавлением от долгов и крахом кредитных рынков. Вместо того, чтобы беспокоиться и рассуждать о косвенных последствиях этого кризиса, мы отметим, что количество корпоративных дефолтов будет поистине чудовищным, в силу чего спреда расширятся до двузначных значений... что приведёт к каскаду дефолтов среди других, казалось бы, более стабильных компаний, которые просто-напросто не смогут рефинансировать свои долги.
3. Подобно греческой трагедии, любой крупный кризис проистекает порой из одной фатальной ошибки. По нашему мнению, в данном случае таковой стало решение позволить инвестбанку Lehman пойти на дно – вероятно, как последняя дань уважения усопшей философии свободных рынков, которая была недавно благополучно предана забвению. Возможно, те люди, которые принимали это решение, попросту недооценили то, насколько хрупка мировая банковская система, что и спровоцировало крах всего финансового сооружения. Да, Шалтай-Болтай им бы посочувствовал.
4. На данный момент американский бюджетный дефицит, усугублённый отрицательным уровнем внутренних сбережений граждан, буквально взлетел на воздух: отметка в триллион долларов уже не за горами, и, подобно России образца 1998 года, на процентные платежи приходится всё большая часть новых заимствований. Новость заключается в том, что всему миру становится всё труднее финансировать этот долг, так что американцам в самый неподходящий момент всё-таки придётся взвалить на себя эту непосильную ношу. Ведь высокоциклическая экономическая политика наряду с неконтролируемым бюджетным дефицитом существенно затрудняют своевременное реагирование на неизбежно наступающий экономический спад.³
5. Ночь не-мертвецов. Примечательно, что все расчёты, использовавшиеся в пакетах по предоставлению финансовой помощи различным американским компаниям, оказались слишком оптимистическими. Ипотечные агентства Fannie и Freddie были «спасены» за \$100 млрд. каждое... если вы вдруг не в курсе, сообщаем: они уже снова стоят в очереди к кормушке. А Fannie опять находится на грани банкротства. Спасение AIG, которое первоначально оценивалось в \$85 млрд., в итоге обойдется в несколько раз большую сумму; последняя озвученная оценка равнялась \$150 млрд... спорим, что это – не последний пересмотр в сторону повышения?
Похоже, Полсон решил, что, выпросив-таки \$700-миллиардный кредит для

³ Страны могут неопределенно долго оставаться в состоянии бюджетного дефицита (Япония, Италия) или отрицательного уровня сбережений, но только в обоих состояниях одновременно. Билл Клинтон, отдавая себе отчет в том, что выход на пенсию поколения бэби-бумеров приведёт к огромному структурному увеличению дефицита, сумел добиться бюджетного профицита, что всегда чрезвычайно непросто сделать в условиях демократического государства. У его преемника такой потребности не возникло: он снижал налоги и при этом увеличивал военные расходы, а затем делал всё возможное, чтобы прикрыть эти манипуляции с помощью бухгалтерских уловок. И, вытворяя это всё, он пользовался энергичной поддержкой со стороны конгрессменов, сосредоточенных на внедрении краткосрочных экономических мер для обеспечения своего политического будущего. В частности, медицинские расходы США относительно объемов национального ВВП почти в два раза превышают соотношение, характерное для стран OECD. Итог будет не менее удручающим. Примерно 70 миллионов человек не имеют доступа даже к минимальному набору медицинских услуг, а оценки Американской медицинской ассоциации (АМА) уже и без того унылы: каждый год регистрируется несколько десятков тысяч смертей, которых можно было бы избежать, если бы больные в критических состояниях или страдающие хроническими заболеваниями могли своевременно обратиться за помощью. Это политически непостижимо, как одна из богатейших стран мира не может позволить своим болеющим гражданам получать медицинскую помощь, так же как и тот факт, что система частного здравоохранения, в сущности, поспособствовала банкротству некоторых промышленных секторов экономики, в частности автомобилестроения.

