

Мошенский С. З.

# **Хаос и синергия**

**Рынок ценных бумаг  
постиндустриальной эпохи**

Киев

2018

УДК 336.761:316.324.8  
М87

Мошенский С. З. Хаос и синергия. Рынок ценных бумаг постиндустриальной эпохи / С. З. Мошенский. – К.: ВБ «Випол», 2018. – 504 с.

ISBN: 978-966-97785-1-2

Эта книга – о постиндустриальной эпохе, финансовом капитализме и ценных бумагах. О постиндустриальной эпохе заговорили с конца 1980-х годов, когда информационная революция и глобализация стали быстро изменять жизнь людей во многих странах. Однако истоки этой эпохи скрыты гораздо раньше, в середине XX века. Тогда, в годы послевоенного подъёма, индустриальный капитализм достиг своего наибольшего подъёма. На этом он исчерпал свои возможности и начался его системный кризис. Истории рынка ценных бумаг постиндустриальной эпохи посвящена новая книга Сергея Мошенского, охватывающая время от Бреттон-Вудской конференции 1944 года (когда были заложены основы современной мировой финансовой системы) до глобального финансового кризиса 2007–2009 годов. Книга «Хаос и синергия» завершает многолетние исследования истории рынка ценных бумаг и является продолжением книг «Зарождение финансового капитализма» и «Между Лондоном и Парижем».

ISBN: 978-966-97785-1-2

© Мошенский С. З. 2018

# Содержание

Глобализация, постиндустриальная эпоха и финансовый капитализм	9
--	---

## Часть 1

### На подступах к постиндустриальной эпохе (1944–1980)

В годы Второй мировой войны	
<i>Мировые рынки ценных бумаг в годы войны</i>	15
<i>Облигации военных займов в США</i>	16
<i>Рынок корпоративных бумаг в военные годы</i>	17
<i>Последствия Второй мировой войны в США</i>	17
Послевоенное восстановление	
<i>Бреттон-Вудская конференция</i>	19
<i>Рак Америка</i>	20
<i>План Маршалла</i>	23
<i>Великобритания: остатки былого величия</i>	24
<i>Западная Германия: начало экономического чуда</i>	27
<i>Франция. Триумф государства продолжается</i>	29
<i>Япония на новом пути</i>	31
Игры «быков» и «медведей». Американский рынок ценных бумаг в 1950–1960-е годы	
<i>Послевоенный рост рынка ценных бумаг</i>	33
<i>Дело «Соединенные Штаты против Моргана»</i>	38
<i>Начало подъема 1950-х годов</i>	40
<i>Спад 1955 года и новый подъем</i>	44
<i>Нестабильность на рынках в начале 1960-х годов</i>	47
<i>Мода на конгломераты</i>	49
<i>Взаимные фонды</i>	52
<i>Бернард Корнфилд</i>	53
<i>Equity Funding Corporation</i>	57
<i>Итоги эпохи «бычьего» рынка 1950–1960-х годов</i>	60
Спад в 1970–1981-е годы	
<i>Экономическая политика президента Никсона</i>	62
<i>Нефтяной шок</i>	65
<i>Кризис идеи социального государства</i>	67
<i>Спад во второй половине 1970-х годов</i>	69
<i>Изменения в политике ФРС</i>	72
Финансовые инновации 1970-х годов	
<i>Создание NASDAQ</i>	75
<i>Взаимные фонды денежного рынка</i>	76
<i>Расцвет рынка деривативов</i>	76
<i>От рынка евродолларов к рынку евробондов</i>	80
<i>Распространение ипотечных бумаг</i>	90

## Часть 2

### **Информационная революция и ценные бумаги в 1980-е годы**

Реструктуризация индустриального капитализма	
<i>Эпоха восьмидесятых</i>	93
<i>Компьютерная революция</i>	94
<i>Рональд Рейган и Маргарет Тетчер.</i>	96
<i>Либерализация мировых рынков ценных бумаг</i>	103
<i>Спад начала 1980-х в США</i>	105
<i>Укрепление доллара и новый подъём</i>	106
<i>Долговой кризис</i>	108
Взрыв на рынке ценных бумаг	
<i>Начало роста рынка облигаций</i>	110
<i>Salomon Brothers</i>	114
<i>Новые веяния на рынке ценных бумаг</i>	119
<i>Иностранные инвесторы в Америке</i>	123
Япония в 1980-е годы. От бума к рецессии	
<i>Начало бума</i>	126
<i>Особенности японского подъёма</i>	133
<i>Обвал рынка в 1990 году</i>	135
<i>Путь «Тойоты»</i>	139
Кризис 1987 года	
<i>Причины дестабилизации</i>	141
<i>Начало кризиса</i>	142
<i>Споры о природе кризиса</i>	148
<i>Расследование событий 1987 года.</i>	150
<i>Уход с рынка инвесторов</i>	151
Финансовая политика Дж. Буша и его разногласия с ФРС	152
Майкл Милкен и рынок «мусорных» облигаций	
<i>«Мусорные» облигации</i>	154
<i>Появление идеи</i>	155
<i>Работа в компании Drexel</i>	157
<i>Милкен возвращается в Лос-Анджелес</i>	161
<i>Калифорнийские фестивали Милкена</i>	164
<i>Расцвет рынка junk bonds</i>	165
<i>Увлечение агрессивными поглощениями</i>	167
<i>Виктор Познер</i>	172
<i>Айвен Боэски</i>	173
<i>Суд над Майклом Милкеном</i>	175
<i>Милкен через 25 лет</i>	178
Кризис ссудно-сберегательных ассоциаций	179
Рынок ипотечных ценных бумаг	
<i>Ипотечные закладные (home mortgage)</i>	184
<i>Mortgage backed securities</i>	186
<i>Секьюритизация активов</i>	187



<i>Salomon Brothers и секьюритизация активов</i>	194
<i>Появление Collateralised Mortgage Obligation</i>	197
Биржи и мировые центры операций с ценными бумагами	
«Большой взрыв» 1986 года на Лондонской бирже	200
Нью-Йоркская биржа в 1980-е годы	204
Токийская биржа в 1980-е годы	206
Информационная революция на мировых биржах	207
Итоги десятилетия	209

### Часть 3

## Бурные девяностые

Бурные девяностые	213
<i>И снова глобализация</i>	214
<i>Возникновение креативного класса</i>	218
Спад 1990–1992 гг.	221
<i>Банкротство Orange County</i>	222
Начало подъема середины 1990-х годов	
<i>Наступление «быков»</i>	223
<i>Финансовая политика Билла Клинтона</i>	226
«Новая экономика»	230
<i>Эффект богатства</i>	232
Интернет-бум	
<i>Доступность информационных технологий</i>	233
<i>Появление электронного трейдинга</i>	236
<i>Ник Лисон</i>	237
Спекулятивный пузырь на рынке акций	240
Профицит бюджета	242
Кризисы развивающихся стран	
«Азиатский вирус»	243
<i>Российский дефолт</i>	246
Управление рисками	
<i>Первые хедж-фонды</i>	248
<i>Джулиан Робертсон и хедж-фонд Tiger</i>	250
<i>Джордж Сорос и Quantum Fund</i>	252
<i>Уоррен Баффет – «провидец из Омахи»</i>	257
<i>Ажиотаж вокруг хедж-фондов в 1990-е годы</i>	261
<i>Алхимия финансов</i>	263
<i>Крах фонда Long Term Capital Management</i>	265
Бум «доткомов»	270
Институциональные инвесторы	273
<i>Пенсионные фонды</i>	275
<i>Взаимные фонды</i>	276
<i>Институционализация рынка ценных бумаг</i>	280
Глобальный рынок ценных бумаг	
<i>Ценные бумаги в эпоху Интернета</i>	281
<i>Рынок облигаций</i>	285

<i>Мировой рынок акций</i>	289
Столицы капитала	
<i>Нью-Йорк</i>	296
<i>Лондон</i>	298
<i>Токио</i>	300
<i>Биржи континентальной Европы</i>	301
Финансовая цивилизация	307

## Часть 4

### Глобальное казино

Эпоха нулевых	313
Спад 2000–2001 годов	
<i>Кризис «доткомов» и его последствия</i>	315
<i>Начало «мягкой рецессии»</i>	320
<i>11 сентября 2001 года</i>	322
<i>Откат глобализации</i>	325
<i>Скандал вокруг Enron</i>	326
<i>Угроза дефляции</i>	329
Бум прямых инвестиций	
<i>Немного об истории слияний и поглощений</i>	331
<i>Волна прямых инвестиций в 2000-е годы</i>	333
<i>Новый стиль – deal makers</i>	335
<i>Стив Шварцман и Blackstone</i>	338
Рынок ценных бумаг и мировые биржи	
<i>Мегабанки и хедж-фонды</i>	342
<i>Немного статистики</i>	343
<i>Биржи в 2000-е годы</i>	345
Мир трейдеров	
<i>Новый мир</i>	351
<i>Доходы трейдеров</i>	354
<i>Кен Гриффин и Джеймс Саймонс</i>	355
<i>Стиви Коэн</i>	356
<i>Безумные прибыли в 2007 году</i>	357
<i>Джон Полсон</i>	358
<i>Мода на бонусы</i>	360
<i>От риска к мошенничеству</i>	361
<i>Трейдеры и банки</i>	362
<i>Гринвич, столица хедж-фондов</i>	362
<i>Стриптиз и кокаин</i>	363
И снова Лондон	
<i>Трейдеры в Англии</i>	365
<i>Русские миллиарды</i>	366
<i>Соперник Нью-Йорка</i>	367
Возвышение Китая	
<i>На пути реформ</i>	368
<i>Аутсорсинг и постиндустриальная мечта</i>	373

<i>Симбиоз США и Китая</i>	376
Подъем на рынке недвижимости	379
Финансовое лобби	383
<i>Откачка лучших умов</i>	385
<i>«Акт о банкротстве» 2005 года</i>	386
<i>«Доктрина Рубина»</i>	388
<i>Секреты Fannie Mae</i>	390
<i>«Доктрина Гринспена»</i>	393
Глобальный дисбаланс сбережений и инвестиций	398
Упадок Америки?	400

## Часть 5

### Конец великой эпохи (кризис 2007–2009 годов)

Чёрный лебедь	403
Перед бурей	404
<i>Конец великого кредитного пузыря</i>	410
<i>Проблема глобальной недооценки риска</i>	410
<i>Мина замедленного действия: CDS</i>	411
Начало спада на рынке недвижимости	413
Приближение кризиса	415
<i>Индекс ABX вызывает тревогу</i>	416
Первые банкротства хедж-фондов	417
<i>Структурированные инвестиционные компании</i>	419
Начало дефолтов	
<i>BNP Paribas</i>	421
<i>Кризис банковского кредитования</i>	423
<i>Northern Rock</i>	425
<i>Помогут ли азиатские инвесторы?</i>	426
<i>Списание проблемных активов</i>	427
И снова Bear Stearns	428
Проблемы Fannie Mae	431
Так что же произошло с Merrill Lynch?	434
American International Group (AIG): на грани краха	437
<i>AIG Financial Products</i>	438
<i>Джо Кассано</i>	439
<i>Погружение в мир CDS</i>	439
А чем занимался в это время Goldman?	
<i>В тени раздутого бренда</i>	445
<i>Большая игра на понижение</i>	448
<i>Джон Полсон и хедж-фонд Paulson &amp; Co</i>	449
<i>Другие игроки на понижение</i>	450
<i>Убытки инвесторов</i>	453
<i>Расследование большой игры на понижение</i>	454
Крах Lehman Brothers	456
Волна паники	464

План Генри Полсона	465
Распространение кризиса в мире	469
Завершающий аккорд: Бернард Мэдофф	475
Эпоха «Великой рецессии»	478
Виноват ли финансовый капитализм? Уроки кризиса	483
<b>Литература</b>	487

## **Глобализация, постиндустриальная эпоха и финансовый капитализм**

Какой оптимистичной и безмятежной теперь кажется, несмотря ни на что, жизнь на рубеже тысячелетий. Такой она была, пока не разразился кризис 2008 года. Противостояние между сверхдержавами закончилось ещё в 1990-е годы, и все вздохнули с облегчением. Постиндустриальная эпоха с её персональными компьютерами, мобильными телефонами, массовым распространением Интернета сильно изменила повседневную жизнь. Многие думали, что люди будут меньше работать и станут богаче. А главное – свободнее. И это было похоже на правду.

Благодаря экономическому росту и доступности кредита то, что ещё недавно было невозможным, стало реальностью. Новые дома и квартиры, дорогие автомобили, всякая модная техника и бытовая электроника, поездки на отдых в далёкие страны, о которых раньше даже и не мечтали. Что там говорить, благополучные были годы. Все считали, что уж теперь-то рост богатства будет продолжаться бесконечно – действительно, что ему может помешать? Доходы будут только увеличиваться, как и цены на недвижимость.

Каждое поколение так думает. И думало в прошлом, которое быстро забывается. Не стоит кого-то в этом винить, потому что так устроен наш мир. Предвидеть, как будут развиваться события, не может никто. А финансовые рынки – это ведь не банкомат, где ввёл цифры и получил свои деньги. Они капризны, как избалованные дети, хотя это не значит, что рынки хаотичны и действуют случайно. На первый взгляд, вся история человечества может показаться сплошным хаосом, в котором незначительные события приводят к большим и непредсказуемым результатам. На самом деле она не настолько хаотична – в ней действуют принципы, которые не сразу понятны. Так и финансовые рынки – кажущийся хаос, царящий на них, подчинен сложным закономерностям, и эта синергия создаёт в финансовом мире взаимосвязанность всего со всем.

Богатое, лёгкое и приятное докризисное время совпало с глобализацией, когда люди, товары и капиталы стали перемещаться по миру легко, как никогда. Можно спорить, когда началась эта волна, но наиболее заметной глобализа-

ция была два десятилетия – в 1990-е и в 2000-е годы. В центре глобализованного мира оказалась Америка. Не всем это нравилось, но реальность была такой и нет смысла закрывать на это глаза. Штаты не только были, но и до сих пор остаются крупнейшей экономикой и финансовым центром мира.

Плоды глобализации в те годы почувствовали все. Или почти все. Тогда стали жить лучше многие люди в самых разных странах – и развитых, и не очень. Но после кризиса 2007–2009 годов начался откат глобализации. Кризис изменил структуру мировой экономики, и в ней появились новые центры притяжения – Китай и другие страны Азии. Стала расти политическая напряженность, и глобальные финансовые рынки сейчас уже далеко не такие единые, как в докризисные годы. Когда после кризиса началась рецессия, её сразу назвали «Великой рецессией» по аналогии с «Великой депрессией» 1930-х годов. На деле рецессия оказалась не такой уж великой и через пару лет закончилась. Да и откат глобализации стал не настолько глубоким, как казалось сразу после кризиса. Сколько он ещё будет длиться, никто не знает. Но всякий откат – дело временное. Как смена пор года. После лета неизбежно наступает зима, а после зимы – снова лето.

Мало кто помнил в конце XX века, что это не первая волна глобализации. Сто лет назад уже была похожая волна, хотя в центре её была не Америка, а Британия. Люди, товары и капиталы так же свободно циркулировали по миру, роль самолетов выполняли океанские пароходы, а вместо Интернета были телеграф и телефон. Потом началась Первая мировая война, и британской глобализации пришел конец. А мрачные 1930-е годы и эпоха «Великой депрессии», когда над миром повеял ветер фашизма и назревала новая война, заслонили собой в памяти поколений оптимистичную довоенную «прекрасную эпоху» – Belle Époque. Раньше были и другие, почти забытые волны глобализации. Ведь все великие империи древности (начиная с Александра Македонского) и особенно колониальные империи – это попытки создать единое экономическое и культурное пространство, связывающее разные страны и народы.

А ещё богатое докризисное время совпало с «информационной эпохой», а точнее – с эпохой постиндустриальной. Впервые слова «постиндустриальная экономика» прозвучали в далёком 1973 году, когда появилась книга Дэниела

Белла «Грядущее постиндустриальное общество»<sup>1</sup>. Вначале теория постиндустриального общества воспринималась как экзотическая и далёкая от реальности идея, интересовавшая лишь узкие круги продвинутых интеллектуалов. В те годы о компьютерах слышали только немногие специалисты, и Белл ничего не говорил об информационной революции. Для него основная особенность постиндустриальной экономики – преобладание сферы услуг, сервисного сектора над индустриальным и аграрным секторами<sup>2</sup>.

Когда к началу 1990-х годов в США доля рабочей силы, занятая в сервисном секторе экономики, выросла до 77% (а в индустриальном секторе сократилась до 18%), постиндустриальная экономика из смелых прогнозов Белла превратилась в реальность. В те годы для многих слова «сервисный сектор экономики» ассоциировались с информационными услугами – ведь становление постиндустриальной экономики по времени совпало с компьютерной революцией. Отношение к идеям постиндустриализма было преимущественно позитивным и оптимистичным. Тогда верили, что постиндустриальная экономика открывает новые возможности в самореализации, а труд приобретает творческий характер. Трудно не согласиться с этим.

А что дала постиндустриальная эпоха для финансовых услуг и финансовых рынков? Финансовые операции (в том числе с ценными бумагами) стали происходить в режиме реального времени. Сто лет назад, когда мировые биржи и финансовые центры связал телеграф, об этом можно было только мечтать. Потому что телеграф всё-таки мало похож на Интернет, как телефон столетней давности – это даже не отдаленное подобие смартфона.

В конце XX века доступ инвесторов на глобальные финансовые рынки радикально упростился. Разветвлённая сеть финансовых посредников и соответствующие сервисы в Интернете дают возможность инвестору из какой угодно точки мира вложить свои деньги в любые операции. Нужен только доступ к Сети. И капитал, конечно. А сама структура финан-

---

<sup>1</sup> Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество. Опыт социального прогнозирования / Д. Белл. – М.: Academia, 2004.

<sup>2</sup> Сама по себе сфера услуг (сервисный сектор экономики) появилась очень давно. Она так же стара как человеческое общество и явно более стара, чем промышленный, индустриальный сектор. В древности сфера услуг была представлена в основном простейшими финансовыми услугами. Не знаю, появились ли финансовые услуги так же давно, как услуги сексуальные, но первые формы кредита существовали тысячи лет назад.

совых рынков из иерархичной и централизованной стала сетевой и децентрализованной. После этого географическое положение уже утратило былое значение.

Эта эпоха дала финансовым рынкам небывалый расцвет финансового капитализма – искусства делать деньги из самих денег. Точнее – делать деньги с помощью новых финансовых инструментов и финансовых технологий. Когда-то такими инструментами были акции, потом им на смену пришли опционы и другие деривативы. А в предкризисные годы XXI века главными инструментами финансового капитализма стали создававшиеся при секьюритизации ипотечных активов обеспеченные долговые обязательства (collateralized debt obligations, CDO). И страховавшие их кредитно-дефолтные свопы (credit default swap, CDS).

Так надулся огромный спекулятивный пузырь ипотечных кредитов, стоимость которого достигала 14 трлн долларов и была равна ВВП США (в 2007 году – 14,5 трлн долларов). Ещё более огромным был пузырь из кредитно-дефолтных свопов, оценивавшийся в 2007 году в 70 или даже 80 трлн долларов и превышавший общемировую ВВП (по ППС – 66,5 трлн долларов в 2007 году). Это был невообразимо огромный рынок с невообразимо огромным риском – самый крутой и модный бизнес в те годы. Пока этот рынок рос и никто не обанкротился, казалось, что это всего лишь ещё один вполне безопасный и хитроумный способ делать деньги из воздуха. Но стоило начать снижаться ценам на недвижимость, а затем – и на ипотечные бумаги, как эта пирамида начала рушиться в 2008 году, угрожая похоронить мир под своими обломками.

Когда начался кризис, во всех бедах стали обвинять финансовый капитализм, противопоставляя его «реальной экономике», производящей материальную продукцию. Правда, забывая при этом о том, что капиталы для «реальной экономики» не падают с неба, а берутся на финансовых рынках. На самом деле причиной кризиса был, конечно, не финансовый капитализм – естественный виток в эволюции рыночной экономики. Сам по себе он ни хороший и ни плохой, как ни хорошая и ни плохая секьюритизация ипотечных активов. Или кредитно-дефолтные свопы. Но когда стремление к прибыли любой ценой ослепляет, а о риске перестают задумываться, тогда любые инновации становятся опасными.

Вот таким оно было, то время – время глобализации и расцвета финансового капитализма. О нём – эта книга. Есть



в ней и цитаты современников, и подробности жизни героев финансового мира, и слухи, и сплетни. Есть в ней и цифры, но не они главные. Цифры, как и факты, быстро забываются, когда события уходят за горизонт прошлого. А настроение эпохи, её дух, мечты, и всё то, что двигало людьми остаются в памяти надолго.

Ведь так устроен этот мир.



# Часть 1

## На подступах к постиндустриальной эпохе (1944–1980)

### *В годы Второй мировой войны*

#### *Мировые рынки ценных бумаг в годы войны*

Вторая мировая война (в отличие от Первой мировой, ставшей для многих полной неожиданностью) была предсказуема. О её приближении говорили многие, в том числе и среди финансистов. На рынках ценных бумаг все старались избегать контрактов на срок – неизвестно было, что произойдёт завтра, и какие будут курсы бумаг. «Когда поступили новости о том, что война в Европе стала реальностью... они, конечно, впечатлили биржевое сообщество», но в отличие от событий 1914 г. Вторая мировая война «назревала так долго, что на бирже у всех была возможность к ней подготовиться»<sup>3</sup>. К тому же Первая мировая война началась после периода долгого подъёма, а Вторая – после длительной «Великой депрессии», которая сама по себе сильно затормозила активность рынков. Поэтому начало войны 1 сентября 1939 г. не стало шоком для бирж и не вызвало панику, хотя и нарушило систему международных связей, приведя к застою на мировом рынке ценных бумаг.

Крупнейшие биржи не прекращали работу либо закрывались ненадолго, как Лондонская. И даже в странах, оккупированных немецкими войсками, биржи действовали, как это было в Амстердаме или Париже (их начали закрывать во второй половине войны, когда боевые действия переместились в Европу)<sup>4</sup>. Однако объём операций с иностранными ценными бумагами заметно сократился. На Лондонской бирже, непосредственно не затронутой военными действиями, общий объём котировавшихся облигаций иностранных

---

<sup>3</sup> The Exchange. – Dec. 1939. – P. 11, 16. Обороты на Нью-Йоркской бирже и без того ежегодно снижались, начиная с 1936 г. (в 1939 г. – на 18,4%), так что сообщение о начале войны в Европе мало что добавило к этой общей тенденции (The Exchange. – March 1940. – P. 6).