финансирования программы TARP, ему больше не нужно тратить полученные деньги на означенные цели – выкуп проблемных активов; вместо этого он может использовать их как вздумается – например, для спасения разных утопающих, как то автопроизводителей, страховщиков, банков. Кто следующий – розница, авиакомпании или строители? Чтобы в полной мере насладиться этим идиотизм, пожалуйста, следуйте по ссылке <http://www.bailoutsleuth.com>

6. Галопирующий рост объемов мирового кредитного рынка – в одной Америке объем потребительских кредитов существенно превышал весь ВВП – внезапно остановился и резко пошёл в обратном направлении; всему миру следует опасаться кейнсианского парадокса сбережений.
 7. Мировой взрыв в сегменте нерегулируемых внебиржевых деривативов (OTC derivatives), в частности на рынке кредитных дефолтных свопов (CDS) с номинальной стоимостью в \$72 трлн. (и чистой стоимостью в \$2 трлн.), угрожает жизни на земле – своеобразные «финансовые орудия массового уничтожения», в терминологии Уоррена Баффетта. Хорошая новость заключается в том, что сейчас уже все отдадут себе отчёт в нависшей катастрофе. Однако плохо то, что никто не имеет ни малейшего представления о том, что теперь со всем этим делать...
 8. Мировой пузырь на рынке недвижимости; когда-то жителям Техаса приплачивали, только чтобы они согласились переезжать в многоквартирные дома (90% стоимости + 20% кредит за ипотечные издержки, что в итоге выливалось в 5% от всей суммы; в итоге счастливый покупатель уносил домой 5% налички от стоимости покупки и ключи от квартиры). Взлёт цен на недвижимость в Испании, Ирландии и Великобритании был не менее впечатляющим, чем в США. Естественно, рост финансировался с помощью кредитных средств; в конце концов мало у кого остались сомнения в том, что облигации CDOs – это беда, которая рано или поздно случится. Так оно и произошло.
 9. Неизбежный крах ипотечных агентств Freddie/Fanny, предсказанный аналитиками (такими как, например, Крис Вуд (Chris Wood), стратег из брокерского дома CLSA) ещё по крайней мере лет пять назад. Поскольку агентские облигации были основным каналом, по которому иностранные государства финансировали дефицит текущего платёжного баланса США, они автоматически становились частью официального американского госдолга.
 10. Крупный сегмент американского регионального банковского сектора стал следующей мишенью... по прогнозам, фонд страхования депозитов будет исчерпан уже к середине следующего года. Вашингтону потребуется ещё дополнительные \$50 млрд. Сущий пустяк, по сегодняшним стандартам...
 11. Американский автопром – ещё один усопший. Не «больной», а усопший. Нет ничего удивительно в том, что обанкротился сектор, который продолжал производить то, что он производил всегда (исходя из принципа *«терпим убытки из расчёта на единицу произведенной продукции, но зато компенсируем их с помощью объемов»*), в то время когда вседорожники пользовались всё меньшим спросом. Дело довершила несостоятельность американской системы здравоохранения, которая переложила медицинские расходы на работодателей. Стоимость GM отсутствует. Равна нулю. Учитывая то, что они ежегодно тратят примерно \$50 млрд., обсуждаемый пакет финансовой помощи в размере \$50 млрд. (половина из которых пойдет на покрытие медицинских расходов) попросту отложит неизбежное или будет использовано как простые «похоронные».
- До начала нынешней недели мы воспринимали как само собой разумеющееся тот факт, что правительство США непременно придёт на помощь своему автопрому; поразительно, но Буш сейчас «переплюнул» даже свои собственные стандарты полного непрофессионализма: он использует крупнейший промышленный сектор США в качестве заложника в своих дебатах с Конгрессом по поводу утверждения договора о свободной торговли с Колумбией <http://www.iht.com/articles/2008/11/11/america/11auto.php>
- Увы, но даже если американским автопроизводителям всё-таки удастся дожить до того момента, когда президентское кресло займёт Обама, федеральному правительству придётся взять на себя так же и их пенсионные обязательства и долги перед системой здравоохранения, что вполне может оказаться чёрной дырой, которая будет засасывать в себя безграничные денежные массы.