<sup>4</sup> Гамбургская биржа возобновила свою работу 9 июля 1945 г., Венская – 15 ноября 1945 г., Амстердамская – в середине 1946 г.

займов в 1940–1945 гг. составлял всего лишь 9,5 млн фунтов по сравнению с 23,3 млн в одном только 1939 г.<sup>5</sup>

Нью-Йоркская биржа в годы войны оказалась в наиболее выгодном положении. Те, кто успел вывести свои капиталы из охваченной войной Европы, перемещали их, конечно же, в Нью-Йорк. Однако мало кто инвестировал эти капиталы в ценные бумаги – время было для этого не подходящее, – и они оседали на депозитных счетах в крупных американских банках, таких как Citibank. Поэтому, хотя Вторая мировая война усилила позиции Нью-Йорка как мирового финансового центра, Нью-Йоркская биржа не получила от этого непосредственной выгоды.

### *Облигации военных займов в США*

С 1941 по 1945 г. Казначейство разместило семь выпусков военных облигаций с доходностью 2,5%. Объем первого выпуска составлял 11 млрд долларов, а к 1944 г. общая стоимость облигаций военных займов достигла 53 млрд долларов. Размещение этих облигаций происходило через систему округов ФРС. В каждом из них ответственным за размещение военных облигационных займов был банк – член ФРС, распределявший облигации по местным банкам. Для размещения этих облигационных займов ФРС поддерживала низкую учётную ставку, около 0,3%. Её стабильность была принципиально важна для облигационного рынка. Если бы возникла перспектива повышения учётной ставки (что было вполне возможным в военное время), инвесторы начали бы избавляться от облигаций, что не входило в планы ФРС.

Участники распространения военных облигаций не получали никакой прибыли – считалось, что они это делают в общих государственных интересах. Всего в размещении этих займов принимало участие несколько тысяч банков. Размещение прошло успешно, и к концу войны государственный долг США вырос с 48 млрд долларов до 260 млрд<sup>6</sup>. Значительная часть облигаций военных займов не попадала на вторичный рынок и оставалась в банках в качестве долго-

---

<sup>5</sup> Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 209.

<sup>6</sup> Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1957. – Washington, DC: U.S. Department of Commerce, 1961. – P. 720.

срочных активов. И хотя объём операций с облигациями на Нью-Йоркской бирже увеличился с 1,7 млрд долларов в 1940 г. до 2,3 млрд в 1945 г., этот рост был связан с ценными бумагами железных дорог и промышленных предприятий<sup>7</sup>.

### *Рынок корпоративных бумаг в военные годы*

Выпуск корпоративных ценных бумаг сократился в 1941–1943 годы в два раза, соответственно уменьшился и объём операций с ними на Нью-Йоркской бирже. Интересы участников рынка сместились на массовые выпуски облигаций военных займов. К тому же в 1942 году, в разгар Второй мировой войны, акции крупных промышленных компаний, называвшихся на бирже «ломовыми лошадьми» (Anaconda Copper, Bethlehem Steel, Studebaker Packard, US Steel), стали сдавать свои позиции. Их доля в торгах снизилась с довоенных 60% до 18%. Теперь инвесторов больше привлекали недорогие акции с перспективами роста, выпускавшиеся новыми небольшими компаниями, появившимися в 1920-е годы.

Для 1940-х годов вообще было характерным снижение интереса мелких индивидуальных инвесторов к акциям – доверие к этим бумагам уменьшилось в военное время, так как их курсы были подвержены колебаниям. А после окончания войны внимание индивидуальных инвесторов сместилось на недвижимость. Цены на этом рынке были ниже, чем в 1920-е годы, и для многих капиталовложения в постройку дома стали в 1940-е годы более выгодными инвестициями, чем приобретение каких-либо ценных бумаг. А когда на рынке жилищной недвижимости начался послевоенный бум, он оживил и рынки ценных бумаг, создав на них тенденцию к повышению.

### *Последствия Второй мировой войны в США*

Вторая мировая война, как когда-то Первая мировая, улучшила экономическое положение США. После «Великой депрессии» и общей стагнации наконец-то заработала промышленность (сначала военная, а потом и остальная), уменьшилась безработица, активизировалось денежное об-

---

<sup>7</sup> Scott I. Government Securities Market / I. Scott. – N. Y.: McGraw-Hill, 1965. – P. 11–13, 16.

ращение. На территории Соединённых Штатов военных действий не было, а разрушенная промышленность в странах Европы устранила на мировых рынках большинство конкурентов. Америка поставляла союзникам в войне с Германией военную технику, оборудование и материалы на общую сумму 46 млрд долларов<sup>8</sup>.

Производство этих товаров оживило американскую промышленность, было построено более 2 тыс. новых государственных предприятий, после окончания войны проданных частным компаниям в 3–5 раз дешевле, чем обошлась их постройка. Промышленный рост с 1938 по 1948 г. ускорился более чем в два раза (с 1918 по 1938 г. промышленное производство выросло только на 38%). Увеличилась и доля США в мировом объёме промышленной продукции – с 40% перед войной до 62% в 1945 г.

Хотя к концу войны национальный долг составлял 120% от объёма экономики, большинство американцев жило лучше, чем во времена «Великой депрессии» 1930-х годов. Война дала всем работу, а так как в военное время люди не очень тратили деньги, их сбережения росли<sup>9</sup>. Покупку домов, машин и бытовой техники откладывали до лучших времён. Накопленные сбережения вызывали беспокойство у американских экономистов, опасавшихся повторения кризиса 1929 года. Однако вскоре после окончания войны начался покупательский бум, промышленность удовлетворяла запросы потребителей, и рынки быстро стали переполненными. К 1948 г. начался спад спроса, сразу вызвавший сокращение производства в 1949 г. на 8–9%. В США этот спад был недолгим и незначительным, его и кризисом трудно назвать в отличие от событий 1949 г. в Англии и Японии.

---

<sup>8</sup> Закон о ленд-лизе (Lend Lease Act), имевший полное название An Act to Promote the Defense of the United States, был принят Конгрессом США 11 марта 1941 года. Масштабы поставок по ленд-лизу были огромны (хотя советская сторона потом пыталась приуменьшить их значение, утверждая, что стоимость американской военной техники составляла не более 4% от общих затрат СССР на войну). Только в Советский Союз было ввезено из США более 700 тысяч грузовых машин разного типа, более 7 тыс. военных самолётов и другие материалы.

<sup>9</sup> Объём сбережений, накопленных за пять военных лет, составил 137 млрд долларов, в десять раз больше, чем за предвоенные пять лет (1935–1939) (Лан В. И. США в военные и послевоенные годы / В. И. Лан. – М.: Наука, 1978. – С. 129–130).

## *Послевоенное восстановление*

### *Бреттон-Вудская конференция*

Почти за год до окончания Второй мировой войны, в июле 1944 г. 730 делегатов из 44 стран мира – участников антигитлеровской коалиции, собрались в отеле «Маунт Вашингтон» в курортном местечке Бреттон-Вудс (штат Нью-Гэмпшир) на Валютно-финансовую конференцию Объединённых Наций (The United Nations Monetary and Financial Conference) для обсуждения восстановления экономических связей после окончания войны.

На конференции рассматривалось два проекта – британский Джона Мейнарда Кейнса и американский Гарри Декстера Уайта. Кейнс предлагал радикальный план создания мирового центрального банка (он должен был называться «Клиринговый союз») и новой международной валюты под названием «банкор», но эти идеи не получили поддержки. Приняли компромиссный план, включавший в себя элементы обоих предложений, но, по правде говоря, более всего выгодный по своим последствиям для США.

Кейнс понимал это и пытался отстоять свои идеи, доказывая, что свободное движение капитала гораздо важнее, чем американское доминирование. Размышляя об идеальном устройстве послевоенного мира, Кейнс говорил: «Образ послевоенного мира, который мне нравится», требует поощрять «небольшие политические и культурные образования, объединённые в более крупные и внутренне... переплетённые между собой экономические единицы». Хорошо было бы иметь в Европе «тридцать или сорок столичных городов, каждый из которых служил бы центром самоуправляющейся страны». Но было бы «губительно иметь тридцать или сорок совершенно независимых экономических и валютных союзов»<sup>10</sup>. Однако к мнению Кейнса не прислушались.

Были созданы новые международные организации – Международный валютный фонд (МВФ) с уставным капиталом 8,8 млрд долларов и Международный банк реконструкции и развития (МБРР, Всемирный банк) с капиталом 10 млрд долларов, поделённым на 100 тыс. акций номиналом

---

<sup>10</sup> Цит. по: Tanner J. Bretton Woods and the European Neutrals, 1944–1973 / J. Tanner // International Financial History in the Twentieth Century. System and Anarchy / Ed. Flandreau M. – Cambridge: Cambridge University Press, 2003. – P. 155.

по 100 тыс. долларов. США играли основную роль в этих международных организациях, а доллар стал главной международной валютой<sup>11</sup>. Советский Союз – союзник США и Великобритании во Второй мировой войне, а в следующие полвека основной геополитический конкурент США, – принимал участие в Бреттон-Вудской конференции, но в декабре 1945 г. отказался ратифицировать её итоговые документы<sup>12</sup>. Так Бреттон-Вудская конференция зафиксировала в своих решениях то, что уже было фактом – после окончания войны мировым экономическим лидером стали США, а доллар превратился в основную международную валюту. Это определило всю архитектуру мирового финансового рынка. Началась эпоха *Pax Americana* – «американского мира».

### *Pax Americana*

О *Pax Americana* заговорили вскоре после окончания Второй мировой войны. Часто эти слова употреблял президент Джон Кеннеди, считавший, что Америка может обеспечить мир на земном шаре не силой оружия, а экономическим путём, создавая благоприятные условия для развития разных стран и народов. Не буду сейчас оценивать, насколько прав был Кеннеди и насколько миролюбивой была политика Америки во второй половине XX века. Об этом написа-

---

<sup>11</sup> По плану Кейнса средствами МФР страны – участники фонда могли бы пользоваться на равных правах (это касалось прежде всего Великобритании, об интересах которой не забывал Кейнс). Однако Уайт считал, что предоставление помощи со стороны МВФ должно быть связано с дополнительными условиями, так как источником капиталов всё равно будут Соединённые Штаты.

<sup>12</sup> Какова была цель участия в этой встрече СССР – закрытой страны с плановой экономикой? Возможно, всё дело было в том, что Франклин Рузвельт (президент США в 1933–1945 гг.) обещал предоставить СССР кредит на 6 млрд долларов для восстановления экономики (при дальнейших обсуждениях сумма кредита выросла до 10 млрд). К тому же Рузвельт испытывал определённые симпатии к социализму в целом – его не раз упрекали в этом в годы «Великой депрессии». А может быть, СССР планировал принимать участие в работе МВФ и МБРР так же, как он участвовал в работе Организации Объединённых Наций, созданной в октябре 1945 г. Однако, как бы там ни было, в апреле 1945 г. Рузвельт неожиданно умер от инсульта. Президентом США (с 1944 по 1953 г.) стал Гарри Трумэн, не испытывавший никаких симпатий ни к социализму, ни к Сталину, и воспринимавший СССР как опасного военно-политического противника. Советско-американские отношения быстро ухудшились, идея с кредитом отпала, и участие СССР в работе МВФ и МБРР утратило смысл для советской стороны.



но много, и написано с разных точек зрения. Но слова *Rex Americana* (как когда-то *Rex Britannica*) во второй половине XX века стали символом американского господства. Много говорили и об «американской империи» (ещё Томас Джефферсон когда-то образно назвал Америку «империей свободы»). Наверное, здесь нет смысла пускаться в дискуссии о том, империя *Rex Americana* или нет.

Можно спорить о том, кто больше преуспел в гонке вооружений, США или СССР, и чьи ракеты лучше, но нет сомнения, что в мире финансов Америка стала основным центром притяжения и остаётся им сейчас, в 2018 году, когда я пишу эти строки. А МВФ и Всемирный банк сегодня являются одними из наиболее влиятельных международных финансовых организаций.

Вместо либерализации торговли в одностороннем порядке, как это делала Великобритания (последовательно придерживавшаяся принципов свободной торговли), США пошли по пути переговоров о снижении торговых барьеров и создания международных финансовых институтов. Дальнейший ход событий показал, что на деле американцы не настолько были привержены свободной торговле – их больше привлекал протекционизм.

Финансовым фундаментом эпохи *Rex Americana* стала главенствующая роль доллара в мировой экономике. По решению Бреттон-Вудской конференции была создана валютная система, в основе которой был фиксированный курс обмена доллара на золото (35 долларов были равны одной тройской унции золота). Курсы остальных валют определялись по отношению к доллару. В большинстве стран послевоенного мира, охваченных финансовым хаосом, признавали только доллары. Ведь Америка была единственной крупной экономикой, не только не пострадавшей от войны, но и ещё больше окрепшей. В 1945 году не нужно было быть экономистом, чтобы понимать такую простую истину – тогда это было очевидно для всех. На долю американской промышленности приходилась половина всего мирового промышленного производства, и доллар стал основной международной денежной единицей. Он считался надёжным, как золото, потому что США действительно были готовы продавать золото по фиксированной цене 35 долларов за унцию.

Бреттон-Вудская валютная система, заменившая собой систему классического золотого стандарта, существовала до августа 1971 года, когда обмен долларов на золото был пре-

кращён по инициативе США из-за возросшего оттока золота из страны. На смену ей пришла Ямайская валютная система, основанная на свободной конвертации валют по рыночным курсам. Однако доллар остался основной международной валютой, и остаётся ей сегодня. Его не смогли потеснить ни японская иена, ни евро, ни китайский юань. В долларах производится 85% валютных операций, они доминируют на основных мировых биржах, и резервы центральных банков более чем на 60% состоят из долларов<sup>13</sup>.

Америка стала основной страной-кредитором, и в годы послевоенного восстановления экономики в странах Европы и Японии американские компании инвестировали в этих странах миллиарды долларов, усиливая своё влияние на иностранных рынках. Вместе с капиталами в Европу и Японию экспортировалась и американская массовая культура. В те годы многие за пределами Штатов были недовольны «империализмом кока-колы». В представлении европейцев сложился стереотипный образ туповатого американца с бутылкой кока-колы и жевательной резинкой во рту, пренебрежительно относящегося к европейским обычаям и культуре. Однако послевоенное восстановление экономики было важнее, чем экспансия не всем нравившегося американского образа жизни. Деньги могли реально дать только американцы, и до 1970-х годов их инвестиции в других странах мира в 5–6 раз превышали иностранные инвестиции, поступавшие в США.

В эпоху *Rax Americana* состояние американских финансовых рынков стало определяющим для большинства регионов мира кроме Восточной Европы (оказавшейся в сфере влияния плановой экономической системы Советского Союза), Китая, Кубы и некоторых других государств. В странах Западной Европы и в Японии происходило послевоенное восстановление экономики, и они стали самостоятельными участниками мировых финансовых рынков гораздо позже. Многим это американское доминирование не нравилось, и они усматривали в нём продолжение политической экспансии США. Но таким было реальное положение дел во второй половине XX века.

---

<sup>13</sup> Около 500 млрд долларов находятся в обороте за пределами США, практически во всех странах мира (Эйхенгрин Б. Непомерная привилегия. Взлёт и падение доллара / Б. Эйхенгрин. – М.: Издательство института Гайдара, 2013. – С. 8–9, 11). Барри Эйхенгрин в своей книге, впервые изданной в 2011 году, посвятил целую главу ожидаемому «краху доллара» (Там же. – С. 259–305). Однако с тех пор, как видим, краха так и не произошло.

## *План Маршалла*

После окончания Второй мировой войны значительная часть Европы и Япония были разрушены. От военных действий пострадали и многие крупные города, и транспортная система, и промышленные предприятия. Чтобы выжить, страны Европы и Япония нуждались в импорте продовольствия и топлива. В 1945–1946 годах США оказывали им финансовую помощь через ООН, но это были лишь временные меры. Вначале казалось, что этим странам достаточно произвести конверсию военной промышленности, после чего экономика быстро восстановится. Однако реальное положение дел оказалось хуже, чем можно было думать. Возникла угроза усиления государственного контроля над рынками вместе с приходом к власти социалистов (как произошло в Англии и Франции), что могло нарушить всю систему свободной торговли.

Так появились разработанные в США план Маршалла для Европы и план Доджа для Японии, названные по имени генерала Джорджа Маршалла (государственного секретаря США в 1947–1949 гг.) и Джозефа Доджа (специального посланника США в Японии в 1949–1950 гг.). По этим планам странам Европы и Японии выдавались крупные кредиты в долларах для приобретения импортного оборудования, необходимого для восстановления разрушенных промышленных предприятий.

План Маршалла начал действовать в апреле 1948 г. и был рассчитан на четыре года. Всего с 1948 по 1952 г. в страны Западной Европы было вложено около 13 млрд долларов, и 1,2 млрд в Японию<sup>14</sup>. Поток американских капиталов поддерживал статус доллара как международной валюты, а критики этой финансовой помощи заявляли, что она усиливала зависимость стран Европы и Японии от США. Но, как бы там ни было, за счёт американских капиталов началось послевоенное восстановление экономики в Европе и Японии.

Был ли эффективным план Маршалла? Несомненно – прежде всего в том, что именно он дал толчок для длительного периода высоких темпов экономического роста и низкой инфляции. Всякая война, оставляющая после себя раз-

---

<sup>14</sup> В 1953 г. инвестиции в Японию стали ещё большими и достигли 4,4 млрд долларов (Britton A. Monetary Regimes of the 20<sup>th</sup> Century / A. Britton. – Cambridge: Cambridge University Press, 2001. – P. 137–130).

рушенные города и предприятия, неизбежно запускает механизм оживления экономики – ведь разрушенное необходимо восстанавливать. Никто не оправдывает войну, но в истории так было всегда.

### *Великобритания: остатки былого величия*

За годы войны «значительная часть Лондона была разрушена в результате бомбёжек... и целые кварталы лежали в руинах... Лицо Лондона заметно изменилось». Британское правительство и после окончания войны «находило необходимым нормирование продуктов питания и топлива, фабрики и конторы оставались закрытыми», и в стране «ощущалась острая потребность в кредитах»<sup>15</sup>. Хотя английская промышленность не так пострадала, как во Франции и Германии, огромные военные долги окончательно подорвали международное значение фунта стерлингов. В 1945 г. государственный долг Англии достиг 21,5 млрд фунтов.

Сразу после окончания войны США предоставили Великобритании заём на 4,4 млрд долларов, из которых после вычета долгов по ленд-лизу (640 млн долларов) осталось 3,75 млрд долларов. Заём давался на 50 лет под 2% годовых, и экономически для Америки он не имел никакой выгоды. Его цель была политической – поддержать своего основного союзника в Европе. Но кредит был быстро истрачен, и в 1947 г. в Англии начался острый финансовый кризис<sup>16</sup>.

Одним из условий американского займа было снижение протекционистских тарифов в странах Британской империи. На практике это означало открытие её рынков для американских товаров и, как говорили по этому поводу в Англии, было равносильно отрицанию самого права Британской империи на существование. В 1947–1948 гг. начался распад этой колониальной империи<sup>17</sup>, ставший ещё одним

---

<sup>15</sup> Рокфеллер Д. Клуб банкиров / Д. Рокфеллер. – М.: Алгоритм, 2012. – С.76.

<sup>16</sup> О серьёзности кризиса говорит то, что были введены карточки на продукты питания (их не было в Англии даже во время войны), сохранявшиеся до 1954 г. Финансовый кризис, начавшись в 1947 г., стал хроническим, а государственный долг вырос с 25,8 млрд фунтов в 1950 г. до 118,4 млрд в 1982 г. (Eichengreen B. Globalizing Capital. A History of the International Monetary System / B. Eichengreen. – Princeton: Princeton University Press, 2008. – P.101).

<sup>17</sup> В это время независимость получили Индия, Бирма и Цейлон, а колонии в Африке – в 1960-е годы.

ударом по британской экономике – Англия лишилась не только источников сырья, но и рынков сбыта. Ещё недавно, до войны, она была центром огромной империи, теперь же оказалась всего лишь островом на севере Европы с населением 58 млн человек, привыкшему к богатой жизни за счёт колоний<sup>18</sup>.

В 1945 г. правительство от консервативной партии во главе с Уинстоном Черчиллем ушло в отставку, а на смену ему пришло новое, от партии лейбористов, не скрывавшее свои симпатии к социализму. От такой новости курсы акций на Лондонской бирже сразу упали на 10%. Новый канцлер Казначейства Хью Дэлтон заявил, что это падение – коварная спекулятивная игра богатых инвесторов. Вскоре после этого он начал кампанию за снижение дивидендов по акциям, утверждая, что делает всё в национальных интересах, и ввёл дополнительный 15% налог на прибыль компаний, распределявшуюся в виде дивидендов. Дэлтон хотел создать стену вокруг британской экономики за счёт контроля потоков капитала, чтобы ограничить воздействие иностранных финансовых рынков на Англию. Это напоминало попытки изолировать английский рынок от влияния «Великой депрессии» в 1930-е годы, когда был создан «стерлинговый блок».

Впрочем, новое британское правительство воспринимало это совершенно иначе. «Мы можем использовать нечто, отличающееся от мотива получения прибыли – чувство долга перед сообществом» – говорил премьер-министр Клемент Эттли (1945–1951). «Если это работало в военное время, почему бы не использовать то же самое в мирное время?»<sup>19</sup> Однако финансовая политика Дэлтона ещё больше ухудшила и без того неблагоприятное положение дел. К тому же когда во время недолгого промышленного спада в США экспорт британских товаров сократился, это привело к быстрому уменьшению золотых и валютных резервов в

---

<sup>18</sup> Отчасти позиции Англии в бывших колониях (куда были вложены значительные капиталы английских инвесторов) удалось сохранить благодаря созданию на месте распадающейся империи Британского содружества наций. Включённые в содружество страны входили в стерлинговую зону, были связаны с Англией экономическими соглашениями и пониженными пошлинами. Однако даже в таких условиях участники содружества потребляли не более 20% британского экспорта, остальное приходилось продавать в Европу или США, а там британские товары не всегда могли выдерживать конкуренцию с американскими.

<sup>19</sup> Littlewood J. The Stock Market: 50 Years of Capitalism at Work / J. Littlewood. – L.: Financial Times – Pitman, 1998. – P. 17, 30.

Англии, обязавшейся свободно обменивать фунты на доллары и на золото<sup>20</sup>.