12. Чрезмерная зависимость восточноевропейских стран от притока европейского капитала; наиболее яркий пример – прибалтийские страны, текущий платёжный дефицит которых составляет до 20% от ВВП (значение, существенно превышающее то, которое мы наблюдали у наиболее обремененных долгами азиатских стран накануне кризиса 1998 года).
13. Обратная сторона медали заключается в том, что европейский банковский сектор предоставил восточноевропейцам крупные кредиты. Отсутствие углеводородных месторождений в этих странах было компенсировано щедрыми кредитными условиями, что привело к накоплению огромной суммы низкокачественного долга, который рано или поздно приведет к национализации некоторых или всех кредиторов. Мы рекомендуем тем нашим читателям, у которых есть депозиты в латвийских банках, побыстрее забрать оттуда свои деньги, пока Латвия ещё не пошла по следам своей соседки Исландии.
14. Скоро к власти в Вашингтоне придёт новое правительство, несколько менее тревожащееся о благосостоянии своих наиболее богатых граждан. Политический истеблишмент всё более склоняется влево. Можно ожидать прямой национализации широкого спектра активов – не только в финансовом секторе, но также в автомобильной промышленности, недвижимости и прочих сферах экономики, находящихся в сильной зависимости от заёмного капитала. Масштаб национализации вполне может затмить печально известную волну поглощений, прокатившуюся по Франции в 1982 году, когда у власти стоял первый жесткий социалист Миттеран...
15. Увеличивающаяся разница в уровне благосостояния граждан так называемых развитых стран, в которых объёмы потребления, вопреки стагнирующим корпоративным прибылям, стимулировались посредством культуры долгового кредитования и чрезмерного роста стоимости активов. Сейчас оба эти стимулятора стремительно сходят на нет. Ситуация была более-менее выносимой до тех пор, пока все слои населения разделяли общую иллюзию относительно растущего благосостояния. Отныне реальные экономические трудности и лишения будут не исключением, а правилом, что приведет к ожесточенной политической реакции. На показатели рентабельности приходилась всё большая доля ВВП – в ущерб заработным платам. Так больше не может продолжаться. К сожалению, на смену жадности и чёрствости правых придёт перегиб левых – повышенная регуляция, протекционизм и экономическая неэффективность.
16. Очевидно, что Китай чрезмерно сильно зависел от экспорта. Неочевидным было другое: что китайцам придется перестраивать всю свою экономическую систему предельно быстро. Сейчас первоочередная задача Китая заключается в том, чтобы переориентировать свою экономическую модель на внутреннего потребителя. Их финансово-экономическая модель, ориентированная на оказание поддержки американского потребления, была обречена на провал, и она в конце концов развалилась.
17. Сейчас ключевым игроком может стать Китай – не США. Темпы китайского экономического роста существенно замедлились, хотя, судя по сообщениям с места событий (из Шанхая), фактическое замедление не столь значительно, как это описывают СМИ. Рост экспорта замедлился, но всё равно остается в позитивной зоне. Рост в секторе недвижимости и многих промышленных секторах также замедляется после недавнего фантастического взлёта.
Говорят, что для осуществления стимулирующих экономических мер правительство Китая уже выделило около \$583 млрд., что составляет примерно 20% от ВВП. К счастью, в отличие от США Китай проводил противочиклическую фискально-денежную политику, благодаря чему сейчас располагает крупными денежными резервами. Мы ждём разъяснений относительно намерений китайского правительства по распределению этих средств.
18. К сожалению, Китай будет главным образом обеспокоен тем, чтобы спастись самому. Вероятнее всего, былой «даритель», казалось, неограниченных средств для США станет в ближайшем будущем менее щедрым. *Воистину интересный вопрос – где США найдут несколько триллионов долларов, срочно необходимых для того, чтобы предотвратить экономический взрыв. Быть может, печатный станок поможет?*
19. Если азиатские банки (за исключением Кореи) более-менее защищены от нынешнего кризиса (они стали более осторожными после того, как каких-то десять лет назад, во время последнего кризиса, рынок преподнес им на блюде их собственные головы), то

западную банковскую систему можно смело охарактеризовать как «липку» – ободранную липку. Очень скоро частный банк станет раритетом по обе стороны Атлантики. Позвольте привести всего лишь один пример: объем необслуживаемых долгов в испанских банках достиг примерно 400% – не так-то дурно по сравнению с Эквадором, где этот показатель вырос до примерно 600%. Если вы всю жизнь мечтали иметь мельницу где-нибудь в Андалузии, вперед – время пришло!