Началось усиление влияния государства на экономику, ранее совершенно не характерного для Великобритании. С 1946 по 1951 г. были национализированы Банк Англии, предприятия угольной и газовой промышленности, железные дороги, электростанции, радио и телевидение. Наверное, для британцев, всегда славившихся своей приверженностью к идеям свободного рынка, это был ещё больший шок, чем распад колониальной империи<sup>21</sup>.

При национализации предприятий они оценивались обычно с заметным завышением их стоимости. Акции предприятий обменивались на облигации государственных займов, и в общей сложности акционеры получили таких облигаций на сумму 2,5 млрд фунтов, обеспечивавших ежегодный доход более 80 млн фунтов. При всей кажущейся странности политики национализации для Великобритании, объективно это стало, возможно, единственным выходом – и железные дороги, и промышленные предприятия устарели и оказались убыточными. Необходима была радикальная модернизация, возможная в том случае только по инициативе государства и за счёт государственного бюджета.

Лондонская биржа, привыкшая к своей роли финансового сердца мира, в послевоенные годы вынуждена была уступить первенство Нью-Йоркской бирже. Однако и в 1940-е годы на Лондонской бирже не прекращалось обращение иностранных ценных бумаг (канадских, австралийских, новозеландских и южноафриканских), хотя британские инвесторы больше продавали их, чем покупали. Сумма капиталов, вложенных в иностранные бумаги, сократилась с 1,8 млрд фунтов в 1938 г. до 0,4 млрд фунтов в 1948 г. В 1950-е годы контроль биржи за различными сегментами рынка всё больше слабел, и для неё наступили не лучшие времена. Показателен тот факт, что в 1949 г. 85% оборота биржи составляли облигации государственного долга. В ус-

---

<sup>20</sup> Отток золота и валюты был настолько сильным, что в сентябре 1949 г. правительству лейбористов пришлось девальвировать фунт с 4,03 до 2,8 доллара, что вызвало массовое снижение курсов валют в странах, входивших в стерлинговую зону.

<sup>21</sup> Когда лейбористы снова оказались у власти в 1967 г., они начали национализировать металлургическую промышленность. К тому времени государству принадлежало 20% всех промышленных предприятий, а в некоторых (таких как «Роллс Ройс» или «Бритиш Петролеум») государство стало крупным акционером.

ловиях растущей инфляции и общего спада в экономике инвесторы предпочитали бумаги с фиксированным доходом. Такое положение дел стало изменяться к лучшему в 1960-е годы, когда снова появился интерес к акциям<sup>22</sup>.

### *Западная Германия: начало экономического чуда*

В Германии экономика пострадала во время войны больше, чем в других государствах Европы, и после капитуляции она была разделена на две части<sup>23</sup>. Чтобы не повторять ошибки 1920-х годов, страны-победители определили реалистичный размер репараций (компенсации военных убытков), которые должна была выплачивать Германия, и никаких долгов нереального размера в этот раз не было.

Ещё в сентябре 1944 г. министр финансов США Генри Моргентау предложил свой план деиндустриализации послевоенной Германии и превращения её в аграрную страну, чтобы избежать возрождения в ней милитаризма и возникновения угрозы новой войны. Полностью план Моргентау не был принят, но отдельные его элементы использовались оккупационными войсками в 1945–1946 гг. (децентрализация банковской системы, демонтаж промышленных предприятий, запрет внешней торговли). После этого началась массовая безработица, и уровень жизни населения быстро снизился. Стало понятно, что если и дальше идти по пути деиндустриализации Германии, экономика страны придёт в полный упадок и она вообще не сможет выплачивать репарации. В 1947 г. от плана Моргентау окончательно отказались, и на смену ему пришёл план Маршалла.

Довоенный уровень производства удалось восстановить в 1951 г., после чего начался период ускоренного экономического роста (с 1951 по 1966 г. – в среднем 9,2% в год). Западная Германия, где была поставлена цель создать «социальную рыночную экономику», вышла на второе место в мире по объёму промышленного производства. Это экономическое чудо объяснялось тем, что разрушенная войной

---

<sup>22</sup> Стоимость всех британских ценных бумаг составляла в среднем 33,3% национальных активов в 1947–1955 гг. (17,8% в 1970–1973 гг.). В 1950 г. из бумаг, выпускавшихся компаниями, 56% составляли облигации, 36% – обычные акции. В 1956 г. обычных акций было уже 65%.

<sup>23</sup> Восточная Германия оказалась в сфере влияния СССР и пошла по пути создания плановой экономики советского типа. Западная Германия начала восстанавливать рыночную экономику.

германская промышленность была гораздо больше модернизирована, чем промышленность Франции или Англии, и на восстанавливаемых предприятиях использовали новое, более современное оборудование.

Модернизация промышленности проводилась в основном за счёт государства (сами промышленные корпорации в послевоенные годы не могли этого сделать – они были разукрупнены и поделены на части). Для этого использовался повышенный налог на прибыль, доходивший в послевоенные годы до 94%. Кроме того, Потсдамские соглашения<sup>24</sup> запрещали Германии создавать военную промышленность, поэтому совокупные расходы на нужды обороны в Западной Германии составляли не более 5–6% государственного бюджета. Благодаря этому общие инвестиции в промышленность достигли в 1950-е годы 25% ВВП (в Англии и США – не более 17%).

В отличие от Великобритании и Франции, в Западной Германии национализация промышленных предприятий не проводилась, так как левые партии там не имели влияния. Однако государственное вмешательство в экономику здесь было не меньшим – именно государство было основным инициатором восстановления промышленности<sup>25</sup>. Таким же сильным было его влияние и на рынке ценных бумаг.

Старый финансовый центр в Берлине перестал существовать. В Западной Германии вначале хотели сделать новым финансовым центром портовый Гамбург, где биржа и отделение центрального банка открылись вскоре после окончания войны. Но потом от этой идеи отказались и выбрали Франкфурт. Там с 1948 г. разместили центральный банк, и основным финансовым центром стал этот город с давними традициями.

Франкфуртская биржа открылась в сентябре 1945 г., но торги на ней начались только в августе 1948 г. Примерно так же обстояли дела на Дюссельдорфской бирже, открывшейся в 1949 г. Германский рынок ценных бумаг восстанавливался очень медленно. В 1947–1955 гг. доля ценных бумаг в совокупных национальных активах составляла лишь 4,4% и была самой низкой в Европе (во Франции – 11,1%, в Англии – 33,3%). Даже в 1970–1973 гг. этот показатель составлял

---

<sup>24</sup> Итоговые документы, принятые по результатам Потсдамской конференции, проходившей с 17 июля по 2 августа 1945 г. в Потсдаме (Германия).

<sup>25</sup> Инвестиции со стороны государства в промышленность выросли с 5 млрд марок в 1950 г. до 80 млрд в 1980-е годы. В 1960-е годы около 40% ВВП проходило через государственный бюджет, в 1980-е годы – около 50%.



6,7%, отставая от большинства других стран. Активнее рынок ценных бумаг стал только в 1960-е годы, но и тогда форвардные операции были запрещены. Этот запрет частично отменили в 1970-е годы, однако и тогда ценные бумаги (и акции, и облигации) имели ограниченное распространение<sup>26</sup>.

Из-за слабого рынка ценных бумаг, фрагментированного и нестабильного, в финансовой системе доминировали банки. Для Германии ничего нового в этом не было – преобладание крупных банков в финансировании экономики стало традицией ещё со времён Бисмарка. Около 70% инвестиционного капитала в 1950-е и даже в 1960-е поступало из иностранных источников, остальное вкладывали в промышленность немецкие банки. Рынок акций в Германии даже в 1970-е годы был слаб, и он не шёл ни в какое сравнение с японским, переживавшим со второй половины 1960-х годов настоящий бум. И хотя немецкие компании выпускали свои акции, до 1980-х годов этот источник финансирования существенного значения не имел.

### *Франция. Триумф государства продолжается*

Во Франции за годы войны промышленное производство сократилось на 70%, сельскохозяйственное – на 50%<sup>27</sup>. С началом действия плана Маршалла промышленность была быстро восстановлена, и довоенный уровень производства достигнут уже в 1948 г. Как и в Англии, во Франции после окончания Второй мировой войны к власти пришло правительство социалистов. Были национализированы пять крупнейших банков (60% банковского капитала) и 20% основных предприятий, в том числе в угольной и газовой промышленности, авиационные и военные заводы, электростанции и транспорт<sup>28</sup>. Программа национализации привела к сокращению экономического роста<sup>29</sup>.

---

<sup>26</sup> Baker J. The German Stock Market: Its Operations, Problems and Prospects / J. Baker. – N. Y.: Praeger, 1970. – P. 12, 24–25, 42.

<sup>27</sup> К началу Второй мировой войны Франция была наполовину аграрной страной – 37% населения было занято в сельском хозяйстве, в промышленности – только 25%. В индустриальном секторе преобладали предприятия лёгкой промышленности, а тяжёлая промышленность так и оставалась недостаточно развитой. К концу 1970-х годов в промышленности было занято 25,8% населения, в сельском хозяйстве – 8,7%; в сфере услуг – 57% (доля тяжёлой промышленности составляла 60% в общем объёме производства).

<sup>28</sup> Национализация здесь происходила несколько иначе, чем в Англии. Если там национализировались в первую очередь устаревшие предприятия с

В послевоенном развитии Франции сразу проявилось доминирование финансового капитала над промышленным – недаром эту страну ещё в начале XX века называли всемирным ростовщиком<sup>30</sup>. В послевоенные годы сохраняли своё влияние старые, давно существующие финансовые группы Ротшильдов, Лазаров и Шнейдеров, а с 1960-х годов начало усиливаться влияние других финансово-промышленных групп – Paribas и Suez. В основе этих групп были уже не банки, а финансовые холдинги, владевшие крупными пакетами акций промышленных предприятий<sup>31</sup>. Обычным делом стало взаимное переплетение финансовых групп и банков, а также перекрёстное владение крупными пакетами акций предприятий и банков других финансовых групп.

После национализации пяти крупнейших банков влияние финансового капитала во Франции ослабело. В 1950-е годы правительство не только восстановило контроль над рынком ценных бумаг, но и расширило его. В 1961 г. бирже-

---

целью их радикальной модернизации, то во Франции мотивы национализации были скорее политическими, и национализировались как устаревшие, так и более новые предприятия. Компенсация также выплачивалась далеко не всем (автомобильная компания Renault была национализирована без компенсации акционерам). Новый этап национализации начался в 1982 г., когда в собственность государства перешли 36 крупнейших банков. Национализированы были финансовые группы Paribas и Suez. Так вся кредитно-финансовая система оказалась под контролем государства.

<sup>29</sup> С 1950-х до 1970-х годов промышленное производство во Франции росло в среднем на 4% в год, а в 1980–1985 гг. оно стало сокращаться на 0,1% в год. В 1986 г., после принятия программы денационализации, были приватизированы банк Societe Generale, финансовые группы Paribas и Suez, другие крупнейшие предприятия. Началось восстановление рыночных механизмов регулирования экономики.

<sup>30</sup> Концентрация финансового капитала была здесь высокой, а концентрация производства низкой (95% предприятий были мелкими, с количеством рабочих до 20 человек). Четыре французских банка (Banque nationale de Paris, Credit Agricole, Crédit Lyonnais, Société Générale) входили в десятку крупнейших банков мира, в то время как среди десяти крупнейших промышленных компаний мира не было ни одной французской.

<sup>31</sup> В 1980 г. этим двум группам принадлежало 20% промышленных активов, и они контролировали более 2,5 тыс. предприятий. В основе группы Paribas были известный ещё с начала XX века банк Banque Pays-Bas de Paris, крупнейшая нефтяная компания Compagnie Francaise des Petroles и электротехническая корпорация Thomson-Brand. Группа Suez появилась после того, как правительство Египта, национализировавшее в 1950-е годы Суэцкий канал, выплатило Франции компенсацию, инвестированную во французскую промышленность. В состав группы вошли один из старых колониальных банков – Banque de l'Indochine, основанный в Париже в 1875 г. (в дальнейшем банк был объединен с Banque de Suez в 1974, получив название Banque Indosuez), а также промышленные концерны Saint-Gobain, Rhone Poulenc и др.

вой и внебиржевой рынки были объединены, и центром всех операций с ценными бумагами стала Парижская биржа, контролируемая государством. Когда она превратилась в полного монополиста, региональные биржи утратили своё значение<sup>32</sup>.

Всякие возможности для спекулятивных операций на рынке ценных бумаг пресекались, и он стал малопривлекательным для инвесторов. А основным источником финансирования промышленности были банковские кредиты. Неудивительно, что общий объём ценных бумаг в 1947–1955 гг. составлял всего лишь 11,1% от стоимости национальных активов (в 1970–1973 гг. он остался почти без изменений – 11,0%), и это были в основном государственные облигации. В 1950-е годы так обстояли дела во многих странах континентальной Западной Европы.

#### *Япония на новом пути*

В Японии, также сильно разрушенной в ходе войны, промышленное производство снизилось в 10 раз, и довоенный уровень удалось восстановить только в 1952 году. Первоначально в Японии рассчитывали выиграть на дешевизне труда, но вскоре стало ясно, что японские товары утрачивают рынки сбыта и привычными для Азии методами демпинговых цен проблему решить уже не удастся. Тогда была выбрана стратегия полной технологической модернизации японской промышленности, и началось ещё одно экономическое чудо – японское.

По плану Доджа в Японию, до 1949 года фактически оккупированную американскими войсками, потекли капиталы из США. В это время японская финансовая система и рынок ценных бумаг подверглись американскому влиянию гораздо больше, чем в других странах. После реформ, предусмотренных планом Доджа, и особенно из-за отмены внутренних субсидий начался быстрый рост цен, достигший 65%. За этим последовал спад промышленного производства, безработица и общая рецессия – её называли «рецессией Доджа».

---

<sup>32</sup> Влияние государства проявлялось и в том, что в 1963 г. 60% облигаций, выпускавшихся в Париже, были государственными либо выпускались крупными государственными предприятиями (Stonham P. Major Stock Markets of Europe / P. Stonham. – L.: Gower, 1982. – P. 70–71).

Несмотря на спад, рынок ценных бумаг удалось полностью реорганизовать. Биржи не получали разрешения на открытие до тех пор, пока не согласятся работать по новым правилам. В марте 1947 г. был принят закон о ценных бумагах и биржах (Securities and Exchange Law), почти полностью повторявший аналогичные американские законы 1933–1934 гг., а с начала 1948 г. новый закон стал действовать. В мае 1949 года открылись биржи в Токио, Осаке и Нагое.

Основные промышленные компании, имевшие военную направленность, были разукрупнены так же, как и в Германии. Но в дальнейшем, когда послевоенное восстановление было завершено, эти поделённые на части компании начали снова объединяться<sup>33</sup>. Темпы роста промышленного производства были беспрецедентными и с 1950 по 1970 год составляли в среднем 15% в год. Секрет был не только в полном обновлении японских предприятий. Японцы в послевоенный период не стали тратить время на создание собственных разработок, а покупали готовые технологии. Этим экономились не только деньги, но и время, и в 1960-е годы в Японии были созданы полностью модернизированные наукоемкие отрасли промышленности. Немалое значение имели особенности организации труда и традиции сплочённости. Предприятие считалось одной семьёй, заботящейся обо всех работниках. При таком отношении сотрудник просто не мог позволить себе работать не с полной отдачей. Что же касалось финансирования модернизации промышленности, то оно происходило на 70% с помощью банковского кредита<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup> В 1945 г. был издан закон о ликвидации промышленно-финансовых групп – дзайбацу. Однако на деле были ликвидированы лишь холдинговые компании групп Мицуи, Мицубиси, Сумимото и др. Сами группы предприятий остались, теперь ими руководили банки с теми же названиями, что и дзайбацу. Но основная цель была достигнута – финансово-промышленные группы утратили характер семейных кланов, так как банкам была не свойственна такая форма семейной собственности, как у японских холдингов. В 1960-е годы в японской промышленности сохраняли своё влияние всё те же четыре крупнейшие группы – Мицуи, Мицубиси, Сумимото и Ясуда. В 1970-е годы к ним добавились Дайити и Санва. В этих группах всеми вопросами финансирования руководил возглавлявший группу банк, а сбытом продукции занимались входившие в группу торговые компании.

<sup>34</sup> Его выдавали предприятиям те же самые банки, которые были в центре новых финансово-промышленных групп, пришедших на смену дзайбацу. Около 30% финансирования было связано с инвестированием сбережений частных лиц – в Японии, согласно существующим традициям, обычным делом было откладывать значительную часть доходов, чтобы потом покупать на эти сбережения акции своего предприятия. За счёт повышения производительности труда и более эффективной его организации удельный вес расходов на оплату труда в Японии был в несколько раз ниже, чем других

Японское экономическое чудо дало свои плоды и на рынке ценных бумаг – с 1952 по 1969 г. общая стоимость находившихся в обращении бумаг выросла с 1,8 до 298,5 млрд иен (с 26% до 48% ВВП), а количество инвесторов, вкладывавших свои капиталы в ценные бумаги – с 2 до 6 млн<sup>35</sup>. Всего же в 1960–1969 гг. объёмы эмиссии ценных бумаг достигли 11,6 трлн иен, и рынок акций стал одной из основных движущих сил в мире японских корпоративных финансов<sup>36</sup>.

### ***Игры «быков» и «медведей». Американский рынок ценных бумаг в 1950–1960-е годы***

#### ***Послевоенный рост рынка ценных бумаг***

Окончание войны было встречено на американском рынке ценных бумаг с понятным оптимизмом – все ждали нового подъёма. В отличие от времени после Первой мировой войны, когда многие надеялись на восстановление довоенных динамичных рынков с их обширными мировыми связями, в 1945 году таких настроений не было. Никто не ждал восстановления положения дел, бывшего до 1939 года, хотя бы потому что рынки в 1930-е годы были в депрессивном состоянии. Если чего-то и ждали, то позитивных изменений.

Однако биржа переживала самое затяжное падение курсов бумаг за весь период с конца Второй мировой войны, начавшееся в 1946 г. и продолжавшееся до 1949 г. Даже после этого потребовалось ещё полтора года, чтобы цены достигли уровня 1946 г. «Такой “медвежий” рынок возник как следствие “медвежьей услуги” Федеральной резервной системы», поднявшей требования по покрытию маржи до 100%

---

странах (11% в Японии, 27% в Англии, 32% в США) при том, что величина заработной платы в Японии была тогда не меньше, чем в развитых странах Европы и США.

<sup>35</sup> Эти ценные бумаги составляли в среднем 6,9% стоимости всех национальных активов Японии в 1947–1955 гг. (7,8% в 1970–1973 гг.) Объёмы торгов на Токийской бирже (ставшей основным центром операций с ценными бумагами) увеличились с 1,3 млн акций в день в 1949 г. до 70,0 млн в 1959 г. и до 130,4 млн в 1963 г. При этом значение других японских бирж снижалось, а динамичный внебиржевой рынок ценных бумаг в эти годы ещё не сформировался (Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 215, 229).

<sup>36</sup> Zielinski R. Unequal Equities: Power and Risk in Japan's Stock Market / R. Zielinski, N. Holloway. – Tokyo: Kadansha International, 1991. – P. 161.

с целью предотвращения послевоенной спекулятивной лихорадки. Трудно переоценить силу психологического влияния последствий «Великой депрессии», царившего на рынке в те времена. Поэтому инвестиционный климат «оставался чрезвычайно консервативным»<sup>37</sup>.

Но подъём всё же начался. В Европе и Японии оживление было связано с планами Маршалла и Доджа, и с поступлением американских капиталов, а в США – с участием в послевоенном восстановлении других стран. Низкие учётные ставки в США держались на стабильном уровне долго, до конца 1960-х годов. Это обеспечивало устойчивый рост американской экономики и во второй половине 1940-х годов, и в 1950-е годы. Начались эпоха крупных американских корпораций, вскоре ставших транснациональными<sup>38</sup>, и длительный период «бычьих» настроений на растущем рынке ценных бумаг. Американская экономика лидировала в мировом масштабе, и это признавали все.

Так 1950-е годы стали целой эпохой – и оптимистичной, и в то же время консервативной, но всё равно оставшейся в памяти американцев как время исполнения надежд. «На протяжении следующих 35 лет я погрузился в интересную и богатую жизнь коммерческого банкира» – вспоминал Дэвид Рокфеллер о послевоенном времени. – «За эти годы мне представилась не одна возможность занять должность в правительстве или стать послом. Я не принял этих привлечательных предложений, однако не сожалею об этом, поскольку моя служба в Chase Bank ставила передо мной интересные и трудные задачи и открыла мне иные... пути к участию в общественных и государственных делах»<sup>39</sup>.

Почти тридцать лет, с 1947 по 1975 года, длилось это «Великое процветание», когда заработная плата росла у всех, не только у топ-менеджеров. Каждый мог найти себе работу с неплохой зарплатой – в зависимости от специальности. Люди получали достаточно, чтобы позволить себе покупать многие новые товары. А их массовое производство

---

<sup>37</sup> Ливи Л. За кулисами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. – М.: Вильямс, 2004. – С. 65–66.

<sup>38</sup> Эти корпорации объединились в несколько финансово-промышленных групп – группу Морганов (пять крупнейших банков, в том числе JP Morgan, General Motors, General Electric и др. компании), группу Рокфеллеров (банк Chase Manhattan и корпорация Еххон, бывшая Standard Oil), Калифорнийскую группу (Bank of America, промышленные корпорации Lockheed, Douglas и др.).

<sup>39</sup> Рокфеллер Д. Клуб банкиров / Д. Рокфеллер. – М.: Алгоритм, 2012. – С.71.

стимулировало такое же массовое потребление. Как и в 1920-е годы, трудно было поверить, что процветание может закончиться и на смену ему придут 30 лет замороженных зарплат и растущего неравенства<sup>40</sup>. Может создаваться впечатление, что этот период процветания начался случайно, без целенаправленной политики государства. На самом деле правительство США, отказавшись от идеи национализировать промышленность (как это делали социалисты в Англии и Франции в 1950-е годы) и перераспределять доход в пользу бедных, пошло по пути создания условий для полной занятости и повышения покупательной способности среднего класса вместе с социальным обеспечением.