20. Расширение спредов в оценке рисков: риски возмутительно недооценивались из-за всеобщей гонки за повышенной доходностью, вызванной легкой доступностью денег (т.е. кредитов); сейчас мы наблюдаем за неизбежной реакцией: спреды достигли абсурдных уровней, а рынки перестали нормально функционировать. Быть может, для многих словосочетание «кризис ликвидности» звучит привычно скучно, но расслабляться не стоит: он повлечёт за собой ещё много созидательного разрушения.
21. Теневая банковская система и её прихлебатели – мутные, никому не подчиняющиеся, вездесущие силы – проникли в центр мировых финансовых рынков, а затем взорвали себя, как террористы-смертники. Краткосрочные коммерческие векселя, синтетические облигационные займы (CDO), мезонинное (промежуточное) финансирование, хеджфонды, прайм-брокеры, кредиты категории leveraged, высокодоходные бонды, структурные финансовые инструменты, забалансовое финансирование и прочее, и прочее, и прочее – всё это сейчас либо уже умерло, либо умирает. Даже если бы банки вдруг возобновили кредитование, оно бы не сумело заполнить образовавшиеся дыры. Построение теневой банковской системы заняло несколько лет; для того чтобы теперь создать жизнеспособную альтернативу, может потребоваться не меньше времени. Воистину, весь этот рост, основанный на стероидах, выдохся – частный капитал, дешевые деньги, секьюритизация и инвестиционный банкинг. Мы возвращаемся в финансовый Каменный Век. Наличные деньги вновь могут прийти весьма кстати.
22. Снижение цен на сырье наряду с внезапным изыманием кредитных средств из сегментов геологоразведки, сельского хозяйства и пр. подготавливает почву для продолжительного периода дефицита предложения и, соответственно, ответного роста цен. Конечно, многое зависит от того, как себя поведут Китай и Индия, однако это может стать предвестником экономической стабилизации в западных странах.
23. Американская долговая яма, о которой мы так много рассуждали выше. Сейчас доллар занимает относительно сильные позиции благодаря репатриации капитала, а также закрытию операций типа carry trades. Но как только вся штукатурка отвалится и перед всем миром предстанет неприглядная картина неконтролируемого американского долга, мы отойдем в сторону. Вот когда золотые жуки (т.е. держатели золота) смогут нанести ответный удар...
24. Читатель может дополнить этот список своими любимыми мыслями и соображениями, изложив дополнительные угрозы на свободном месте, оставшемся на этой странице, или на обратных сторонах последующих страниц. Этот список может быть длинным и с каждым днем становится всё длиннее...

Воображая невообразимое: Надвигающийся кризис

Триллион здесь/Триллион там... (и скоро вы наконец заговорите о настоящем деньгах)

В недавнем обзоре мы заметили, что кредитные дефолтные свопы по гособлигациям США начинают торговаться на уровнях, значительно превышающих те, которые характерны для безрисковых бумаг, – 40 базисных пунктов. Недавно спред сузился до 34 б.п., однако наиболее существенным кажется тот факт, что **гособлигации США более не рассматриваются как эталон качества.** Согласно данным Bloomberg'a (SOVR <GO>), дефолтные свопы по немецким казначейским облигациям сейчас на 20% дешевле своих американских аналогов, тогда как риски, свойственные французским гособлигациям, оцениваются так же, как риски американские (настоящий удар по американскому самолюбию!). Если бы у Швейцарии были такие кредитно-дефолтные свопы по гособязательствам, то они совершенно точно торговались бы дешевле CDS всех вышеуказанных стран. Уже много было сказано о расширении спредов между Германией и восточно- и южноевропейскими странами; мы также хотели бы отметить, что весьма вероятно расширение спредов между Германией/Францией и Соединенными Штатами.

Благодаря тому, что администрация Буша осуществляет высокоциклическую кредитно-денежную политику, США уже живут в состоянии масштабного и растущего государственного дефицита, частично замаскированного при помощи бухгалтерских фокусов. По оценкам специалистов из Merrill'a, в 2009 году американский госдефицит превысит отметку в один триллион долларов (не считая программу TARP), что составит 7% от объема национального ВВП, причём годовые процентные платежи будут равняться половине всего долга, т.е. \$500 млрд. ежегодно. Но даже это может показаться несколько оптимистичным, учитывая средства, необходимые для поддержания огромной армии безработных, для оказания помощи гибнущим промышленным и финансовым компаниям, муниципалитетам и прочим

скелетам, которые то и дело выпадают из разных, давно забытых шкафов. И это не считая предоставления срочной помощи американскому потребителю.