В это время работа банков и финансовых рынков регулировалась гораздо больше, чем в конце XX века, а доля кредитного капитала была намного меньше. При ипотечном кредитовании обязательным был первый взнос (минимум 20% общей стоимости), а при кредите под залог акций его сумма не могла быть больше 50% стоимости акций. Доля финансовых компаний в структуре рынка ценных бумаг была незначительной, и лишь немногие акции финансовых компаний были включены в листинг Нью-Йоркской биржи. Все международные финансовые операции жёстко контролировались, поэтому объёмы движения капиталов между странами были небольшими. «После окончания Второй мировой войны финансовая отрасль играла в экономике роль, существенно отличающуюся от сегодняшней», – вспоминает Джордж Сорос. – «Работая арбитражным трейдером варрантов и конвертируемых облигаций, я мечтал о создании варрантов, которые были бы не привязаны к самим акциям, но также торговались бы на рынке... Я даже и представить не мог такое разнообразие синтетических инструментов, которое сейчас обращается на биржах»<sup>41</sup>.

Нью-Йорк стал основным финансовым центром мира, окончательно оттеснив Лондон, а Нью-Йоркская биржа не

---

<sup>40</sup> С 1945 по 1975 г. ежегодный доход семьи (в пересчёте в доллары 2007 г.) с поправкой на инфляцию) вырос с 25 тыс. до 55 тыс. долларов. При этом в конце 1970-х годов 1% самых богатых получал не более 9% ВВП, остальные доходы населения распределялись сравнительно равномерно. В 2007 г., перед кризисом, 1% богатейших американцев получал 23,5% ВВП. Нечто подобное было и в 1928 г., накануне «Великого краха» 1929 г. (Райх Р. Послешок. Экономика будущего / Р. Райх. – М.: Карьера-пресс, 2012. – С. 5, 50).

<sup>41</sup> Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – С. 124.

имела конкурентов по операциям с ценными бумагами<sup>42</sup>. Пожалуй, единственное, в чём Нью-Йорк уступал в те годы Лондону – это операции с иностранными бумагами, обеспечивавшие доступ на глобальные рынки капитала. В Лондоне, несмотря на общий спад на британском рынке ценных бумаг, в 1940-е годы на бирже котировались иностранные акции и облигации. А в Нью-Йорке к ним в это время не было интереса. В 1947 г. в там был выпущен международный облигационный заём Всемирного банка, и этим дело ограничилось. Иностранные бумаги на Нью-Йоркской бирже стали появляться позже, в 1955–1962 годы<sup>43</sup>.

Во второй половине 1940-х годов инвесторы всё ещё настороженно относились к рынку акций, предпочитая государственные облигации. Тогда, как и в середине 1920-х, рост цен на акции был не больше 1,5% в год, и эти бумаги не вызывали особого интереса инвесторов. Да и в 1950-е годы всего 5% американцев владели акциями (в отличие от 50%, владевших акциями в 2000 г.). Однако вскоре маятник качнулся в другую сторону, и начался период самых высоких темпов роста курса акций, длившийся до 1968 года<sup>44</sup>.

Рост вызывал у всех однозначный энтузиазм, питая наивную веру, что цены на эти бумаги будут только повышаться. Горький опыт 1929 года был уже позабыт, и лишь немногие задумывались о том, что перегрев рынка может скоро закончиться. И действительно, с 1968 по 1970 год курсы акций снизились на 36%, и уровень доходности инвестированного капитала упал до самого низкого после Второй мировой войны уровня. Однако вскоре цены на акции снова стали быстро повышаться и достигли максимального уровня в начале 1972 года. Но рынок акций в 1972 году вовсе не был в благоприятном состоянии – в целом эти ценные бума-

---

<sup>42</sup> В среднем ценные бумаги составляли 24,2% стоимости всех национальных активов в 1947–1955 гг. и 19,1% в 1970–1973 гг.

<sup>43</sup> Это были бумаги южноафриканских компаний, добывающих золото; малайских каучуковых плантаций, а также различных латиноамериканских предприятий. Общая сумма операций с ними за эти годы составляла 4,2 млрд долларов.

<sup>44</sup> Несмотря на краткие периоды снижения роста цен на акции в 1956–1957 и 1961–1962 годах, к 1968 году индекс S&P 500 достиг отметки 108. За 17 лет, с 1951 по 1969 год, цены на акции выросли более чем в семь раз, в среднем по 11% в год, не считая роста дивидендов – в среднем 3,5% в год. Индекс Доу – Джонса вырос со 162 в середине 1949 года до 995 в начале 1966 года (Fisher L. Rates of Return on Investments in Common Stock; the Year-by-Year Record, 1926–1965/ L. Fisher, J. Lorie // The Journal of Business. – 1968. – Vol. XLI. – № 3. – P. 291–316).



ги стали менее привлекательны для инвесторов по сравнению с 1960-ми годами. И если раньше доходность акций в два раза превышала доходность облигаций, то сейчас облигации стали более выгодными. Инвесторы поняли это и начали менять структуру своих портфелей в пользу долговых бумаг с фиксированным доходом, избавляясь от акций. Впрочем, с концом периода «бычьего» рынка эти инвесторы испытали настоящий шок от понимания, что курсы облигаций могут так же колебаться, как и курсы акций.

Однако в 1940–1950-е рынок облигаций действительно был стабилен, как никогда. Государственный долг США в 1945 г. достиг 252 млрд долларов, и рынок ценных бумаг заполнили облигации Казначейства. Затем, в 1950-е годы, государственный долг стал снижаться, и новое его повышение началось в 1960-е годы<sup>45</sup>. Патриотизм военных лет и долгое послевоенное процветание вызвали увеличение количества инвесторов, готовых вкладывать свои сбережения в ценные бумаги. К середине 1960-х их было 20 млн, а в 1970 г. – 30 млн, хотя лишь небольшая часть из них была активными инвесторами, регулярно покупавшими и продававшими бумаги.

Преобладающая часть инвестиций в государственные облигации не проходила через Нью-Йоркскую биржу из-за невыгодных условий комиссии. Если в годы войны инвесторы ещё приобретали часть государственных облигаций на бирже, то после 1950 года эти бумаги полностью исчезают из биржевых операций. Ими стали заниматься специализированные дилеры, предлагавшие более выгодные условия. В большинстве случаев инвесторы делали свои заказы на покупку-продажу облигаций по телефону. Так к 1950 г. возник стабильный и высоколиквидный внебиржевой рынок государственных бумаг с дневным оборотом 300 млн долларов, и этот телефонный рынок уже совершенно не нуждался в Нью-Йоркской бирже.

Операции с корпоративными ценными бумагами активизировались с 1945 г. Во второй половине 1940-х годов на бирже в два раза увеличилось количество новых акций, но корпоративные облигации отставали от них. И хотя на рынке появилось много новых муниципальных облигаций, в целом обороты биржевых операций с ценными бумагами оставались на уровне военных лет. Практически все операции с государственными и муниципальными облигациями, а

---

<sup>45</sup> В 1970 г. государственный долг достиг 301 млрд долларов.

также значительная часть корпоративных облигаций и привилегированных акций проходили через внебиржевой рынок. И только облигации крупнейших и хорошо известных компаний попадали на Нью-Йоркскую биржу. Отчасти это объяснялось тем, что обращение многих облигаций было недостаточно массовым, чтобы привлечь внимание членов биржи, привыкших к активно торгуемым бумагам. А отчасти – политикой ФРС, удерживавшей фиксированные учётные ставки, из-за чего корпоративные облигации приносили не более 2,5% дохода (облигации Казначейства – 2,25%)<sup>46</sup>.

Жёсткая финансовая политика была связана с позицией президента США Г. Трумэна, подозрительно относившегося к неуправляемому биржевому миру и считавшего, что финансовая столица США должна находиться в Вашингтоне, а не на Уолл-стрит<sup>47</sup>. Судя по всему, Трумэн был в числе тех, кто верил в заговор коварных и корыстолюбивых финансистов из Нью-Йорка, перекачивавших в свои карманы деньги из государственного бюджета. Во всяком случае, именно под давлением Трумэна ФРС удерживала низкие фиксированные учётные ставки, чтобы финансировать расходы правительства на войну в Корее<sup>48</sup>.

### *Дело «Соединённые Штаты против Моргана»*

В октябре 1947 года положение на рынке ценных бумаг стало налаживаться, и Министерство юстиции по инициативе министра Тома Кларка начало новый этап борьбы с трестами. Связи между Morgan Stanley и J. P. Morgan, а также между компаниями Моргана и банковским синдикатом из National City Bank и First National Bank говорили о том, что крупнейшие инвестиционные банки сохраняют свою власть над американской промышленностью. На волне усиления государственного регулирования было решено наконец покончить с влиянием Морганов, идущим вразрез с интереса-

---

<sup>46</sup> Правила для совершения маржевых операций с ценными бумагами также ужесточились. В 1945 году по инициативе ФРС гарантийные взносы для маржевых операций с ценными бумагами были повышены с 50 до 75%, а в 1946 году до 100%. Это вело к тому, что количество таких операций уменьшалось, а сделки с ценными бумагами необходимо было совершать за наличные.

<sup>47</sup> Truman H. Memoirs / H. Truman. – 3 vols. Vol. 2. Years of Trial and Hope. – N. Y.: Doubleday, 1956. – P. 45.

<sup>48</sup> Военный конфликт 1950–1953 гг. между Северной и Южной Кореей, в котором участвовали США и Китай (поддерживаемый Советским Союзом).

ми государства. Началось длившееся несколько лет судебное расследование, получившее название «Соединенные Штаты против Генри С. Моргана» (*United States vs. Henry S. Morgan et al*). Во время судебного расследования выдвигались обвинения в том, что существует тайный заговор Морганов с целью устранения конкуренции и монополизации наиболее прибыльных операций в инвестиционном финансировании<sup>49</sup>. Проходившие по этому делу 17 банков и финансовых компаний были основными источниками финансирования для большей части промышленных предприятий США, хотя в самом по себе этом факте ничего противозаконного не было.

Формально после принятия в 1934 г. закона Гласса – Стиголла инвестиционные компании должны были прекратить операции с ценными бумагами. Однако в процессе следствия выяснилось, что все 17 компаний, против которых выдвигались обвинения в заговоре, были тесно связаны с трестом Моргана<sup>50</sup>. Однако в вопросе о наличии целенаправленного заговора (с чего и началось расследование) суд занял принципиальную позицию и отклонил иск Министерства юстиции. В октябре 1953 года после рассмотрения всех показаний судья Г. Медина заявил, что подозрения в заговоре беспочвенны. Каждая из обвиняемых компаний следовала своей политике на рынке ценных бумаг, выстраивая отношения с партнёрами и конкурентами согласно принятой практике. И не было никаких заговоров или тайных соглашений, упоминавшихся в иске. Так, благодаря этому следствию, тема заговора банкиров с Уолл-Стрит, не раз поднимавшаяся в первой половине XX века (особенно после кризиса 1929 года), была окончательно закрыта. Во время судебного процесса много раз обсуждались методы работы инвестиционных банков, как и механизмы получения ими прибыли. И в этом тоже не было никакого мошенничества – обычный финансовый бизнес. Так многие не соответствующие действительности стереотипы в отношении биржи и рынков ценных бумаг, сложившиеся во времена «Великой депрессии», наконец рассеялись.

---

<sup>49</sup> Medina H. Corrected opinion of Harold R. Medina, United States circuit judge in *United States of America, plaintiff v. Henry S. Morgan, Harold Stanley, et al.* / H. Medina. – N. Y.: Southern District, 1954. – P. 2.

<sup>50</sup> *Union Securities Corporation* оказалась филиалом J. & W. Seligman and Company; *Morgan Stanley and Company* – продолжением J. P. Morgan and Company. То же касалось *Blyth and Company*, *National City Company* и других проходивших по этому делу участников.

### *Начало подъёма 1950-х годов*

Подъём 1950-х годов в США, пожалуй, не имел себе равных. Чем-то он был похож на бурные 1920-е годы, но во многом и отличался. Не было в нём искусственного бума, спекулятивной горячки и надувания пузырей – на смену всему этому пришёл стабильный экономический рост, связанный не столько с окончанием Второй мировой войны, сколько с долгожданным выходом Америки из «Великой депрессии». Военные заказы оживили промышленность, создали новые рабочие места и этим потянули за собой подъём на финансовых рынках, тем более что Соединённые Штаты пострадали от войны гораздо меньше, чем другие страны.

В период послевоенного роста 1950-х годов правительствам казалось, что они могут легко управлять экономикой своих стран, продолжив планирование, начатое в военные годы. Работы по восстановлению было много, поэтому и безработица оставалась на низком уровне. И хотя в это время хватало трудностей (в Великобритании дефицит продуктов питания сохранялся много лет после войны, как и продуктовые карточки), те годы в Штатах, и в Англии все называли послевоенным «золотым веком», а во Франции – «славным тридцатилетием». И действительно, в 1950-е и 1960-е годы темпы роста ВВП были заметно выше, чем в 1970-е или в 1990-е годы<sup>51</sup>.

Объяснения длительного устойчивого экономического роста в послевоенный период были различными, в том числе и связанными с попыткой возродить эпоху «британской глобализации», закончившуюся после Первой мировой войны<sup>52</sup>. Думаю, что в разрушенных войной Европе или Японии мало кто думал об оставшейся в прошлом глобальной экономике начала XX века. Основными движущими силами послевоенного подъёма были стремление восстановить экономику и не отставать в технологических инновациях<sup>53</sup>. С 1950 по

---

<sup>51</sup> В 1950–1973 гг. в США – 3,9%, в 1973–1998 гг. – 3,0%; в Англии – 2,9% и 2,0%; во Франции – 5,1% и 2,1%, в Германии – 5,7% и 1,8% соответственно.

<sup>52</sup> Janossy F. The End of the Economic Miracle: appearance and reality in economic development / F. Janossy. – N. Y.: International Arts and Sciences Press, 1971.

<sup>53</sup> Символами этих инноваций были новые модели автомобилей, радиоприёмников, телевизоров, холодильников и телефонов. Более чем у половины американских семей был автомобиль, 75% семей в США имели стиральную машину в 1950 г., в Европе – только в 1970 г. Телефон в 1950-е годы был у 70% американских семей, в 1970 г. – у 94%, а в Англии или Франции –

1970 г. уровень жизни вырос в три раза, а безработица стала рекордно низкой: 0,5–4% в странах ОЭСР<sup>54</sup>.

В это время Америка стала государством среднего класса. Бедность и социальное неравенство не исчезли, но были забыты – большинство американцев с ними не сталкивалось. И если в 1920-е годы общество было политически поляризованным, и правые не собирались примиряться с левыми, то 1950-е годы стали временем политического компромисса. Республиканцы и демократы имели похожее мнение по многим вопросам, а фермеры заявляли, что если сельскохозяйственные субсидии называть социализмом, то они тоже считают себя социалистами. «Даже в самых маленьких городках... американцы выглядят как вполне благополучные представители среднего класса. Люди не жируют, но очень многие – гораздо больше, чем когда-либо прежде, – вполне преуспевают»<sup>55</sup>.

В 1950-е годы распространилась вера в то, что потребительский бум и общий рост уровня жизни приведёт к тому, что общество потребления станет бесклассовым, создавая для всех равные возможности. Жизненная философия равных возможностей, ставшая символом Америки, провозглашалась в книге «Искатели статуса»<sup>56</sup>, модной в 1959 году. И хотя бесклассовым обществом равных возможностей Америка так и не стала, вера в доступность успеха для всех оказалась в пятидесятые годы хорошим стимулом для многих.

О заговоре финансистов говорить перестали, а увеличение инвестиций вместе с ростом потребления создавали условия для «бычьих» настроений на рынке ценных бумаг и начала непрерывной игры на повышение, длившейся 15 лет – до 1969 года. «Соединённые Штаты вошли в фазу экономического роста, сопровождавшуюся резким увеличением спроса на кредит. По мере того как банковский кредит ста-

---

только у половины семей (Койл Д. ВВП: краткая история, рассказанная с пикетом / Д. Койл. – М.: Изд. Высшей школы экономики, 2016. – С. 60).

<sup>54</sup> Вспомним, что в 2012 году в Испании или Греции он достигал 25%.

<sup>55</sup> Joseph A. The U. S.: A Strong and Stable Land / A. Joseph // Time. – 1953. – 14 Sept. В 1950-е годы снизился и разрыв в благосостоянии различных слоёв общества – доходы самых богатых (1% населения) уменьшились на 30% по сравнению с концом 1920-х годов, а налоги значительно выросли (Piketty T. Income Inequality in the United States, 1913–1998 / T. Piketty, E. Saez // Quarterly Journal of Economics. – 2003. – № 1 (118). – P. 1–39).

<sup>56</sup> Packard V. The status seekers: an exploration of class behavior in America and the hidden barriers that affect you, your community, your future / V. Packard. – N. Y.: David McKay, 1959.

новился всё менее доступным, компании обращались к небанковским источникам финансирования», таким, как страховые компании и пенсионные фонды, «и начали выпускать свои собственные коммерческие бумаги»<sup>57</sup>.

Инвесторы сразу же отреагировали на изменение настроения рынка – они хотели получить свой доход от роста промышленного производства и технологического прогресса. В 1950-е годы иметь своего биржевого брокера, дающего рекомендации по правильному инвестированию, стало таким же признаком хорошего тона, как иметь своего психоаналитика. Количество мелких индивидуальных инвесторов (как и мелких акционеров) быстро увеличивалось. Больше стало и посредников, предоставлявших мелким инвесторам финансовые услуги.

Инвестиционный бум стимулировало общее повышение доходов<sup>58</sup>, и настроение 1950-х годов действительно чем-то напоминало бурные 1920-е. Государственные органы, регулирующие рынок ценных бумаг (в том числе ФРС), не препятствовали подъёму. А рост эмиссии ценных бумаг компаний вместе с активной рекламой новых акций вели к тому, что свободные капиталы инвесторов (в основном из среднего класса) устремлялись на рынок ценных бумаг. В центре внимания были акции таких инновационных компаний, как Motorola и Zenith (сегодня мы бы назвали их высокотехнологическими), производившими телевизоры. Не отставали от них фармацевтические предприятия, выпускавшие новые медикаменты, а также компании, производившие автомобили, кондиционеры, холодильники и другую бытовую технику.

Настоящее оживление на рынках ценных бумаг началось в 1953 году, когда на смену Гарри Трумэну и его администрации, подозревавшей финансовый мир в коварных заговорах, пришёл президент от республиканской партии Дуайт Эйзенхауэр (занимавший этот пост в 1953–1961 гг.). Республиканцы не были у власти 25 лет, со времён Кулиджа и Гувера, и эта партия ассоциировалась у всех с экономическим подъёмом 1920-х годов. Эйзенхауэр был верен общей

---

<sup>57</sup> Рокфеллер Д. Клуб банкиров / Д. Рокфеллер. – М.: Алгоритм, 2012. – С.118.

<sup>58</sup> Средний доход семьи потенциальных инвесторов составлял в 1950-е годы 7,5 тыс. долларов. В 1920-е годы он был намного ниже, примерно 1,2 тыс. долларов (Гейст Ч. История Уолл-стрит / Ч. Гейст. – М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. – С. 319).

стратегии республиканцев – как можно меньше вмешиваться в деятельность рынков.

Для борьбы с инфляцией правительство Эйзенхауэра начало проводить политику ограничения кредитной экспансии, что вызвало спад промышленного производства, длившийся с июля 1953-го по февраль 1954 года. Снижение производства достигло 10%, а безработица увеличилась в три раза. При первых признаках рецессии правительство отказалось от планов ограничения кредитов, начав стимулировать кредиты на жилищное строительство. Прежде всего администрация нового президента остановила рост государственных расходов. Соответственно, уменьшились объёмы эмиссии государственных облигаций, что дало возможность инвесторам направить свободные капиталы в корпоративные и муниципальные облигации, количество которых в обращении начало расти. Особенно это касалось муниципальных облигаций, связанных с бумом на рынке недвижимости. Общий рост доходов сделал для многих реальностью американскую мечту о находящемся в пригороде коттедже с зелёной лужайкой – наглядном символе благосостояния.

Увеличение количества новых бумаг и объёмов операций с ними привело к тому, что с 1950 по 1960 год в два раза увеличилось количество филиалов брокерских компаний, занимающихся продажами ценных бумаг. Всё чаще рекламировались инвестиции в акции, казалось бы, надолго забытые после краха 1929 года и «Великой депрессии». Нью-Йоркская биржа в этом отношении действовала осторожно, включая в котировки лишь те акции, по которым хотя бы пятьдесят лет стабильно выплачивались дивиденды<sup>59</sup>. Это воспринималось как гарантия надёжности компаний.

Однако в 1950-е годы индивидуальные инвесторы не очень спешили погружаться в мир ценных бумаг – их гораздо больше интересовали капиталовложения в жилую недвижимость, и более понятные, и явно более надёжные. Основную активность в операциях с ценными бумагами в это время проявляли институциональные инвесторы, в том числе взаимные фонды.

Начало 1950-х годов было отмечено несколькими скандалами на Американской фондовой бирже (AMEX) – крупнейшей после Нью-Йоркской фондовой биржи

---

<sup>59</sup> По акциям восьми компаний (Pennsylvania Railroad и др.) дивиденды стабильно выплачивались не менее ста лет, ещё по сотне акций – не менее пятидесяти.

(NYSE<sup>60</sup>), связанных с торговлей незарегистрированными акциями и манипуляцией ценами на них<sup>61</sup>. Стало ясно, что репутация этой биржи значительно уступает NYSE и в её работе необходимы изменения. В 1953 г. биржа получила своё современное название – American Stock Exchange, что должно было символизировать если и не полное, то хотя бы частичное обновление. Однако в то десятилетие она значительно уступала NYSE и только в начале 1970-х годов приблизилась к ней по количеству включённых в котировки бумаг.

Вопросы репутации тогда имели решающее значение. «Торговля на Уолл-стрит оставалась в те годы наиболее аристократическим бизнесом в Америке... Для того чтобы попасть в компанию Morgan Stanley, недостаточно было быть белым протестантом англосаксонского происхождения, требовался диплом Принстонского университета. И, конечно, большой подмогой были родственные связи... Поскольку компании могли занять капитал только у семей своих партнёров, бизнес обычно переходил от родителей к сыновьям». Поэтому членство в таком привилегированном сообществе «в начале 1950-х годов было так же рискованно в смысле финансовых потерь, как и родство с королём Саудовской Аравии в середине 1970-х»<sup>62</sup>.

#### *Спад 1955 года и новый подъём*

Первый период игры на повышение, длившийся до 1957 г., был отмечен спадом в сентябре 1955 г., когда в газетах появились сообщения о сердечном приступе у президента Эйзенхауэра. Начались массовые продажи акций (за один

---

<sup>60</sup> История AMEX началась в 1911 г., когда участники внебиржевого рынка, собиравшиеся для операций с акциями на улицах, создали ассоциацию New York Curb Market Association. Подробнее см.: Bruchey S. Modernization of the American Stock Exchange, 1971–1979 / S. Bruchey. – N. Y.: Routledge, 1991. – P. 19–33.

<sup>61</sup> В 1951 г. на пост президента биржи пригласили финансового аналитика Эдварда Маккормика, ранее бывшего членом Комиссии по ценным бумагам и биржам. Чтобы стимулировать работу биржи, он включил в котировки большое количество новых акций, в том числе сомнительного качества. Ещё один ведущий член биржи, Эдвард Элиот, оказался вовлечён в противозаконные операции с корыстной целью. Когда эти факты получили огласку и начался скандал, выяснилось, что в подобных злоупотреблениях были замешаны и другие члены биржи.

<sup>62</sup> Ливи Л. За кулисами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. – М.: Вильямс, 2004. – С. 65.



день было продано 8 млн ценных бумаг), цены упали, и убытки от разницы курсов составили 14 млрд долларов. Политика президента по сокращению государственных расходов подпитывала рынок ценных бумаг, и все опасались, что если Эйзенхауэр покинет свой пост по состоянию здоровья, финансовая политика государства может измениться. И тогда маятник может качнуться в другую сторону, как это уже было при Трумэне. Эйзенхауэр поправился и администрация президента продолжала проводить всё тот же курс на сокращение государственных расходов. Но в следующем 1956 г. появились первые признаки приближения экономического спада. В январе 1957 г. Эйзенхауэр, избранный на второй президентский срок, обещал новый экономический подъём. Но с сентября 1957 г. по апрель 1958 г. производство снизилось на 14,8%. По глубине этого снижения, а также по количеству банкротств и росту безработицы это был самый глубокий спад с 1945 года.

Новый подъём действительно скоро начался, и он был связан с гонкой вооружений. Запуск первого советского спутника 4 октября 1957 года был воспринят в США как признак отставания, которое необходимо как можно быстрее наверстать<sup>63</sup>. Государство не жалело денег на военные заказы, и на рынке ценных бумаг акции компаний военной промышленности стали основным предметом спекулятивной игры<sup>64</sup>. Быстро растущий рынок привлекал к себе новых и новых инвесторов. С 1949 по 1959 г. количество индивидуальных инвесторов выросло в два раза. Их операции составляли 55% оборота биржи, институциональных инвесторов – 25%, и членов биржи – 20%. Половина индивидуальных инвесторов была из Нью-Йорка, остальные из других штатов<sup>65</sup>.

Так на волне военных заказов в конце 1950-х годов начался ажиотаж вокруг акций новых и быстро растущих компаний. В то время любимым словом был «рост», ему придавали магическое значение. Главное, чтобы компания росла. Поэтому такие быстро развивающиеся и перспективные

---

<sup>63</sup> Американцы тоже готовили к запуску свой спутник, но когда СССР их опередил, это стало настоящим шоком.

<sup>64</sup> В это время в список наиболее популярных для спекулятивных операций акций (кроме уже хорошо известных корпораций US Steel, American Motors, Studebaker Packard, IBM Corporation, AT&T) вошли бумаги недавно созданных и быстро поднимавшихся на гонке вооружений компаний – Raytheon, Texas Instruments, Litton Industries, Loral Electronics и др.

<sup>65</sup> Гейст Ч. Р. История Уолл-стрит / Ч. Р. Гейст. – М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. – С. 327.

компании, как IBM или Texas Instruments, продавали в 1959 году свои акции с 80-кратной нормой прибыли. Через год, в 1960-м, это уже было невозможно, и прибыльность опустилась до 20–30%<sup>66</sup>. Понятно, что подобная оценка акций не могла быть основана на классическом принципе «прочного фундамента», но инвесторы верили, что ценные бумаги можно будет продать по такой цене. Люди постарше, помнившие о событиях 1929 года, говорили, что ни за что не станут покупать эти переоценённые акции. Но молодые были уверены, что все купленные бумаги на следующий день будут стоить в два раза дороже. Так оно, в общем-то, и было.

В 1959–1962 годах начался бум акционерного учредительства – его называли «бум электроники», и было основано множество новых акционерных компаний. Многие из них не имели отношения к электронике, но достаточно было добавить в название упоминание о какой-нибудь «тронике»<sup>67</sup>, чтобы акции в два раза выросли в цене. Понятно, что через несколько лет акции большинства этих компаний уже не стоили ничего. В 1962 году бум закончился, но он дал толчок для брокерских фирм, переживавших свой расцвет<sup>68</sup>. Изменилось и отношение к брокерам – в 1930-х годы их считали спекулянтами, занимавшимся сомнительной деятельностью. В 1940-е годы в работе и брокера, и финансиста тоже ничего престижного не было<sup>69</sup>. А к концу 1950-х годов брокеры стали уважаемой профессиональной группой, по статусу приближающейся к директорам компаний. Ещё больший престиж приобрели инвестиционные банкиры (такие как Чарльз Аллен из Allen and Company или Кларенс Диллон из Dillon Read).

---

<sup>66</sup> Мэлкил Б. Г. Случайная прогулка по Уолл-стрит / Б. Г. Мэлкил. – Минск: Попурри, 2006. – С. 55.

<sup>67</sup> Как в компаниях тех лет Dutron, Vulcatron, Circuitronics, Videotronics, Electrosonics и других подобных. Особенно забавно смотрится сегодня название Powertron Ultrasonics.

<sup>68</sup> Крупнейшей из них была Merrill Lynch, создавшая в середине 1950-х годов разветвленную брокерскую сеть, ориентированную на мелких индивидуальных инвесторов. Влиятельными были и брокерские компании E. F. Hutton, Bache and Company, Paine Webber, F. I. du Pont, Dean Witter и др.

<sup>69</sup> Когда в 1948 году «я начал свою карьеру... в качестве младшего финансового аналитика», – вспоминал Л. Ливи, – «Уолл-стрит не пользовалась популярностью как место работы – слишком много судеб было искалечено крахом биржи и “Великой депрессией”. Многие весьма способные люди предпочитали работать в правительственных учреждениях» (Ливи Л. За кулисами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. – М.: Вильямс, 2004. – С. 64).

Тем временем подходил к концу второй срок пребывания на посту президента Эйзенхауэра, либерально настроенного по отношению к финансовым рынкам. Во время его президентства биржи и рынок ценных бумаг переживали свой расцвет. Однако во многом этот подъём был связан с началом гонки вооружений и ростом влияния военно-промышленного комплекса. Эйзенхауэр понимал, к чему это может привести, и не раз предупреждал об опасности роста влияний военных компаний, стремящихся стать монополистами. В своей прощальной речи он говорил, что «ежегодно на оборону мы тратим сумму, превышающую чистую прибыль всех корпораций США... Нам необходимо принять меры предосторожности против случайного либо преднамеренного приобретения военно-промышленным комплексом чрезмерного влияния»<sup>70</sup>.

### *Нестабильность на рынках в начале 1960-х годов*

В январе 1961 г. пост президента занял Джон Кеннеди (1961–1963), представитель Демократической партии, происходивший из семьи политиков и финансистов<sup>71</sup>. Во время войны он был командиром торпедного катера, а в 1947 г. начал политическую карьеру и был избран сенатором от штата Массачусетс. Фигура президента Кеннеди приобрела широкую известность главным образом из-за драматической истории его убийства в 1963 г., которое так и осталось до конца не понятым. Об этой истории написано много и нет смысла её здесь пересказывать. Можно спорить, действительно ли владыки крупных корпораций решили избавиться от неудобного для них президента, но экономическая политика Кеннеди им явно не понравилась.

В это время американская экономика переживала спад 1960–1961 гг., вызванный жёсткой монетарной политикой, проводившейся для повышения доверия к доллару. После избрания Кеннеди, обещавшего «новые рубежи», на рынках началось недолгое оживление. Однако в первой половине 1962 г. темпы роста замедлились, объёмы инвестиций в промышленность уменьшились, а безработица остановилась

---

<sup>70</sup> Eisenhower D. The White House Years: Waging Peace, 1956–1961 / D. Eisenhower. – N. Y.: Doubleday, 1965. – P. 661.

<sup>71</sup> Отец Джона, финансист Джозеф Кеннеди (президент правления банка Columbia Trust), в дальнейшем стал послом США в Англии.

на уровне 5,5%. Прекращение начавшегося спада стало основной экономической задачей администрации нового президента, но путь был выбран не совсем удачный.

Кеннеди стал добиваться снижения цен на сталь, считая их завышенными. Такая политика президента вызвала конфронтацию с U. S. Steel Corporation и другими сталелитейными компаниями, из принципа принявшими решение ещё больше поднять цены на сталь. Кеннеди тоже занял принципиальную позицию и добился отмены этого решения. После этого отношения с крупными корпорациями были окончательно испорчены. Кеннеди утратил их доверие, нажив себе серьёзных врагов. Последней каплей стали слухи о том, что Кеннеди хотел ограничить права ФРС и лишить её монополии на эмиссию банкнот.

Проблемы для экономики и финансов создавала и внешняя политика Кеннеди – неудачная операция против Кубы с целью свержения Кастро в апреле 1961 г., Берлинский кризис во второй половине 1961 г., начало прямого военного вмешательства во Вьетнаме с 1961 г. (приведшее к затяжной войне, в которой США проиграли), Карибский кризис в середине 1962 г. Все эти события, усиливавшие международную напряжённость и поставившие мир на грань войны, не могли не влиять на хрупкий и чувствительный мир финансовых рынков.

В мае 1962 г. на бирже началась паника, массовая продажа бумаг и быстрое падение курсов акций, самое заметное после 1929 г. Только лишь за один день 28 мая индекс Доу – Джонса упал на 6%. Это сразу же напомнило страшные времена краха 1929 года и вызвало всеобщее беспокойство. На следующий день индекс вернулся к прежнему уровню и даже немного увеличился. Такое быстрое восстановление финансового рынка, пожалуй, не имело аналогов, но говорило лишь о его нестабильности. Очередной спад на бирже, когда рыночные индексы понизились на 3%, произошёл в день убийства Кеннеди 22 ноября 1963 г., что было понятно. В 14 часов биржа была закрыта, чтобы избежать паники. Но к тому времени многие инвесторы уже понесли убытки, так как после известия об убийстве президента биржевые специалисты не успевали обрабатывать все заявки на покупку-продажу бумаг.

Преемником Кеннеди стал Линдон Джонсон (1963–1969), представитель Демократической партии, бывший при Кеннеди вице-президентом. При Джонсоне Америка полностью включилась в войну во Вьетнаме, что привело к паде-

нию популярности президента. Началось массовое антивоенное движение, скоро переросшее в общее «брожение в умах» конца 1960-х годов. О том времени хорошо сказал современник событий Пол Кругман: «Шестидесятые годы были временем хиппи и студентов-радикалов... войны и протеста. Было бы глупо утверждать, что всё это не имело значения. Но все события такого рода играли... незначительную роль в закладывании основ для тех изменений, которые произошли в экономической политике США в последующие тридцать лет». Однако уроки, усвоенные республиканцами «на предмет того, как пользоваться культурной реакцией общества, ещё послужат консервативному движению в будущем десятилетия, хотя источники раздражения сдвинулись от хиппи и преступности к абортам и гомосексуальным бракам»<sup>72</sup>.

Финансовые рынки при Джонсоне были в целом спокойны с тенденцией к устойчивому росту, и рыночные индексы достигали временами максимально высоких значений. Процентные ставки росли, так же как и темпы инфляции (в 1960-е годы они увеличились в два раза с 2,5 до 5% в год).

### *Мода на конгломераты*

Начавшаяся в 1950-е годы длительная эпоха «бычьего» рынка создала волну слияний, самую сильную после массового образования трестов в конце XIX века. Смысл слияний и поглощений был в том, что многие не приносившие прибыль компании можно было купить по цене гораздо более низкой, чем пришлось бы потратить на учреждение новой фирмы. Инвесторы поняли, что если две компании с оборотом по 2 млн долларов объединяются, то их совокупный оборот может быть не четыре, а пять или шесть миллионов.

Антитрестовское законодательство не разрешало крупным корпорациям присоединять к себе компании из той же отрасли, но не запрещало присоединять фирмы, работающие в других отраслях. Увлечение конгломератами в 1960-е годы подкреплялось в основном тем, что позволяло повысить доходность акций без каких-то капитальных затрат и повышения производительности труда. В дальнейшем к этой идее возвращались снова и снова – и во время бума слияний и

---

<sup>72</sup> Кругман П. Кредо либерала / П. Кругман. – М.: Изд-во «Европа», 2009. – С. 105.

поглощений с помощью мусорных облигаций в 1980-е, и во время бума прямых инвестиций в 2000-е годы.

В 1960-е годы многие из процветающих компаний повысили свои доходы в десятки раз, свободных капиталов у них было достаточно, и они активно искали новые объекты поглощения. Характерным примером была связанная с военной промышленностью Litton Industries, производившая электронику. Она быстро поглощала другие компании, причём не только в электронной промышленности. Такая политика считалась диверсификацией, и вскоре Litton Industries стала одним из первых конгломератов. Их идея была проста – объединение группы компаний, работающих в различных сферах, помогало поддерживать совокупную прибыль группы даже при убытках в некоторых отраслях, обеспечивая выживание компании-конгломерата.

Настоящий бум создания конгломератов начался в конце 1960-х годов, когда руководители нескольких высокотехнологических компаний (Textron, Teledyne, LTV), разбогатевших на военных заказах во время вьетнамской войны, поняли, что её окончание неизбежно приведёт к сокращению их доходов. Тогда они решили использовать свои акции, пока ещё имевшие высокие котировки, для приобретения других компаний, не связанных с военной промышленностью. Благодаря этому у них прибыль на одну акцию продолжала расти, увеличивалось и отношение рыночной цены к прибыли.

Их примеру последовали другие, и даже ничем не примечательным компаниям удавалось увеличить отношение рыночной цены акции к прибыли лишь благодаря публичному объявлению о намерении приобрести другую фирму. Были разработаны особые методы бухгалтерского учёта, завышавшие рост прибыльности от приобретения других компаний. В покупаемых предприятиях благодаря этим методам упрощалась операционная деятельность и перераспределялись активы<sup>73</sup>.

---

<sup>73</sup> «Неверная концепция, лежавшая в основе бума конгломератов, состояла в следующем: считалось, что компании должны оцениваться в соответствии со степенью роста их дохода на акцию, независимо от того, за счёт чего достигался рост. Это неверное представление активно эксплуатировалось многими менеджерами, использовавшими свои акции с завышенной ценой для покупки компаний на выгодных условиях, что приводило к ещё большему раздуванию цены их собственных акций» (Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – С. 81).

Во время моды на конгломераты значительные прибыли доставались инвестиционным банкам, занимавшимся организацией слияний<sup>74</sup>. При продаже акций конгломератов инвесторам брокеры делали акцент на диверсификации рисков, так как инвестиции в конгломераты действительно были более надёжными. Впрочем, всё это предполагало, что котировки акций будут расти по мере расширения конгломерата. А гарантировать такой рост при колебаниях рынка, естественно, никто не мог. Не всё было так хорошо, как казалось на первый взгляд, и заявленную доходность большинства конгломератов завысили примерно на 40%.

Вскоре конгломераты достигли естественных для них границ роста. Чтобы сохранить доходность акций, необходимы были всё более масштабные приобретения, что начало раздражать влиятельные элиты. И когда Сол Стейнберг из Reliance Group решил приобрести Chemical Bank, эти планы натолкнулись на серьёзное противодействие. Затем началось падение цен, а без завышенной оценки акций приобретение других компаний утратило смысл. Стали вскрываться и внутренние проблемы конгломератов, вызывавшие всё большее недовольство инвесторов.

А с началом рецессии 1970-х годов многие из крупных конгломератов развалились. Когда их акции стали снижаться в цене, начался процесс разукрупнения конгломератов, отказывавшихся от ряда приобретённых ранее компаний. К тому же правительство признало конгломераты разновидностью трестов, после чего многие масштабные слияния стали блокироваться.

---

<sup>74</sup> Прибыль банков по этим операциям зависела от суммы сделки и оказывалась весьма немалой. Так как при образовании конгломератов происходило поглощение компаний, действовавших в различных отраслях, эти операции не подпадали под действие антитрестовского законодательства и создавали затруднения для SEC – Комиссии по ценным бумагам и биржам. По словам председателя комиссии Мануэля Козна, конгломераты стали «одной из самых серьёзных проблем, с которой сталкивается структура американской промышленности», требуя мер, «аналогичных тем, которые были использованы после волны слияний, охватившей коммунальные холдинговые компании в 1920-х годах» (Цит. по Seligman J. *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance* / J. Seligman. – Boston: Houghton Mifflin, 1982. – P. 417).

## *Взаимные фонды*

Первые взаимные фонды (mutual funds) появились как разновидность инвестиционных фондов в Нидерландах и Англии. В США их история началась в 1890-е годы, а во время бума 1920-х годов взаимные фонды приобрели популярность (наиболее известным был Massachusetts Investors Trust). После краха 1929 г. развитие взаимных фондов затормозилось. Быстрый их рост начался в 1950-е годы, когда количество таких фондов выросло более чем в десять раз. Подобно страховым агентам, представители фондов часто сами приходили к потенциальным инвесторам, рекламируя выгодность вложения сбережений в ценные бумаги и предлагая приобрести их за наличные.

Взаимные фонды того времени были небольшими по сравнению с теми огромными компаниями, которые сегодня ворочают триллионами долларов. Это был спокойный, уравновешенный сектор рынка, и в нём доминировали бостонские фирмы – Fidelity, Putnam, State Street, Mass Mutual. Хотя взаимные фонды почти полностью устраняли характерный для брокеров конфликт интересов между желанием заработать комиссионные и ответственностью за благополучие клиентов, инвестиционные банки относились ко взаимным фондам пренебрежительно.

Секрет быстрого роста взаимных фондов был в том, что они хорошо соответствовали потребностям инвесторов. В 1950-е годы количество мелких индивидуальных инвесторов заметно увеличилось, но большинство из них не очень понимали тонкости работы финансовых рынков. Да и не было у них цели в эти тонкости погружаться. Инвесторам нужны были простые и удобные посредники, которые предложили бы несколько выгодных вариантов вложения сбережений, предоставив хотя бы частичные (если не полные) гарантии сохранения капиталов.

Таким посредником стали взаимные фонды. Само название – mutual funds, – хорошо передаёт суть их деятельности. Эти фонды объединяли капиталы многих мелких инвесторов, не могущих (или не желающих) самостоятельно выйти на рынки. Фонды предлагали инвесторам профессиональное управление и при удачном ходе дел – неплохую прибыльность инвестиций. Для вложения капиталов инвесторы покупали акции фондов, а те вкладывали полученные деньги в ценные бумаги промышленных и других компаний. При выборе акций для формирования портфелей фонды ис-



ходили из своих собственных целей – либо роста и расширения фонда, либо максимизации прибыли. За счёт диверсификации портфеля у инвесторов появлялась возможность получать более надёжный доход, чем при вложении капиталов в акции отдельных компаний, курсы которых могли снизиться.

Однако было бы неверным говорить, что вложение капиталов во взаимные фонды было свободным от рисков и всегда гарантировало прибыль. Многие фонды выбирали бумаги для инвестиционного портфеля не самым удачным образом, а наибольшее недовольство инвесторов вызывал размер комиссионного вознаграждения фондов. Поэтому в 1960-е годы взаимные фонды, несмотря на все радужные обещания с их стороны, считались достаточно рискованным видом финансовых посредников. Несмотря на это количество взаимных фондов быстро росло, и в 1970 г. в США их было около 360 с общим объёмом активов 48 млрд долларов<sup>75</sup>. Многим удавалось достичь неплохой доходности инвестиций за счёт удачного состава портфеля ценных бумаг. Больше всего прославилась компания Бернарда Корнфилда, в 1960-е годы ставшая символом успеха взаимных фондов.

### *Бернард Корнфилд*

Берни Корнфилд был колоритным персонажем, мало чем похожим на солидных финансистов с Уолл-стрит. В детстве его звали Бенно, и он родился в Стамбуле в августе 1927 г. Его отец Леон, румынский еврей, начинал свой путь как театральный актёр, потом стал импресарио и кинопродюсером, открыв отделения своей фирмы в Вене и Стамбуле. Его карьера неожиданно закончилась после того, как он в Стамбуле провалился через потолочное окно на крыше и покалечился. В 1930 г. семья переехала в Нью-Йорк, где Леон нашёл работу преподавателя немецкой литературы. В 1933 г. он умер, и шестилетнего Бенно воспитывала мать Ида, вторая жена Леона. Она происходила из состоятельной еврейской семьи, разбогатевшей в Российской империи, но всё утратившей во время революции 1917 года. После смерти мужа Ида работала по 20 часов в сутки медсестрой и воспитала Бернарда в духе трудолюбия и настойчивости, что

---

<sup>75</sup> Fink M. The Rise of Mutual Funds: An Insider's View / M. Fink. – Oxford: Oxford University Press, 2011. – P. 63.

потом пригодилось ему в бизнесе. Мать оказала на Корнфилда сильное влияние, хотя её симпатии к русскому царизму были совершенно не близки Берни. О влиянии матери говорит и то, что когда Корнфилд стал богат, знаменит и окружен бесчисленными женщинами (а он был настоящим женолюбом – *womanizer*, как называют таких в Америке), он жил с пожилой матерью.

Юность Берни прошла в Бруклине, там он стал социальным работником, затем начал заниматься мелкой торговлей. До середины XX века Корнфилд не имел отношения к финансовому бизнесу, а в 1950-е годы занялся продажей акций взаимных фондов, посчитав это дело прибыльным. И он не ошибся. В 1956 г. Корнфилд приехал в Париж, где планировал продавать акции американских взаимных фондов (в основном *Dreufus Fund*) жившим во Франции американцам. «Невысокий мужчина, он производил прекрасное впечатление; немного заикаясь в разговоре, он тем не менее разговаривал на пяти языках», – вспоминал знавший его Леон Ливи<sup>76</sup>.

Обладая редкой способностью чувствовать настроение рынка, Корнфилд понял, что акции взаимных фондов пользуются хорошим спросом. Однако в США деятельность фондов контролировалась Комиссией по ценным бумагам и биржам. Тогда Бернарду пришла в голову гениальная по своей простоте мысль – основать фонд за пределами США, чтобы продавать его акции не только живущим в других странах американцам, но и всем желающим. Его фонд под названием «Услуги для живущих за границей инвесторов» (*Investors Overseas Services, IOS*) был учреждён в Панаме, главный офис находился в Швейцарии. Это был офшорный инвестиционный фонд открытого типа, в совет директоров входили бывший губернатор Калифорнии Пэт Браун и Джеймс Рузвельт (сын президента Ф. Рузвельта).