Совершенно очевидно, что перед тем, как дела пойдут на поправку, они точно ухудшатся. Уровень безработицы стремительно повышается: по прогнозам, в 2009 году он может достичь 8.5%, хотя опять-таки и этот прогноз может оказаться чрезмерно оптимистическим. На самом деле, если использовать международные стандарты в оценке состояния рынка труда (т.е. учитывать так называемых discouraged workers (работников, отчаявшихся в поиске работы), marginally attached workers (работников, слабо связанных с рынком труда), а также занятых в собственном бизнесе (self-employed workers) – за отсутствием иной альтернативы), то уровень американской безработицы уже составляет примерно 11%. Таким образом, если бы США приняли поистине эффективный пакет мер по симулированию экономики, то американский госдефицит мог бы взлететь аж до... 13% от ВВП. Привет Эквадору!

Итак, напрашивается очевидный, но от этого не менее болезненный вопрос. Рано или поздно Соединенные Штаты, эмитент мировой резервной валюты, увеличит объем своего долга на еще несколько триллионов долларов и будет стоять перед необходимостью выплачивать фантастические проценты по накопившимся обязательствам. И тут возникает небольшая дилемма. Либо грядущие поколения затянут пояса и начнут отчаянно экономить, чтобы суметь расплатиться по долгам, причём, стараясь придерживаться принципов кредитно-фискальной ортодоксии, американские граждане будут переживать двойные лишения – высоченные налоги а-ля Швеция и затухающий экономический рост. Либо этот выход из ситуации покажется политически неудобоваримым, и будет принято решение – сознательно или нет – попросту «сдуть» долг с помощью инфляции.

Ваш покорный слуга пока воздержится от прогнозов относительно дальнейшей траектории движения Великого Кредитного Взрыва, однако хотелось бы напомнить, что мы верно предсказали многие черты нынешнего кризиса, хотя и упустили из виду его жизненно важные международные последствия. Итак, никаких сомнений не

вызывает следующая мысль: что процесс избавления мировой финансовой системы от чрезмерной зависимости от одного-единственного игрока никогда не будет ни безболезненным, ни гладким.

Монетизация американского госдолга (если она всё-таки состоится) будет отчаянной мерой, которая будет предпринята только после того, как все остальные варианты выхода из кризиса окажутся исчерпанными. Совершенно точно это приведет к тектоническим переменам в мировом

экономическом ландшафте и повлечет за собой резкое перераспределение экономической власти в мире. Мы ещё бесконечно далеки от того, чтобы делать какие-либо окончательные умозаключения относительно последствий этого события. Эти последствия так же трудно предсказать, как то, какой была бы теория эволюции Дарвина (или, предположим, британская парламентская система), если бы углерод был пентавалентным, а не четырехвалентным.

Примечание I

Поскольку Ваш покорный слуга в первую очередь является стратегом по России, некоторые читатели могут посчитать наши размышления о состоянии экономики США неуместными. Поэтому мы решили прикрепить к этому обзору небольшую заметку, написанную одним из наиболее проницательных экономистов Америки, работающим в наиболее уважаемой в мире финансовой компании. Самое интересное начинается с шестой строки.

11 Глава будет способствовать более последовательной реструктуризации

Нас продолжают уверять, что добровольное объявление о банкротстве в согласии с главой 11 будет для компании GM сущей катастрофой – отнюдь не так, по нашему мнению. Напротив, это позволит компании последовательно реорганизовать свои долги и откроет возможности для новых контрактов – ликвидация происходит в случае главы 7, а не 11. Наибольшая проблема, связанная с предоставлением помощи всем, заключается в том, что, в отличие от Гувера в 1930 г., Японии в 1990 г. и Буша в 2000 г., сейчас Казначейство США вступает в состояние рецессии не с хорошо сбалансированным бюджетом в руках, а с государственным дефицитом, который уже составляет рекордные 7% от ВВП. И поскольку мы сейчас говорим о том, что реален риск увеличения спада производства с нынешних 2% до более чем 8% к концу 2009 года, то размер более-менее эффективного пакета мер по стимулированию экономики должен быть равен, по крайней мере, 750 млрд. долл. плюс расходы на смягчение дефляционного давления на частный сектор. Время покажет, можем ли мы себе позволить обслуживать долг, объем которого приблизится к 13% от ВВП, но что-то нам подсказывает, что если бы не ФРС, которая продолжает в огромных количествах печатать деньги, нам будет трудно найти покупателей для долговых обязательств таких масштабов. Даже Япония в своё время остановилась на уровне госдолга, равного 10% от ВВП, причём большая часть гособлигаций этой страны находится в руках внутренних инвесторов, а не в портфелях иностранных центробанков.