Ещё одной фишкой, привлекавшей клиентов к фонду Берни, была его любимая идея «народного капитализма», в духе которой Корнфилд обещал, что каждый инвестор может разбогатеть независимо от величины вложенного им капитала. Рекламным слоганом агентов фонда стали слова: «Do You Sincerely Want to be Rich?» («Вы действительно хотите стать богатым?»). Богатство, доступное для всех, – эти слова были привлекательны в 1960-х на фоне общест-

---

<sup>76</sup> Ливи Л. За кулисами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. – М.: Вильямс, 2004. – С. 139.

венных движений за гражданские права и модных разговоров о демократизации.

Клиентов у него хватало, фонд IOS стал знаменит, о нём заговорили, и началась ажиотажная покупка акций. Вначале настойчивые агенты фонда продавали его ценные бумаги живущим в других странах американцам (их было в то время более 2 млн), особенно американским военнослужащим, а потом и всем желающим иностранцам. Среди его клиентов были гонконгские торговцы и кенийские белые поселенцы, французские владельцы каучуковых плантаций в Лаосе и Вьетнаме, бельгийские владельцы шахт в Конго, ливанцы из Западной Африки и многие другие. Вскоре более половины клиентов IOS составляли немцы.

Время расцвета фонда совпало с подъёмом офшорного евродолларового рынка в Лондоне, и услуги, которые предлагал клиентам Корнфилд, были весьма своевременны. Слава о фонде Берни быстро распространялась и производила впечатление даже на искушённых финансистов. Все понимали, что IOS имеет большую покупательную способность, и крупные корпорации обращались к фонду с предложениями приобрести на выгодных условиях большие пакеты их акций. За десять лет капиталы, бывшие под управлением фонда, достигли 10 млрд долларов, и руководители фонда были уверены, что ещё через десять лет эта сумма вырастет до 100 млрд. Вскоре был основан суперфонд Fund of Funds – холдинговая компания, управлявшая несколькими другими фондами, принадлежавшими IOS. Суммарные активы этого «Фонда фондов» достигали в период расцвета 420–450 млн долларов<sup>77</sup>.

Разбогатец, Корнфилд вёл роскошный образ жизни – покупал не только банки на Багамах, в Люксембурге и Швейцарии, но и замки во Франции. Его окружали самые красивые женщины, наиболее дорогие автомобили, лучшие яхты и частные самолёты. Так Берни и его фонд стали ярким символом успеха, к которому он пришёл с нуля.

Акции фонда пользовались большим спросом из-за их быстрого роста, а также благодаря часто повторявшимся в рекламе заявлениям о полной анонимности любых данных об инвесторах, которых поэтому устраивало высокое возна-

---

<sup>77</sup> Arenson K. Anderson Firm is Found Guilty of Fraud / K. Arenson // The New York Times. – 1981. – Nov. 5. Сфера интересов «Фонда фондов» была настолько широка, что касалась даже добычи нефти. Из подразделения фонда, занимавшегося нефтяным бизнесом, в дальнейшем возникла крупная нефтяная компания Global Natural Resources.

граждение за услуги (5% от суммы инвестиций). По сути IOS стал крупной офшорной компанией, позволявшей инвесторам уклоняться от уплаты налогов, так как различные управлявшиеся им фонды были зарегистрированы в Канаде и других странах.

Однако к концу 1960-х годов IOS исчерпал свои возможности и у него начались проблемы – как, впрочем, и у других взаимных фондов. Первая волна увлечения ими уже прошла, а вторая ещё не началась. В середине 1969 г. IOS выпустил большое количество новых акций, значительную часть которых приобрели управляющие IOS и других связанных с ним фондов, взяв для этого кредиты. Около 15% этих бумаг купил сам Берни. Но когда в конце 1969 года закончился длительный период «бычьих» настроений на рынке и начался заметный спад, курс акций IOS снизился, и многие из владельцев крупных пакетов этих бумаг разорились. Именно в это тяжёлое время и появился Роберт Веско с предложением купить IOS. Сначала Корнфилд наотрез отказался. Но деваться было некуда – IOS нуждался в капиталах, а у других взаимных фондов тоже начались проблемы.

Роберт Веско, уроженец индустриального Детройта, знаменитого своей автомобильной промышленностью, в молодости был простым рабочим. За разные правонарушения он имел проблемы с полицией, но это не помешало ему добиться своего. В штате Нью-Джерси он основал собственную компанию с громким, хотя и не очень понятным названием International Controls Corporation (ICC). Вскоре ICC стала модным конгломератом и владела 24 другими компаниями, а объём её продаж вырос с 1 млн до 100 млн долларов. Секрет роста был в искусстве игры на разнице цен между бумагами с фиксированной и нефиксированной доходностью. Пока на рынке продолжалась повышательная тенденция, у Веско дела шли хорошо. Но когда в 1969 г. эта тенденция закончилась, в ICC начался дефицит денежных средств. Поэтому Веско и заинтересовал IOS Корнфилда. Однако когда Берни продал свой фонд, стало ясно, что целью Веско было не вывести IOS из кризиса, а выкачать из компании всё, что можно. Так он получил 220 млн долларов. То же самое он проделывал и с другими фондами. Собрав таким образом 500 млн долларов, Веско скрылся и был объявлен в международный розыск.

Его имя снова прозвучало в 1974 г., когда против Джона Митчелла, министра юстиции в администрации прези-

дента Ричарда Никсона, и министра торговли Мориса Станса были выдвинуты обвинения в связи с фондом Веско – главным образом, из-за его участия в финансировании кампании по повторному переизбранию Никсона. Выяснилось, что Веско оказывал финансовую поддержку Линдену Пиндлингу, который тайно пожертвовал 200 тыс. долларов Комитету по переизбранию Ричарда Никсона. Эта история добавила накала в Уотергейтском скандале<sup>78</sup>, а имя Никсона было окончательно дискредитировано.

Что же касается Корнфилда, то он, продав свою компанию IOS Роберту Веско, поселился в Беверли-Хиллз, где вёл роскошный образ жизни, занимаясь кинематографическим бизнесом. Однако прошлые дела напомнили о себе, когда при поездке в Женеву Берни был арестован и год провел в швейцарской тюрьме. Суд решил, что он уклонялся от показаний о полученной прибыли при последней продаже акций своего фонда. А его прибыль, по слухам, тогда достигала 7 млн долларов.

Умер Берни Корнфилд в 1994 г. в Лондоне от пневмонии в возрасте 67 лет. «Мелкий торговец из Бруклина, ставший крупнейшей фигурой в мире американских взаимных фондов... и превративший свою компанию в финансовую империю стоимостью 2,5 млрд долларов»<sup>79</sup> – писала в некрологе Диана Энрикес из New York Times.

### *Equity Funding Corporation*

Одним из крупнейших взаимных фондов был Equity Funding Corporation из Лос-Анджелеса, основанный Стэнли Голдблумом. В 1960-е годы этот фонд входил в число самых популярных, и его бумаги неизменно высоко котировались. Equity Funding Corporation называли чудом Уолл-стрит и самой быстро растущей компанией Америки. А потом неожиданно для всех оказалось, что руководство фонда обвиняется в 64 тысячах фальшивых операций на сумму 2 млрд долларов, подделке облигаций на 25 млн долларов и хищении активов на 100 млн долларов.

---

<sup>78</sup> Политический скандал в 1972–1974 гг., получивший широкую огласку и закончившийся досрочной отставкой президента Ричарда Никсона.

<sup>79</sup> Henriques D. Bernard Cornfield, 67, Dies: Led Flamboyant Mutual Fund / D. Henriques // The New York Times. – 1995. – March 2.

Стэнли Голдблум начал свой путь простым агентом в страховой компании, где судьба свела его с Гордоном Мак-Кормиком, генератором идей, не умевшим их исполнять. Одной из таких идей был новый финансовый инструмент, впечатливший Голдблума. Для этого необходимо было соединить страховой полис и акции взаимного фонда, чтобы клиент получал страховой полис, но не платил за него деньги. Схема была простой. Клиент покупал акции фонда, становясь владельцем доли его собственности. Затем он выбирал подходящий для него страховой полис. Взносы по нему оплачивались дивидендами, получаемыми по акциям фонда. Так как рынок в это время рос, предполагалось, что курс акций и дивиденды также будут расти, и вскоре страховка будет досрочно оплачена. Дальнейшие дивиденды будут прибылью клиента, получавшего кроме того ещё и страховой полис. Такой гибридный продукт был характерен скорее для Англии, а в Америке никогда раньше не применялся. Но, как показал дальнейший ход событий, американские инвесторы покупали его очень охотно.

Оставалось создать фирму, управляющую одновременно и паевым фондом, и страховой компанией. Так в 1960 г. была учреждена Equity Funding Corporation. Президентом компании стал Стэнли Голдблум, председателем правления – Майкл Риордан. Продажи гибридного страхового продукта быстро росли. Новая стратегия страхования, совмещённая с инвестициями в акции, произвела желаемое впечатление на инвесторов. За пять лет рыночная цена акций фонда повысилась с 6 до 90 долларов. Кроме многочисленных индивидуальных инвесторов среди клиентов Equity Funding Corporation были и крупные фонды (в том числе, созданные для финансирования университетов), решившие увеличить свои капиталы.

Проблема была в том, что гибридный страховой инструмент, хотя и был выгоден инвесторам, не приносил достаточной прибыли компании. И в 1965 г. Стэнли Голдблум решил начать фальсификацию отчётности – для дальнейшего продвижения на рынке ему нужна была высокая прибыльность, и если её не было на самом деле, оставалось эту прибыльность придумать. Вскоре все заговорили о рекордных показателях роста компании. Но оставался нерешённым главный вопрос: откуда брать реальные деньги?

Радикальную идею подал новый компаньон Голдблума, Фред Левин. Он предложил оформлять фиктивные страховые полисы на несуществующих клиентов, затем пере-

продавать их, получая 80% от суммы страховки. К тому времени Equity Funding Corporation имела высокую репутацию, и перепродаваемые полисы охотно покупали другие компании. Мысль о том, что это фиктивные полисы на не существующих клиентов, никому в голову не приходила. При аудиторских проверках предоставлялись все документы по выборочно взятым клиентам, а непосредственно общаться с самими клиентами у аудиторов не было принято. Поэтому подделку документов так и удавалось раскрыть.

Благодаря аферам Левина активы компании за три года выросли с 9 до 500 млн долларов, а годовой доход – с 620 тыс. долларов до 26 млн. К 1972 году акции Equity Funding Corporation считались наиболее выгодными для инвесторов среди 500 ценных бумаг финансовых компаний. К моменту расцвета Голдблум обогатился на 30 млн долларов, по иронии судьбы став председателем комитета по этике лос-анджелесского отделения Национальной ассоциации биржевых дилеров (NASD), где произносил эмоциональные речи о необходимости непримиримой борьбы с мошенниками.

Всё было хорошо, пока в 1973 году один из менеджеров фонда, Рональд Секрист, решил, что ему выдали недостаточную премию на Рождество. Разозлившись, он признался финансовому аналитику Рею Дирксу, что фонд выпускает фальшивые страховые полисы (их было больше половины) и продаёт страховым компаниям, присваивая полученные от этих операций деньги. Началось расследование, установившее, что фонд действительно обманывал не только инвесторов, но и аудиторов вместе с инвестиционными банкирами. Когда в 1973 г. о мошенничестве фонда было официально объявлено, его акции полностью упали в цене, а потери инвесторов достигли 300 млн долларов. Начался скандал, и за одну неделю капитализация Нью-Йоркской биржи снизилась на 15 млрд долларов.

Голдблум и Левин отделались сравнительно легко – им дали всего лишь четыре и два с половиной года тюрьмы соответственно. Больше всего неприятностей было у Рея Диркса. Судебный иск против него возбудили аналитики Equity Funding Corporation, требуя взыскать с него убытки в размере 100 млн долларов. А Нью-Йоркская биржа грозила ему запретом работы с любыми клиентами за нарушение правил биржи и разглашение конфиденциальной информации.

Однако Диркс не сдавался и решил проявить настойчивость, доказывая, что аферы Equity Funding Corporation за-

трагивают соблюдение стандартов отчётности и правил Комиссии по ценным бумагам и биржам. Особенно критично он высказывался в отношении Нью-Йоркской фондовой биржи, заявив, что она «рекламирует безопасность и надёжность вложения капиталов в ценные бумаги зарегистрированных на бирже компаний, хотя, по сути, является не только устаревшей, но и опасной системой, сохраняемой только для удобства её членов»<sup>80</sup>. Борьба Диркса с Комиссией по ценным бумагам и биржам длилась десять лет, но ни к чему хорошему для него не привела. Аналитика дополнительно обвинили в связях с проблемной Caiman Islands Reinsurance Corporation, и в итоге Дирксу пришлось покинуть мир Уолл-стрит, чтобы с нуля начинать скромный консалтинговый бизнес.

Крах Equity Funding Corporation стал крупнейшим в 1970-е годы на американском финансовом рынке (фонд IOS был, по сути, офшорной компанией и находился за пределами США). Суммарные потери инвесторов во время краха этих двух компаний достигли 800 млн долларов. Так, со скандалами, завершалась длительная эпоха роста и «бычьих» настроений на американском рынке ценных бумаг.

### *Итоги эпохи «бычьего» рынка 1950–1960-х годов*

Эпоха длительного роста, начавшаяся в 1953 г., знала несколько временных спадов и периоды нестабильности, но в целом это время вошло в историю как период общего подъёма, напоминая 1990-е годы. За более чем 15 лет все рыночные индексы выросли в четыре раза, во столько же раз повысилась цена места на Нью-Йоркской фондовой бирже. Дивиденды по акциям увеличились в среднем в пять раз, а суммарное количество обращающихся на бирже акций – в шесть раз<sup>81</sup>. Индивидуальных инвесторов, владевших акциями, также стало значительно больше – 6,5 млн в 1952 г. и 20 млн человек в 1970 г. (около 10% населения США – 205,1

---

<sup>80</sup> Dirks R. The Great Wall Street Scandal / R. Dirks, L. Gross. – N. Y.: McGraw-Hill, 1974. – P. 6.

<sup>81</sup> Общий оборот всех американских бирж увеличился с 18,1 млрд долларов в 1945 г. до 22,8 млрд в 1950 г., 46,9 млрд в 1960 г. и 136,5 млрд в 1970 г. (Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 222).



млн)<sup>82</sup>. Если в 1950-е годы эти инвесторы предпочитали облигации, не доверяя акциям, то в 1960-е годы они начали уверенно приобретать акции. Вместе с этим начало повышаться значение институциональных инвесторов – страховых и трастовых компаний, пенсионных фондов, а также взаимных фондов<sup>83</sup>.

Окончание эпохи роста и начало недолгого и неглубокого кризиса 1969–1971 гг. было отмечено увеличением количества банкротств<sup>84</sup>. После того как в конце 1960-х годов началось общее снижение курсов ценных бумаг, многие инвесторы не смогли вернуть онкольные кредиты, бравшиеся для игры на бирже. Энтузиазм инвесторов стал заметно слабеть. Отчасти это было связано и с тем, что их капиталовложения на рынке ценных бумаг никак не были застрахованы в отличие от банковских депозитов. Всё держалось на доверии к брокерам и другим посредникам, в том числе взаимным фондам. Всякий скандал, связанный с финансовыми посредниками, это доверие подтачивал. А понесших убытки инвесторов уже трудно было убедить в целесообразности дальнейшего вложения капиталов.

В 1971 г. Конгресс принял решение создать Корпорацию по защите инвесторов в ценные бумаги – Securities Investor Protection Corporation, SIPC<sup>85</sup>. Эта организация выполняла те же функции, что и Федеральная корпорация по страхованию депозитов. После этого счета инвесторов, открытые у брокеров, были застрахованы от мошенничества независимо от того, что могло произойти с самим брокером. Такая мера повысила общую безопасность инвестиций в ценные бумаги<sup>86</sup>.

---

<sup>82</sup> Гейсст Ч. Р. История Уолл-стрит / Ч. Р. Гейсст. – М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. – С. 346.

<sup>83</sup> В 1952 году институциональные инвесторы совершали 25% всех операций с акциями на Нью-Йоркской бирже (57% – индивидуальные инвесторы и 18% – члены биржи), а в 1969 году – 42% операций (33% – индивидуальные инвесторы и 24% – члены биржи).

<sup>84</sup> Всего в 1960-е обанкротилось более 150 компаний – членов Нью-Йоркской биржи; в 1950-е – только одна. Особенно усилилась волна банкротств в конце 1960-х годов, когда прекратили существование McDonnell and Company, Pickard and Company, Blair and Company и многие другие. Часть из них была поглощена более крупными участниками рынка, так же как Merrill Lynch поглотила одну из крупнейших брокерских компаний Goodbody and Company.

<sup>85</sup> Корпорация защищала интересы крупных инвесторов, имевших не менее 500 тыс. долларов в ценных бумагах.

<sup>86</sup> Ещё одной проблемой для инвесторов стали завышенные комиссионные брокеров. По традиции, сложившейся на Нью-Йоркской бирже, комиссион-

Изменения произошли и в организации продаж ценных бумаг. Крупные старые компании (такие как Morgan Stanley) вместо того, чтобы традиционно нанимать дополнительных брокеров, стали создавать у себя отделы продаж институциональным инвесторам. Всё чаще крупные пакеты акций продавались, минуя биржу. За счёт таких оптовых продаж крупные финансовые компании могли предложить своим клиентам более низкие цены, чем на бирже. Новые имена появились и в андеррайтинге ценных бумаг. Этот бизнес стали захватывать Salomon Brothers, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Blyth and Company.

С начала 1970-х оптимизм эпохи роста стал уходить в прошлое, так же как изолированность американского финансового рынка, долго верившего, что его не волнуют проблемы других стран. В следующее десятилетие этой вере суждено было угаснуть.

### ***Спад в 1970–1981-е годы***

#### *Экономическая политика президента Никсона*

С конца 1960-х годов начала нарастать инфляция, ставшая максимальной к началу 1980-х. Вместе с инфляцией повышались и процентные ставки, достигшие в 1970-е максимального уровня. Всё это сопровождалось (впервые после времён «Великой депрессии») социальной напряжённостью и массовым недовольством. Однако на финансовом рынке в это десятилетие были созданы новые инструменты страхования инвестиций в акции и облигации. Благодаря этому удалось избежать массового ухода инвесторов с рынка в годы, не самые лучшие для финансового бизнеса.

Позиции доллара в мировой финансовой системе оставались твёрдыми до середины 1960-х годов, а затем по мере расширения послевоенного подъёма в странах Европы началось усиление немецкой марки и японской иены (британ-

---

ные были фиксированными, что долгое время считалось вполне справедливым. Однако инвесторы с этим не соглашались, предлагая ввести договорные комиссионные. В таком случае брокерам пришлось бы взять на себя расходы по подготовке аналитических обзоров рынка, которые они обычно рассылали инвесторам (при фиксированных комиссионных стоимость этих аналитических исследований была включена в вознаграждение брокера). А это означало снижение размера фактической комиссионной прибыли брокера.

ский фунт после нескольких девальваций окончательно сдал свои позиции). На этом фоне в середине 1971 г. произошла отмена Бреттон-Вудской валютной системы.

В начале 1969 г. в США к власти пришёл Ричард Никсон, президент от Республиканской партии (1969–1974), обещавший закончить войну во Вьетнаме, вызывавшую к тому времени всеобщее недовольство. Американская экономика досталась ему в неблагоприятном состоянии: индекс Доу – Джонса снизился на 700 пунктов. Профсоюзы боролись за повышение заработной платы, но это означало, что цены на продукцию будут расти. Потребителей это, естественно, не устраивало.

Так новое десятилетие началось с инфляции и общего роста цен. Доллар терял покупательную способность, и это вызывало беспокойство инвесторов. В 1960-е подобная проблема уже была с британским фунтом, после чего пришлось его несколько раз девальвировать. Британский премьер-министр Гарольд Вильсон тогда не стал особенно вникать в реальное положение дел в британской экономике и заявил, что в проблемах с фунтом виноваты международные спекулянты – «цюрихские гномы», как он их называл.

А на Уолл-стрит положение ухудшалось. Если в 1966–1969 гг. комиссионные инвестиционных банкиров постоянно росли из-за бума слияний, то в 1970 г. наступил перелом. На финансовых рынках начался настоящий кризис с массовыми банкротствами компаний, и брокерские конторы не справлялись с потоком акций, выброшенных на рынок. Чтобы стабилизировать обстановку на бирже, был создан антикризисный Комитет надзора Нью-Йоркской фондовой биржи. Его возглавил Феликс Рогатин<sup>87</sup>, исполнительный директор одного из крупнейших инвестиционных банков Lazard Freres & Co.

Кризис 1970 года стал самым сильным испытанием для американского финансового рынка после 1929 г. «Мы смотрели на мир сквозь призму индекса Доу – Джонса на уровне 650 пунктов... войны во Вьетнаме и Камбодже, расстрела студенческой демонстрации в Кент-Стейте – и мы не знали, куда мы катимся; и мир представлялся нам в мрачных тонах» – вспоминал о тех днях Феликс Рогатин<sup>88</sup>.

---

<sup>87</sup> Феликс Рогатин (Felix Rohatyn) родился в 1928 г. в Вене, его родители были евреями из украинского города Рогатин.

<sup>88</sup> Коэн У. Последние финансовые магнаты. Тайная история Lazard Freres & Co / У. Коэн. – К.: Companion Group, 2009. – С. 135.

Министр финансов Джон Коннелли (один из основных советников президента Никсона) в борьбе с кризисом был сторонником решительных мер, предлагая девальвацию доллара и отказ от обмена доллара на золото. По словам главного экономиста ФРС Роберта Соломона, проблема Коннелли была в том, что ему не хватало «широты... для понимания, что именно необходимо сделать для улучшения экономического благосостояния США»<sup>89</sup>. Однако предложение министра финансов в целом было принято.

Президент Никсон 15 августа 1971 г. в выступлении по телевидению публично объявил о своём плане заморозить на три месяца зарплату и цены, а также ограничил конвертируемость доллара на золото, обвинив во всех бедах вслед за Вильсоном международных валютных спекулянтов. По словам Никсона, «в последние семь лет каждый год происходил международный валютный кризис. Кому выгодны эти кризисы? Не рабочему, не инвестору и не реальным производителям богатств. В выигрыше международные валютные спекулянты. Они процветают на кризисах, и они же помогают создавать их. В последние недели спекулянты вели тотальную войну против американского доллара. Однако сила валюты страны основывается на силе её экономики. Американская экономика на сегодняшний день является сильнейшей в мире. Поэтому я поручил министру финансов США принять необходимые меры, чтобы защитить доллар от спекулянтов»<sup>90</sup>. Никсон вместе с Коннелли считали, что благодаря этому удастся повысить стоимость импортных товаров, в то же время снизить цены на товары, экспортируемые из Америки. В сущности, речь шла об ослаблении доллара и о шоковой терапии (получившей название «никсоновский шок»). Биржи отреагировали на такие новости положительно. На Нью-Йоркской бирже за один день было продано рекордное количество акций – 31 млн, индекс Доу – Джонса вырос на 32 пункта и достиг отметки 889.

А вот иностранные инвесторы, узнав эти новости, стали массово избавляться от долларов. Нетрудно представить, какая паника началась на мировых валютных рынках. Главной проблемой был отказ США от золотого стандарта, и это вызвало опасения, что снизился золотой эквивалент доллара.

---

<sup>89</sup> Solomon R. The International Monetary System, 1945–1976: An Insider's View / R. Solomon. – N. Y.: Harpers and Row, 1977. – P. 191.

<sup>90</sup> Nixon R. Address to the Nation Outlining a New Economic Policy: The Challenge of Peace. August 15, 1971 / R. Nixon. – [www.presidency.ucsb.edu](http://www.presidency.ucsb.edu).

Многие считали, что после введения плавающих валютных курсов доллары больше никому не будут нужны. Наибольшей остроты нестабильность на мировых валютных рынках достигла к концу 1972 года, когда стоимость доллара снизилась, а других валют возросла.

### *Нефтяной шок*

«Во второй половине 1960-х годов в Соединённых Штатах многое менялось: музыкальные вкусы молодёжи, стиль мужских причёсок и длина женских платьев. Менялось всё, кроме цены на бензин. Дешёвые источники энергии, в частности бензин, стоивший около 30 центов за галлон, стали... неотъемлемым правом для большинства американцев. Это золотое время кончилось в декабре 1973 года»<sup>91</sup>.

Когда валютный кризис затронул нефтедобывающие страны, их прибыль стала снижаться. К тому же, арабские страны объявили эмбарго на поставку нефти в США. Это были санкции за американскую поддержку Израиля во время арабо-израильской войны 1973 г. Так возникла новая проблема – повышение цен на нефть почти в два раза, о котором объявила Организация стран – экспортёров нефти (ОПЕК). Цены на бензин в Америке выросли ещё больше, с 30 центов до 1,2 доллара за литр. Для потребителей это был шок, усугублявшийся слухами о том, что нефтяной кризис – следствие заговора «коварных арабских шейхов». А цены на нефть продолжали расти и за полтора года увеличились более чем в четыре раза, с 2,5 до 11,6 доллара за баррель.

Никсон после поражения во Вьетнаме не мог применить силу по отношению к «предателям» с Ближнего Востока и отправил туда на переговоры государственного секретаря Генри Киссинджера. По слухам, было заключено тайное соглашение о том, что все страны должны покупать нефть только за доллары (которые необходимо было приобретать в США), а прибыль от продажи нефти вкладывать в американскую финансовую систему. Арабские шейхи так и делали – во что ещё было им вкладывать доходы, как не в американские ценные бумаги? Впрочем, на деле разбогатевшие страны – экспортёры нефти быстро поняли, что дол-

---

<sup>91</sup> Рокфеллер Д. Клуб банкиров / Д. Рокфеллер. – М.: Алгоритм, 2012. – С. 199.

лары можно вкладывать не только в Америке, но и в Англии, и в Швейцарии. Это привело к неожиданному перераспределению инвестиций и укреплению самостоятельного европейского финансового рынка, всё меньше зависевшего от США.

После первого нефтяного шока 1973 года многие американские банки и финансовые компании стали работать с нефтедолларами. Начинаясь международный кредитный бум. Так как основная часть операций с нефтедолларами и международными кредитами проводилась за пределами США, банки начали создавать международные холдинги, чтобы избежать необходимости подавать отчётность по принятым в США жёстким стандартам<sup>92</sup>. Наибольший бум таких кредитных операций был с 1973 по 1979 годы, приводя к общему росту инфляции, характерному для всего этого десятилетия.

Американские финансовые рынки сразу отреагировали на рост цен на нефть. В конце 1973 г. и в начале 1974 г. учётная ставка стала расти, а биржевые индексы заметно снизились. На рынке акций начался застой – компании пользовались рынком облигаций, где доходность повысилась. Тем временем усиливался общий спад экономической активности, вызванный дорогим топливом. Этот спад закончился кризисом 1974–1975 гг. – самым сильным со времён «Великого краха» 1929 г. Начавшись осенью 1973 г. из-за повышения цен на нефть, кризис достиг наибольшей глубины во второй половине 1974 года<sup>93</sup>.

---

<sup>92</sup> В начале 1970-х годов американские банки были очень консервативными учреждениями – их деятельность была ограничена многими законами. Память о банковском кризисе начала 1930-х годов и о временах «Великой депрессии» была ещё жива, поэтому стремление к стабильности и безопасности часто перевешивало основную цель банковского бизнеса – получение прибыли. Это приводило к тому, что возможности для расширения деятельности банков были ограничены. Часто эти ограничения касались даже сети банковских отделений. Впрочем, в это время банковский сектор уже стал оживать (в США наиболее прогрессивные начинания были связаны с First National City Bank и активностью его руководителя Уолтера Ристона). Стали создаваться новые финансовые инструменты, и прибыльность капитала в некоторых банках превысила 10%. А с 1972 года началось повышение цен банковских акций, и те инвесторы, которые вовремя заметили это, смогли получить около 50% дохода.

<sup>93</sup> В дальнейшем на рынке ценных бумаг из-за растущей стоимости нефти в центре внимания оказались быстро растущие акции нефтяных компаний, котировки которых постоянно повышались. Прибыли Exxon Corporation, одного из крупнейших производителей нефти, к середине 1973 г. выросли на 50%, к концу года – на 90%. Примерно так же увеличивались прибыли других нефтяных компаний, как и доходность их акций.

Стало ясно, что «золотой век» послевоенного роста закончился. Наступили смутные времена – после повышения цен на нефть в 1973 и 1975 годах началась рецессия: ВВП снижался, а инфляция росла. К середине 1970-х годов в Англии инфляция достигала 24%, рост ВВП был нулевым, а дефицит платёжного баланса оказался настолько большим, что пришлось обратиться за помощью к МВФ. Не намного лучше ситуация была в США, где приходилось тратить огромные средства на войну во Вьетнаме и на гонку вооружений. В 1975 г. ВВП стал сокращаться, а инфляция превысила 10%. Рецессия отягощалась затянувшейся «холодной войной» и противостоянием Запада и стран советского блока. А когда мир два десятилетия живёт под угрозой ядерной войны, это не вселяет оптимизма.

### *Кризис идеи социального государства*

Спад в 1970-е годы затронул большинство развитых стран (кроме, разве что, Японии). Скачок цен на нефть был наиболее заметной, хотя и не главной причиной этого спада, связанного с неудачей в реализации идеи социального государства – государства всеобщего благосостояния (welfare state) с его обязательными расходами на социальное обеспечение, медицинское страхование и т. п.

В отличие от чистой рыночной экономики, где никто никому ничего не гарантирует, и каждый живёт как может, в welfare state государство должно брать на себя обязательства по поддержанию определённого уровня жизни граждан. Идея welfare state распространилась в 1960-е годы – время массовых движений за демократизацию общества, проходивших под общим знаком свободы

В Англии такая цель была поставлена ещё в середине 1940-х годов, а с 1952 г. начали действовать новые законы о государственном здравоохранении, новых программах страхования здоровья и пособиях по безработице. Эти планы совпали с правлением партии лейбористов, проводивших национализацию крупных промышленных предприятий и банков, после чего начался длительный период стагнации<sup>94</sup>. Ещё со времён империи Великобритания привыкла жить не по средствам, и чтобы справиться с финансовыми пробле-

---

<sup>94</sup> Доля Англии в мировом промышленном производстве снизилась с 11,4% в 1938 г. до 9,6% в 1950 г. и 3,3% в 2000 г.

мами, новое правительство партии консерваторов в середине 1950-х годов пыталось сократить внутреннее потребление. Были ликвидированы субсидии и увеличены налоги. В сочетании с повышением учётной ставки это привело к тому, что в 1955–1958 гг. экономический рост в Англии практически остановился, хотя в других странах Европы это были годы наибольшего послевоенного подъёма. Подобное было и в середине 1960-х годов, когда правительство лейбористов призвало к добровольному ограничению роста доходов, сократив затраты на социальные нужды и заморозив рост заработной платы<sup>95</sup>.

В 1970-е годы в Англии многим стало ясно, что эксперимент по созданию социального государства не удался. Система государственного страхования превратилась в бесконечные дотации со стороны государства при непомерно высоких налогах<sup>96</sup>. Обычным делом стали попытки обмана при получении всяческих льгот и пособий. Те, кто много и хорошо работал, получали за свой труд недостаточно. А те, кто не хотел работать, могли долго жить на пособие по безработице. Дело дошло до того, что накануне прихода к власти Маргарет Тетчер (премьер-министр в 1970–1990 гг.) в Великобритании началась стагфляция – стагнация в экономике при высокой инфляции.

Не намного лучше дело обстояло и в США. О программе борьбы с бедностью и государстве всеобщего благосостояния говорил ещё президент Л. Джонсон в 1964 г. В этом же году был принят закон об экономических возможностях (Economic Opportunity Act), а затем ряд других программ социальной направленности. Социальные выплаты выросли с 4% ВВП в 1959 г. до 9% в 1975 г. Они включали в себя расходы на социальное страхование, поддержание гарантированного уровня заработной платы и на медицинское страхование. Однако, как и в Англии, производительность

---

<sup>95</sup> Во Франции программа национализации (как и в Англии, начатая социалистами) привела к тому, что если с 1950-х до 1970-х годов промышленное производство росло в среднем на 4% в год, то в 1980–1985 гг. оно стало сокращаться на 0,1% в год.

<sup>96</sup> Хотя социальные платежи в Англии выросли с 2,2% ВВП в 1930 г. до 10% в 1960 г., 13% в 1970 г. и 17% в 1980 г., социальные программы требовали значительной части бюджета, в то время как экономический рост затормозился. В 1960–1970 гг. прирост ВВП на душу работающего населения составил лишь 2,8% (в Японии в эти же годы – 8,1%) (Tsukada H. *Economic Globalization and the Citizens Welfare State: Sweden, UK, Japan, US* / H. Tsukada. – Burlington: Ashgate, 2002. – P. 96).



труда снижалась, инфляция росла, а спад на рынках углублялся.

А вот Япония и Германия стали примером удачного воплощения в жизнь проекта государства общего благосостояния. Особенно преуспела в этом Япония, где сразу после окончания войны создали пенсионную систему (в ней 10% расходов взяло на себя государство) и систему страхования. К концу 1970-х годов, когда в США, Англии и Франции в экономике началась стагнация, японцы уверенно заявляли, что живут в не имеющем себе равных государстве всеобщего благосостояния<sup>97</sup>. Японская экономика процветала, и в 1968 г. вышла на второе место в мире после США. Однако кризис в начале 1990-х положил конец японскому экономическому чуду – длительный период стагнации начался и в Японии. Лучше пошло дело в скандинавских странах<sup>98</sup> и Германии<sup>99</sup>, где модель социального государства оказалась вполне жизнеспособной и существует по сегодняшний день.

#### *Спад во второй половине 1970-х годов*

На американском финансовом рынке середина 1970-х годов оказалась депрессивной, особенно спад 1974–1975 гг. Главная причина была проста и понятна – рост цен на нефть. Если с 1960 по 1970 г. количество владельцев акций выросло с 20 млн до 30 млн, то к 1975 г. уменьшилось до 5 млн. Инвесторы почувствовали общее настроение спада, после чего начался их массовый уход. Его вызвало стечение нескольких неблагоприятных обстоятельств на американском рынке ценных бумаг.

Середина 1970-х годов вообще была временем глубоких перемен на Уолл-стрит, и многие известные маклерские фирмы либо были поглощены, либо прекратили существо-

---

<sup>97</sup> Nakagawa Y. Japan, the Welfare Super-Power / Y. Nakagawa // Journal of Japanese Studies. 1979. – Vol. 5. – № 1. – P. 21.

<sup>98</sup> В 1975 году в Швеции на социальные программы уходил 31% ВВП, почти в два раза больше, чем в Англии и в три раза больше, чем в Японии (Nakagawa Y. Japan, the Welfare Super-Power / Y. Nakagawa // Journal of Japanese Studies. 1979. – Vol. 5. № 1. – P. 9; Frieden J. Global Capitalism. Its Fall and Rise in the Twentieth Century / J. Frieden. – N. Y.: Norton, 2006. – P. 298–299).

<sup>99</sup> В Западной Германии социально ориентированная экономика начала формироваться ещё в послевоенные годы. Для финансирования социальных программ германские компании должны были отдавать государству более 60% своих доходов.

вание. Основным источником скрытой напряжённости были сложные взаимоотношения между Нью-Йоркской фондовой биржей и Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC). Чем больше биржа пыталась защитить свои интересы, тем больше она входила в конфликт с SEC. Это привело к росту внебиржевого рынка, который не подчинялся ни бирже, ни SEC. К этой напряжённости добавились заметное снижение дивидендов по акциям в 1975 г. из-за общего экономического застоя и решение Нью-Йоркской биржи с 1 мая 1975 г. отменить фиксированную комиссию на брокерские услуги.

Фиксированные комиссионные были тем фундаментом, на котором много лет держался рынок ценных бумаг. «Не было ни дисконтирования, ни переговоров», – вспоминал Дэвид Комански, ставший затем исполнительным директором Merrill Lynch. – «Фиксированные цены означали фиксированность для всех; мы не могли предоставить вам скидку, даже если бы мы этого захотели. Это было самое важное условие в мире»<sup>100</sup>. Для большинства брокерских компаний фиксированные комиссионные были очень удобны, так как обеспечивали гарантированную прибыль. А вот крупные институциональные инвесторы, всё больше захватывавшие рынок, – инвестиционные фонды и пенсионные фонды, – хотели бы получать скидки при совершении крупных операций с ценными бумагами.

Одними из инициаторов отмены фиксированных комиссионных были Дональд Риган<sup>101</sup>, в то время – генеральный директор Merrill Lynch, и Билли Саломон, руководивший тогда Salomon Brothers. Эти крупнейшие брокерские компании, известные масштабами своих операций, также были заинтересованы в гибких комиссионных, рассчитывая получить значительные скидки и, соответственно, немалую прибыль. «После 183 лет ведения торговли по фиксированным комиссионным вознаграждениям Уолл-стрит придётся ответить на вызовы свободного предпринимательства», – вспоминал Риган. «Было время, когда клиент, начавший работать с фирмой Икс, с ней и оставался», – добавлял к этому Билли Саломон. – «Сегодня же этот мир превратился в дикие джунгли»<sup>102</sup>.

---

<sup>100</sup> Weiner E. What Goes Up: The Uncensored History of Modern Wall Street as Told by the Bankers, Brokers, CEOs, and Scoundrels Who Made It Happen / E. Weiner. – N. Y.: Little, Brown, 2007. – P. 162.

<sup>101</sup> В 1891–1985 гг. Риган был министром финансов при президенте Рейгане.

<sup>102</sup> Цит. по: Коэн У. Последние финансовые магнаты. Тайная история Lazard Freres & Co / У. Коэн. – К.: Companion Group, 2009. – С. 282.

Кроме того, компании всё чаще отказывались от заимствований на рынке, инвестируя в производство часть своей прибыли и внутренних ресурсов. Изменились в 1977 г. и правила налогообложения прибыли акционеров. Чтобы иметь право на выгодные ставки налогообложения, им необходимо было владеть ценными бумагами более длительный срок, что не всех устраивало.

На рынке акций продолжались депрессивные настроения. И даже к концу 1970-х годов, когда объёмы операций значительно выросли, они составляли 65 млн акций в день. Если учесть, что тогда на бирже котируются акции более 2 тыс. компаний, это было немного. С этими ценными бумагами не хотели связываться даже наиболее крупные их покупатели – институциональные инвесторы, отдавая предпочтение облигациям.

Когда многие фавориты рынка акций 1960-х годов обанкротились, в финансовом мире решили вернуться к здоровым принципам долгосрочного инвестирования, сделав акцент на акциях «голубых фишек» – крупных компаний с большой капитализацией, таких как IBM, Kodak, McDonald's, Disney. Считалось, что они никогда не обанкротятся, так как слишком велики и стабильны, а их акции в целом постоянно растут, несмотря на временные колебания. Поэтому инвесторы, вложившие капиталы в такие бумаги, могут спать спокойно. Кроме того, эти компании были респектабельны, и даже если бы возникли проблемы, никто бы не сказал инвестору, что он вложил капиталы в акции сомнительных фирм. Однако и «голубые фишки» оказались очередным пузырьком, так как цены на их акции были сильно завышены<sup>103</sup>. Во время бума «голубых фишек» создавалось впечатление, что вся экономика вдруг поделилась на два слоя – в верхнем были престижные компании, а в нижнем – все остальные, воспринимавшиеся как мусор. Понятно, что «голубые фишки» занимали такую позицию по одной причине – из-за ажиотажа, вокруг них созданного. Вскоре у всех этих компаний возникли различные трудности. Впрочем, сами они существуют и сегодня. А инвесторы, купившие во время бума их акции и продолжавшие их держать, к концу XX века получили по ним неплохой доход.

---

<sup>103</sup> Коэффициент доходности акций Sony с 1872 по 1980 г. снизился с 92 до 17, Polaroid – с 90 до 16, McDonald's – с 83 до 9, Disney – с 76 до 11, Newlett-Packard – с 65 до 18 (Мэлкил Б. Г. Случайная прогулка по Уолл-стрит / Б. Г. Мэлкил. – Минск: Попурри, 2006. – С. 78).

После 1975 г. в экономике началось оживление (не только в США, но и в странах Западной Европы), однако этот подъём был вялым и сопровождался высокой инфляцией вместе с ростом безработицы. Он не шёл ни в какое сравнение с подъёмом 1960-х годов, не говоря уже о 1950-х. Инвестиции затормозились, и возник избыток капиталов, особенно в Европе. В поисках выгодного их применения, европейские капиталы вкладывались в развивающиеся страны, а также в США<sup>104</sup>.

А брокерские компании, несмотря на продолжающийся общий спад, начали расширять свою деятельность из-за большого количества новых финансовых продуктов, предлагавшихся инвесторам. Ещё не так давно, после распада Бреттон-Вудской системы и начала роста цен на нефть, многие из брокерских фирм сократили (в среднем на 30%) количество сотрудников. Общее депрессивное настроение рынков в 1970-е годы подтолкнуло к поиску новых решений, и это трудное время оказалось богатым на различные инновации – деривативы, новые виды инвестиционных фондов, рынок евробондов.

### *Изменения в политике ФРС*

В 1977 г. в США был избран новый президент от Демократической партии Джимми Картер (1977–1981). Он особенно нуждался в поддержке финансовых кругов, так как общее состояние экономики оставалось не самым лучшим – рынок ценных бумаг болезненно реагировал на продолжающийся рост инфляции и процентных ставок. В 1979 г. председатель ФРС Уильям Миллер ушёл с этого поста, став министром финансов. Новым председателем ФРС Картер назначил Пола Волкера, имевшего большой опыт работы и в Казначействе, и в Федеральной резервной системе. Волкера выбрали потому, что он был кандидатом от Уолл-стрит, и с ним связывали надежды на улучшение, хотя мало кто знал о его реальных планах. На эту новость финансовый мир отреагировал с оптимизмом. Была надежда на то, что Волкер сможет решить накопившиеся проблемы, и от него ожидали каких-то радикальных шагов.

---

<sup>104</sup> В 1970-е годы прямые инвестиции в США составляли 13,3 млрд долларов, в 1984 г. – 159,6 млрд (Гринин Л. Е. Глобальный кризис в ретроспективе / Л. Е. Гринин. – М.: Либроком, 2010. – С. 177).

Новый управляющий ФРС считал, что если ограничить количество обращающихся денег и объём банковских резервов, снизится способность банков выдавать кредиты. За счёт этого уменьшится давление на процентные ставки, после чего положение дел в экономике нормализуется. Но для начала Волкер решил повысить учётную ставку, чтобы таким путём уменьшить суммы банковских кредитов частным и корпоративным заёмщикам. О новой политике ФРС было объявлено 6 октября 1979 г., в субботу. Планы Волкера оказались неожиданными для участников рынка, и в понедельник 8 октября на рынке начался переполох. Как раз приближалось пятидесятилетие «Великого краха» 1929 года, и многие усмотрели в этом мрачные параллели.

Положение дел на рынке усугублялось и тем, что на эти дни было запланировано начало размещения очень крупного (на 1 млрд долларов) облигационного займа с доходностью 9,5% той самой корпорации IBM, которой вскоре было суждено сыграть такую важную роль в компьютерной революции. На следующий день после начала спада был создан синдикат для размещения займа, в который вошли Salomon Brothers, Merrill Lynch и более мелкие банки. После того как 8 октября начался обвал рынка ценных бумаг, у многих возникло опасение, что под угрозой находится весь крупный заём IBM, а ведь с ним так или иначе были связаны более двух сотен инвестиционных банков. Однако в Salomon Brothers заявили, что основная часть облигаций уже успешно размещена. А вот у Merrill Lynch и других участников синдиката оставалось ещё много этих бумаг, начавших быстро падать в цене, понизившейся за несколько дней на 10%. Стали распространяться слухи, что убытки синдиката андеррайтеров составляют 35–50 млн долларов. Так проблемы с размещением займа ещё больше ухудшили положение дел на рынке.

Новая политика ФРС оказалась неудачной и привела лишь к тому, что в следующие несколько лет учётные ставки продолжали расти, так же как достигшая 15% инфляция, что повышало общую дороговизну жизни. Промышленный рост тормозился из-за сокращения инвестиций, и в выигрыше оказались те, кто выбрал высокодоходные краткосрочные инвестиции с помощью взаимных фондов. Для облигационного рынка наступили тяжелые времена. Новые выпуски облигаций IBM и других компаний было ещё труднее размещать, так как цена на них быстро падала. ФРС продолжала свой курс на сокращение денежной массы, чтобы

остановить рост процентных ставок, но это не очень удалось. Весной 1980 года, не дождавшись результатов новой стратегии ФРС, администрация президента Картера разработала свой план ограничения кредитов и снижения учётной ставки. Приближались президентские выборы, поэтому Картер спешил.