Дэвид Розенберг (David Rosenberg), экономист Merrill Lynch

Примечание II

Экономика США: Жертвоприношение⁴

Ни одна страна не может избрать правительство более коррумпированное, воинственное, пристрастное и – в особенности – непрофессиональное, как правительство Буша, и рассчитывать при этом, что ему за этого ничего не будет. Ваш покорный слуга предоставит учёным мужам возможность рассуждать о войнах, обреченных на провал, о дискредитации роли международных организаций, о падении американского влияния и престижа⁵, об отчуждении, возникшем между США и их бывшими и потенциальными союзниками. Вместо этого мы сосредоточимся на жёстких экономических реалиях.

Спасибо божественному провидению, которое частично восстановило нашу веру в мировую справедливость: экономика США взлетела на воздух не через несколько месяцев после того, как администрация Буша отошла от власти, как рассчитывали разработчики первого пакета мер по стимулированию экономики, но за шесть месяцев до того, как пробил час X. Времени как раз достаточно для того, чтобы электорат исполнился праведного гнева в адрес республиканцев.

Не только американцам, но всему миру придётся расхлёбывать последствия непрофессионализма одного-единственного человека, а также сбоев в функционировании политической системы, которая привела его к власти. И для этого потребуется несколько лет, а может быть и десятилетий.

Ваш покорный слуга воспользуется возможностью поздравить наших американских друзей с недавней сменой политического режима. Мы очень плохо осведомлены о том, каких именно принципов придерживается господин Обама, но тут у нас – неплохая компания. Возникает такое впечатление, что каждый экстраполирует на него свои ожидания. Итак, исходя из нашей точки зрения и глубокого инстинктивного предчувствия, он может оказаться одним из воистину великих американских президентов.

Мы неоднократно утверждали, что само существование администрации Буша является свидетельством *prima facie* того, что что-то в нынешней политической системе непоправимо испортилось. Поразительным является тот факт, что народ – вопреки призывам к его животным инстинктам – отдал (весьма убедительно) своё предпочтение чернокожему американцу, обладающему исключительными интеллектуальными способностями (и, безусловно, настоящей человечностью и способностью сопереживать другому). Судя по всему, в нынешней политической системе ещё теплится жизнь.

Победа Маккейна была бы слишком чудовищной катастрофой, чтобы сейчас о ней рассуждать: детище американской военной машины (который оказался в лагере для военнопленных после воздушных налётов на мирно спящие вьетнамские деревушки) и вашингтонского политического истеблишмента, он совершенно точно так и не смирился с мыслью о том, что мировая гегемония США закончилась. Его партнёр по президентской гонке – Сара Пейлин – настоящая карикатура, американский ответ итальянской Чиччолине (хотя куда менее человечная и трогательная в своём человеческом несовершенстве). Мысль о том, что она могла оказаться в кресле американского президента, вселяет не меньше ужаса, чем приход к власти в Пакистане талибов.

Во время президентства Обамы США научатся делить мир не на клиентов и рабов, а на союзников и оппонентов, выстраивать диалог, а не пускаться в необдуманные военные

⁴ «Жертвоприношение» – название последнего фильма великого русского режиссера Тарковского; его другие работы включают в себя «Сталкер», «Зеркало» и «Солярис»; последний из них – «Солярис» – сыграл большую роль в том, что Ваш покорный слуга оказался вынесенным на российские берега, чем произведения Достоевского, Гоголя и Лермонтова вместе взятых.

⁵ Хотя приход президента Обамы совершенно точно принесет заметные улучшения, фундаментальный сдвиг уже произошёл, особенно в развивающихся странах; учитывая надвигающийся экономический хаос, этот сдвиг в отношении к США едва ли изменится.

авантюры, искать компромисс, а не пытаться насадить по всему миру Pax Americana. В условиях экономического спада военные расходы нужно не сокращать – их нужно **ликвидировать** (немедленно продавайте акции компаний ВПК!). Следует удовлетворять социальные нужды людей, и это – в условиях головокружительного бюджетного дефицита.

Во время предвыборной гонки обе партии – и республиканцев, и демократов – озвучили нереалистичные лозунги. Очевидно, что честное заявление – что кто-то должен платить и за многотриллионные пакеты экономических мер, и за войны – показалось обоим кандидатам политически неприемлемым; соответственно, оба пообещали снизить налоги. Что касается России, Маккейн отличился типичным для неоконсервативного мачо пренебрежением фактами; учитывая полное невежество американского электората в вопросах восточноевропейских реалий, Обаме не оставалось ничего иного, как попытаться перещеголять Маккейна. Нас это особенно не беспокоит: когда будет нужно, он посмотрит правде в глаза и постарается найти обоюдовыгодные решения; возобновление дорогостоящей холодной войны – это последнее, что может прийти ему в голову.

Предвыборные обещания будут благополучно забыты, как только забрезжит первый бодрящий луч рассвета. Первое, что должен сделать Обама, – это объяснить американцам, пробуждающимся от шестимесячного сна, насколько плоха экономическая ситуация в стране, а также сколько боли и жертв они должны будут вытерпеть для того, чтобы исправить то, что натворил предыдущий президент. Если ему не удастся это сделать, то вскоре ему придётся отвечать за чужие грехи.

Нам не приходит на ум ни один человек, более профессиональный, чем господин Обама, который смог бы провести США по пути, который вероятнее всего будет весьма болезненным, лучше, чем он. Повторимся: мы от всей души желаем ему удачи – и очень ему не завидуем: ему предстоит проделать очень трудную работу.

Примечание III

ВТОРОЕ ПРИШЕСТВИЕ

Уильям Батлер Йейтс «Второе пришествие»

Все шире - круг за кругом - ходит сокол,
Не слыша, как его сокольник кличет;
Все рушится, основа расшаталась,
Мир захлестнули волны беззаконья;
Кровавый ширится прилив и топит
Стыдливости священные обряды;
У добрых сила правоты иссякла,
А злые будто бы остервенились.

Должно быть, вновь готово откровенье
И близится Пришествие Второе.
Пришествие Второе! С этим словом
Из Мировой Души, Spiritus Mundi,
Всплывает образ: среди песков пустыни
Зверь с телом львиным, с ликом человеческим
И взором гневным и пустым, как солнце,
Влачится медленно, скребя когтями,
Под возмущенный крик песчаных соек.
Вновь тьма нисходит; но теперь я знаю,
Каким кошмарным скрипом колыбели
Разбужен мертвый сон тысячелетий,
И что за чудище, дождавшись часа,
Ползет, чтоб вновь родиться в Вифлееме.

1918; пер. Г. Кружкова

Мы даем нашим читателям «добро» на бесплатную рассылку обзоров «Истина и красота (... и российские финансы)» всем заинтересованным лицам. Подписка также бесплатна: пожалуйста, присылайте запрос на адрес krausmoscow@yahoo.com

Мы всегда признательны тем нашим читателям, которые настолько добры, чтобы пересылать нам любопытные аналитические обзоры – аналитические продукты инвестбанков, ежемесячные «опусы» хеджфондов и пр.

Данный документ носит исключительно осведомительный характер, и никакая информация или мнение, изложенные выше, не содержат рекомендацию или совет купить или продать пай в каком-либо фонде, ценную бумагу или опцион, фьючерс или какой-либо иной производный финансовый инструмент, имеющий отношение к ценным бумагам.

Инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается повышенными рисками, в силу чего подходит далеко не всем инвесторам. Настоящий обзор опирается на информацию, которую мы считаем достоверной; однако данная информация предоставляется исключительно в качестве материала для дальнейшего размышления, и, принимая инвестиционное решение, не следует полагаться исключительно или частично только на данную информацию. В частности, инвестирование в ценные бумаги, включая ценные бумаги развивающихся рынков, связано с высокой степенью риска, и инвесторам рекомендуется проводить независимый анализ рынка (due diligence) перед тем, как принимать инвестиционное решение.

Предыдущие результаты торгов не являются неременной гарантией будущих результатов торгов. Некоторые инвестиции могут быть подвержены внезапному и резкому снижению стоимости, и в итоге инвестиционной деятельности клиенты могут получить меньше, чем они инвестировали изначально, или понести потери.

Изменения курсов валют, процентных ставок или других финансовых параметров могут оказать отрицательное влияние на стоимость ценных бумаг и инвестиционные потребности клиентов. Мы рекомендуем инвесторам обращаться за помощью профессиональных финансовых консультантов в вопросах, касающихся возможных результатов инвестирования в тот или иной финансовый инструмент (в том числе в вопросах налогообложения).

Некоторые ценные бумаги могут оказаться неликвидными; адекватная оценка инвестиционной эффективности и риска, которому клиенты себя подвергают, может вызывать серьезные трудности.

Следует допускать, что автор и/или фонды, которым он оказывает консультационные услуги, могут держать как короткие, так и длинные позиции по тем или иным обсуждаемым в настоящем обзоре финансовым инструментам или производным ценным бумагам.

Инвесторам следует помнить, что рынки, как развивающиеся, так и вполне развитые, подобно кошкам и собакам, могут начать вести себя так, как им заблагорассудится, и иногда для того, чтобы уцелеть, требуется немалое везение. Сохраняйте бдительность во всех своих делах. Удачи!

ООО Финансовая корпорация ОТКРЫТИЕ © 2008; Эрик Краус © 2008.

© Эрик Краус krausmoscow@yahoo.com и Финансовая корпорация «ОТКРЫТИЕ» www.open.ru 21 ноября 2008

Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг или других финансовых инструментов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Информация, содержащаяся в аналитическом отчете, не преследует каких-либо конкретных инвестиционных целей, а также не имеет непосредственного отношения к какой-либо финансовой ситуации или потребностям какого-либо получателя данной информации. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета, однако Компания не дает никаких гарантий относительно точности, полноты или надежности информации, содержащейся в настоящем аналитическом отчете. Мнения, изложенные выше, совпадают с тем мнением, которого придерживается Компания на момент выхода аналитического отчета. Компания сохраняет за собой право изменять свое мнение без предварительного предупреждения, а также Компания не берет на себя обязанность обновлять информацию, содержащуюся в настоящем аналитическом отчете. Компания и ее сотрудники не несут никакой ответственности за возможный урон или потери, понесенные в результате использования информации, содержащейся в настоящем аналитическом отчете.

Инвестиционная деятельность в целом связана с определенной степенью риска, включая риск потери денег. Инвестиционные решения, изложенные в настоящем аналитическом отчете, могут подходить не всем инвесторам. Инвесторам следует принимать независимые инвестиционные решения, исходя из собственных финансовых целей и финансовых ресурсов, и, в случае возникновения каких-либо сомнений, инвесторам следует обращаться за помощью профессионального инвестиционного консультанта. Предыдущие результаты торгов не являются неперменной гарантией будущих результатов, и в итоге инвестиционной деятельности инвестор может получить сумму, объем которой будет меньше первоначально инвестированной суммы. Ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям валютных курсов, которые могут иметь отрицательное влияние как на стоимость ценной бумаги, так и на прибыль, получаемую от инвестиции. Кроме того, инвесторы, вкладывающие деньги в ценные бумаги, стоимость которых зависит от курсовых движений иностранных валют, должны помнить, что они берут на себя валютный риск. Инвестиции в Россию и российские ценные бумаги связаны с риском, и инвесторам следует проводить независимый анализ рынка (due diligence), прежде чем принимать инвестиционное решение.

Иногда Компания может предоставлять услуги в области инвестиционного консультирования или какие-либо иные услуги компаниям, упомянутым в настоящем аналитическом отчете. Следовательно, Компания может иметь доступ к той информации, которая не будет отражена в настоящем аналитическом отчете, и Компания может использовать данную информацию или действовать на основе данной информации до того, как она будет опубликована. Кроме того, сама Компания, ее руководители и/или сотрудники могут держать длинные позиции по финансовым инструментам, упомянутым в настоящем аналитическом отчете, и время от времени могут наращивать позиции или продавать эти финансовые инструменты. Публикация и распространение настоящего аналитического отчета могут быть ограничены и осуществляться только в рамках определенной юрисдикции. Лица, получившие доступ к настоящему аналитическому отчету, должны сами ознакомиться с подобными ограничениями и выполнять эти требования.