К банкам, выдававшим кредиты, и к компаниям, обслуживавшим кредитные карты, были выдвинуты новые требования в отношении их резервов. Вначале всем показалось, что эта политика весьма эффективна, так как к середине 1980 г. процентные ставки действительно снизились. Однако ограничения, коснувшиеся кредитных карт, вызвали массовое недовольство в обществе, что было совсем некстати для избирательной кампании Картера. Нововведения пришлось отменить, после чего учётные ставки опять стали расти, а финансовый рынок вернулся в то состояние, в котором он был в начале года. План Картера не сработал. А в ноябре 1980 года он проиграл на выборах Рональду Рейгану (президент с 1981 по 1989 г.), много говорившему о снижении налогов. Это было как раз то, что хотело слышать большинство.

Многие предсказывали приближение нового кризиса в конце 1980 г., но мировая политика ускорила ход событий. В 1979 г. началась революция в Иране, а потом длительная ирано-иракская война. Цены на нефть выросли с 13,3 доллара за баррель перед началом войны до 25 долларов в 1982 году. Это вызвало новый спад 1980–1982 годов, больше всего заметный в США, Канаде, Великобритании, Западной Германии, Франции. «Мы сейчас переживаем глубокую мировую экономическую рецессию, которая тяжелее чем в 1930-е годы. Историки назовут эти годы “Великими застоем”» – писал о том времени канцлер ФРГ Гельмут Шмидт в журнале *Economist* 26 февраля 1983 г.<sup>105</sup> Так спад 1980–1982 гг. подвел итог длительному периоду стагнации<sup>106</sup>.

---

<sup>105</sup> Цит. по: Рапош П. Кризисы и современный капитализм / П. Рапош. – М.: Политиздат, 1986. – С. 219.

<sup>106</sup> Если сравнить индекс Доу – Джонса в 1964 г. (874 пункта) и в 1975 г. (875 пунктов), окажется, что за семнадцать лет он вырос всего лишь на один пункт.

## *Финансовые инновации 1970-х годов*

### *Создание NASDAQ*

Комиссия по ценным бумагам и биржам в 1968 г. проанализировала состояние внебиржевого рынка ценных бумаг и признала его неудовлетворительным. Финансовая отчётность участников рынка публиковалась нерегулярно, а иногда вообще отсутствовала. И хотя на этом рынке были высокие прибыли, его ликвидность оставалась недостаточной. Поэтому Национальной ассоциации торговцев ценными бумагами (NASD)<sup>107</sup> поручили упорядочить внебиржевой рынок.

Автоматизированная система котировок, получившая название NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation), появилась в феврале 1971 г., используя одну из первых компьютерных торговых систем Institutional Network (Instinet), созданную в 1967–1969 гг. Так NASDAQ дала возможность брокерам выставлять свои котировки, которые через компьютерную сеть становились доступными другим брокерам в различных городах США. Система электронных торгов быстро расширялась, и в 1975 году ей пользовалось уже 2890 участников.

В то время внебиржевой рынок акций представлял собой весьма разнородную группу брокеров с не очень высокой репутацией. Они занимались операциями с низколиквидными акциями, сведения о котировках которых было трудно найти. И хотя вначале NASDAQ была всего лишь базой данных средних котировок низколиквидных бумаг, даже это было важной инновацией и давало возможность снизить издержки операций с этими бумагами. В 1975 г. NASDAQ отделилась от небиржевого рынка и отменила финансовый минимум для вхождения на рынок. Шанс на продвижение появился у небольших недавно созданных компаний, не имевших возможности попасть в листинг Нью-Йоркской биржи (NYSE). Именно через NASDAQ когда-то начинали свой путь Apple, Microsoft, Amazon.

---

<sup>107</sup> Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (National Association of Securities Dealers, NASD) была создана ещё в 1939 г. как саморегулирующаяся организация после принятия в 1938 г. Акта Мэлони (Maloney Act). Согласно этому акту брокеры, которые не были членами какой-либо биржи, должны были войти в состав NASD и следовать её правилам для предотвращения возможного мошенничества.

### *Взаимные фонды денежного рынка*

В 1970-е годы, время инфляции и общего спада, для привлечения инвесторов необходимы были новые финансовые технологии. Одной из них стали взаимные фонды денежного рынка (money market mutual funds, MMMF). Они не предлагали ни заманчивых спекулятивных операций, ни сверхприбылей, как это делали раньше обычные взаимные фонды, щедро раздававшие обещания быстрого достижения богатства.

Взаимные фонды денежного рынка предлагали обычную среднюю прибыльность, и не более того. Однако они быстро приобрели популярность, и за несколько лет в них были вложены миллиарды долларов. Секрет успеха MMMF был прост – они обещали надёжность. Инвесторы приобретали акции таких фондов, но их средства инвестировались не в более прибыльные бумаги с высоким риском (как это делали обычные взаимные фонды), а только в государственные облигации Казначейства США.

Время было благоприятным для такой стратегии. В 1970-е годы доходность государственных облигаций постоянно продолжала расти и была выше, чем у банковских депозитов (ФРС ограничила прибыльность депозитных вкладов, и они стали малопривлекательными для инвесторов).

К середине 1970-х годов основные инвестиционные и брокерские компании создали свои разновидности MMMF. У Merrill Lynch, лидера среди этих компаний, появился свой фонд под названием Ready Assets Trust (минимальный взнос для вступления в него составлял 5000 долларов). Фонд вскоре предложил инвесторам новый продукт – счёт управления денежными средствами (cash management account, CMA), ставший шагом на пути к универсальному банковскому обслуживанию. Общий объём капиталов, привлечённых взаимными фондами денежного рынка, к концу 1970-х годов достиг 200 млрд долларов<sup>108</sup>.

### *Расцвет рынка деривативов*

1970-е годы прославились расцветом не только всевозможных инвестиционных фондов, но и рынка производных финансовых инструментов – деривативов (как биржевого,

---

<sup>108</sup> Cole R. Merrill Fee is Fair, Court Says / R. Cole // The New York Times. – 1981. – Dec. 29.



так и внебиржевого). Давно известными товарными опционами и фьючерсами занимались многие инвестиционные банки и брокеры. Основным центром операций с товарными фьючерсами стала Чикагская товарная биржа (Chicago Board of Trade, CBOT)<sup>109</sup>. В 1973 г. по её инициативе начала работу отдельная биржа, занимавшаяся операциями с опционами на акции – Чикагская опционная биржа (Chicago Board Options Exchange, CBOE). Популярность новой биржи росла, как и количество операций. Вскоре на этой бирже можно было приобрести опционы на большинство из пользующихся спросом акций, в том числе на быстро растущие с 1973 г. акции нефтедобывающих компаний. С 1972 г. появились валютные фьючерсы, в 1975 г. – процентные фьючерсы на сертификаты ипотечной ассоциации Ginnie Mae, а в 1976–1978 гг. – процентные фьючерсы на краткосрочные и долгосрочные облигации Казначейства США.

На Американской фондовой бирже AMEX быстро поняли перспективность нового рынка и открыли в Нью-Йорке свою отдельную площадку для операций с опционами. Только старейшая Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE продолжала занимать консервативную позицию и делать вид, что ничего не происходит. Тем временем в Чикаго после распада Бреттон-Вудской системы начали продавать опционы и фьючерсы за иностранную валюту. Валютные фьючерсы стала предлагать ещё одна торговая система – Международный денежный рынок (International Monetary Market, IMM)<sup>110</sup>, созданная Лео Меламедом.

Его настоящее имя было Лейба Меламедович, и он родился в 1932 году в Польше в семье учителя математики. В 1939 г. семья бежала в Литву, чтобы избежать преследования со стороны нацистов, а там в 1940 году по невероятному стечению обстоятельств японский консул в Вильнюсе (несмотря на запрет со стороны своего Министерства ино-

---

<sup>109</sup> Sandor R. Good Derivatives. A Story of Financial and Environmental Innovation / R. Sandor. – N. Y.: John Wiley & Sons, 2012. – P. 35–45, 65–72. Подробнее см.: МакМиллан Л. МакМиллан об опционах / Л. МакМиллан. – М.: ИК «Аналитика», 2002. – С. 4–5.

<sup>110</sup> Первоначально IMM был подразделением ещё одной чикагской биржи – Chicago Mercantile Exchange (CME), существовавшей с 1898 года, и с начала 1970-е годов делавшей всё больший акцент на операциях с деривативами. Хотя в 1980 году фьючерсная биржа была открыта в Нью-Йорке (New York Futures Exchange, NYFE), но она так и не стала лидером в этом бизнесе – им оставались чикагские биржи. Американская фондовая биржа AMEX занимала второе место (Williams W. Futures Tie Backed In Chicago; New York Link Voted / W. Williams // The New York Times. – 1981. – Dec. 15).

странных дел) сжалился над судьбой евреев, готовых бежать куда угодно, даже через далёкую Японию, лишь бы спасти свои жизни. Он выдал семье Меламедовичей транзитную визу, чтобы те могли через Японию эмигрировать в США и другие страны. После долгого пути до Японии через советскую Сибирь (что в 1940 году было ещё более невероят-<sup>111</sup>), они, наконец, добрались до США.

«Чума, захлестнувшая Европу, перевернула всё вверх дном.... заставляя бежать семьи, в том числе и мою», – вспоминал Лео Меламед. – «Больше всего меня ошеломил Нью-Йорк. Когда я вышел из вокзала, и Нью-Йорк навалился на меня, я ощутил себя карликом. Как будто какая-то громадина разинула свою пасть и проглотила всю нашу семью... Подстраиваясь к ритму тысяч разных культур и людей, этот устремившийся вертикально вверх город жил своей беспокойной и мятущейся жизнью. Во мгновение ока он околдовал меня, как никакой другой город, в котором мне довелось побывать... в нём чувствовалась неисчерпаемая сила, в нём... бился пульс Америки, царила свобода»<sup>112</sup>.

Семья Меламедовичей поселилась в Чикаго. Став адвокатом, Лео вскоре погрузился в мир операций с фьючерсами на Чикагской торговой бирже (Chicago Mercantile Exchange), где он начинал свой путь в бизнесе. «Фьючерсные биржи считались в финансовой семье не более чем незаконнорождёнными кузинами. Наши цели и функции не понимали. Мы стали объектом инсинуаций и оскорблений. Всегда находилась кучка политиков, которые пытались закрыть фьючерсные биржи, отождествляя их с игровыми притонами». В действительности Чикагская торговая биржа «представляла собой серьёзный бизнес... Конечно, мы – не Уолл-стрит. Мы не занимаемся акциями». Но мы уверяли себя, что «представляем собой нечто иное, выросшее в самом сердце страны... первооткрывателей, изобретательных и упорных, приверженных духу фронта. Мне казалось, что индустрия фьючерсов становилась огромным деловым фронтиром... ведь это Чикаго, жёсткий, могучий город со

---

<sup>111</sup> В 1940 году Сталин рассчитывал на заключение договора о нейтралитете с Японией (он был подписан в апреле 1941 г.), и только поэтому дал разрешение эмигрантам с японскими визами на беспрепятственный проезд через СССР до Владивостока.

<sup>112</sup> Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламед. – М.: Альпина Паблишер, 2010 – С. 18, 70.

стальными нервами», и по фьючерсам он «занимал первое место в мире»<sup>113</sup>.

В 1969 году Меламед возглавил Чикагскую биржу, что дало ему возможность создать International Monetary Market (IMM), предоставивший клиентам совершенно новые возможности. Если раньше фьючерсы были в большинстве случаев товарными, то теперь Меламед стал воплощать в жизнь свою основную идею – фьючерсы на финансовые продукты. На IMM покупать и продавать валютные фьючерсные контракты стало так же легко, как товарные фьючерсы. С 1975 года IMM начал операции с фьючерсами на облигации Казначейства США, а затем – и на другие облигации.

«На финансовом рынке Чикаго главное не то, кто вы такой – ваше происхождение, семья, физическое состояние, пол, – а ваша способность понимать нужды потребителей и тенденции развития экономики. Всё остальное большого значения не имеет»<sup>114</sup>. Эти слова финансиста Лео Меламеда так не похожи на то, что мы видим сегодня – на волну «кумовского капитализма» (обычного в Азии, Латинской Америке и большинстве постсоветских стран), настолько захлестнувшую весь мир в начале XXI века, что всё это коррумпированное кумовство стало заслонять собой рыночные принципы нормальной, здоровой экономики.

Вскоре на рынке появился принципиально новый продукт – фьючерсный контракт на процентный доход по облигациям. Эти контракты брокеры продавали инвесторам как инструмент хеджирования – страхования риска в случае снижения прибыльности облигаций (весьма вероятное, так как в 1970-е годы облигационный рынок отличался значительными колебаниями). Рынок подобных инструментов, связанных с хеджированием рисков, в это десятилетие только зарождался. Для многих консервативно настроенных инвесторов он был непривычным и непонятным, но в дальнейшем такие финансовые инструменты приобретали всё большее значение. Вскоре появилось и само понятие «деривативы» (производные финансовые инструменты). Их рынок в последующие десятилетия стремительно развивался – страхование рисков предоставляло широкие возможности для спекулятивных операций и получения немалой прибыли.

---

<sup>113</sup> Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламед. – М.: Альпина Паблишер, 2010. – С. 154, 169.

<sup>114</sup> Melamed L. Reminiscences of a Refugee // Melamed L. For Crying Out Loud: From Open Outcry to the Electronic Screen / L. Melamed. – N. Y.: John Wiley and Sons, 2009. – P. 136.

В 1972 г. объём операций с деривативами на International Monetary Market (IMM) составлял 400 млн долларов, а к середине 1980-х годов он вырос в пять раз и достиг 3 млрд долларов.

В 1978 г. Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE основала Нью-Йоркскую фьючерсную биржу (New York Futures Exchange, NYFE), и хотя она не проводила операции с валютными фьючерсами или контрактами на государственные облигации, чикагский фьючерсный рынок перестал быть единственным. В Лондоне фьючерсная биржа (London International Financial Futures Exchange, LIFFE) была создана в 1982 году. Через несколько лет подобная биржа открылась в Париже<sup>115</sup>, в 1986 году в Цюрихе появилась биржа опционов и фьючерсов<sup>116</sup>, а в 1990-м подобная биржа была основана во Франкфурте<sup>117</sup>.

А в мае 1986 г. профессор финансов Чикагского университета Мертон Миллер назвал фьючерсные контракты на финансовые инструменты наиболее значительной инновацией в области финансов за последние 20 лет. В 1980-е годы объёмы операций на Чикагской торговой бирже выросли в семь раз, с 37 млн контрактов в 1976 г. до 216 млн в 1986 г.<sup>118</sup> Рынок фьючерсов стал международным, а сами фьючерсные контракты превратились в стандартные инструменты управления рисками по всему миру.

### *От рынка евродолларов к рынку евробондов*

Европа в послевоенные десятилетия процветала, особенно Германия, где немецкое экономическое чудо обеспечило полную занятость и низкую инфляцию. И даже в Англии, избравшей путь построения социального государства, в 1960-е жилось неплохо. «Никогда ещё мы не жили так хо-

---

<sup>115</sup> Marche a Terme des Instruments Financiers, MATIF, в 1986 году переименованная в Marche a Terme International de France.

<sup>116</sup> Swiss Options and Financial Futures Exchange, SOFFEX.

<sup>117</sup> Deutsche Termin Borse, DTB. В 1998 г. фьючерсные биржи в Цюрихе и Франкфурте объединились, и появилась новая биржа Eurex (Cassis Y. Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005 / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – P. 250–251).

<sup>118</sup> В 1971 г. на всех американских фьючерсных биржах было заключено 14,6 млн контрактов, а в 1991 г. общее количество фьючерсных и опционных контрактов на этих биржах достигло 325 млн, что означает рост на 2100% (Меламаед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламаед. – М.: Альпина Паблишер, 2010. – С. 9).

рошо» – таков был девиз Гарольда Макмиллана, ставшего премьер-министром в 1959 году. Экономика стран Европы была в эти годы смешанной, сочетая в себе в себе элементы свободного рынка и социального государства. А первой попыткой объединения Европы стало создание в 1957 году Европейского экономического сообщества, в которое вошли Франция, ФРГ, Италия, Нидерланды, Бельгия и Люксембург.

За время послевоенного восстановления в Европе накопилось немалое количество долларов. По идее они могли быть вложены на депозитные счета в американские банки или инвестированы в США. На деле же иностранным инвесторам было невыгодно держать свои сбережения в США, так как там они должны были платить дополнительный налог. Решение предложили английские банки, готовые принимать вклады в долларах без налогообложения. Так в Англии возник офшорный рынок долларов, получивший условное название «рынок евродолларов». В сущности, это был первый признак приближения новой волны глобализации, продолжившей в 1990-е и 2000-е годы то, что происходило до Первой мировой войны.

Зарождение рынка евродолларов было связано с событиями 1950 года, которые можно назвать скорее случайными, чем закономерными для истории этого рынка. С началом Корейской войны (1950–1953) возникла угроза, что размещённые в западноевропейских банках валютные резервы Китая (помогавшего Северной Корее) могут быть заморожены. Часть китайских валютных резервов в долларах была переведена в парижский Центральный Северно-Европейский банк (Banque Centrale pour l'Europe du Nord) на контролировавшийся СССР специальный счёт Национального банка Венгрии. Затем парижский банк разместил долларовые депозиты под небольшой процент в других банках Западной Европы. Так возник прецедент операций с долларовыми вкладами, не зависящими от банковского регулирования США.

В 1957–1958 гг. практика открытия долларовых счетов стала распространяться в Англии, где были ограничены транзакции в фунтах стерлингов. Деятельность английских банков, работавших с евродолларами, сопровождалась секретностью, и «банкиры настойчиво просили вообще не писать об их новой деятельности... разве что в статьях для научных журналов... слишком сложных для непосвящён-

ных»<sup>119</sup>. После того как английские банки начали открывать счета в долларах, это вызвало живейший интерес у инвесторов из самых разных стран мира, и в Лондон потекли сотни миллионов долларов, размещавшихся на банковских депозитах. Особую роль в расширении рынка евродолларов сыграли «нефтедоллары», накопленные в арабских странах – производителях нефти. С 1974 по 1980 г. эти накопления достигли 383 млрд долларов, и половина из них была положена на депозитные счета в крупнейших европейских и американских банках<sup>120</sup>.

Масса долларов, сосредоточенных в странах Европы, всё больше росла, и в начале 1960-х этим рынком заинтересовались американские банки, особенно Morgan Guaranty Trust, желавший выйти на рынок андеррайтинговых услуг. Но это был коммерческий банк, и по закону Гласса – Стиголла 1933 г. он не имел права заниматься операциями с ценными бумагами. Тогда вице-президента банка, 32-летнего Эвана Гэлбрейта, посетила гениальная в своей простоте мысль: за пределами США закон Гласса – Стиголла не действует. В ФРС подтвердили это, дав понять, что если банк откроет свой филиал в другой стране, то сможет заниматься там какими угодно операциями.

В 1962 году в Париже была основана дочерняя компания банка – Morgan et Cie SA<sup>121</sup>, планировавшая заниматься андеррайтингом; руководил ей Гэлбрейт. Вскоре, в 1963 году, Morgan et Cie организовала международный синдикат и провела крупное публичное размещение акций германской компании Neckerman Versand, занимавшейся торговлей по почте. Гэлбрейт считал, что это удачное размещение стало прототипом будущего рынка еврооблигаций, так как показа-

---

<sup>119</sup> Einzig P. The Euro-bond Market / P. Einzig. – L.: Macmillan, 1969. – P. 13.

<sup>120</sup> Американские банки также начали выходить на рынок евродолларов. Поскольку этот рынок не регулировался ФРС, банки решили воспользоваться новым инструментом для расширения своих кредитных операций в других странах. Благодаря этому они могли выдавать кредиты на более благоприятных условиях, а вкладчики могли получать больше прибыли. Лондонские банки предлагали по долларовым вкладам выше процент, чем американские. При этом инвесторы ничего не теряли на операциях обмена валют. В дальнейшем использование евродолларов распространилось в других странах, от Канады до Сингапура и Японии. Со временем эти же принципы стали использоваться и для операций с другими валютами – немецкими марками, обращавшимися за пределами Германии, и т. п.

<sup>121</sup> В январе 1967 года после неудачного размещения евроакций компанию Morgan et Cie пришлось ликвидировать. Около 70% компании купил банк Morgan Stanley, получивший контроль над всеми парижскими операциями Morgan et Cie.

ло, что на мировых рынках есть реальный интерес к европейским бумагам.

Так начиналась история рынка еврооблигаций, который стал быстро расти – он соответствовал потребностям инвесторов. Многие из них не устраивали депозитные вклады в евродолларах – им нужны были долгосрочные инвестиции. Так появились еврооблигации (евробонды). Один из первых выпусков облигаций, номинированных в долларах, произвела в 1947 г. компания Phillips, а в 1957 г. – бельгийская нефтяная компания Petrofina. А систематически евробонды начали использоваться после того, как 1 июля 1963 г. английский банк S. G. Warburg and Company произвёл первую эмиссию номинированных в долларах облигаций на 15 млн долларов для итальянского государственного предприятия Autostrade, строившего сеть автомобильных дорог<sup>122</sup>.

Создание рынка евробондов было инициативой известного финансиста Зигмунда Варбурга – во всяком случае, он сам именно так и считал. Этот рынок стал первым шагом в направлении финансовой глобализации, сторонником которой был Варбург. «Индустриализм сегодня требует... свободного потока товаров и услуг без каких-либо искусственных барьеров», – говорил он в 1969 году<sup>123</sup>.

Дополнительным толчком к росту рынка еврооблигаций стало решение президента США Дж. Кеннеди ввести уравнительный налог (Interest Equalisation Tax) для ограничения доступа иностранных эмитентов на американский рынок ценных бумаг. На практике это означало, что для американских инвесторов стоимость иностранных акций увеличивалась на 15%, облигаций – от 2,75% (на краткосрочные облигации) до 15% (на облигации со сроком более 3,5 года). На фоне этих новшеств успешное размещение облигаций

---

<sup>122</sup> Облигации гарантировались итальянским государственным финансово-промышленным концерном IRI. Ценные бумаги сроком на 15 лет с доходом 5,5% вызвали интерес на мировом рынке, так как доход по ним не облагался налогом. Эти облигации обладали всеми основными признаками будущих евробондов – они были выпущены в долларах и на предъявителя, а это означало, что их можно было приобретать анонимно в разных странах. В Лондоне был создан синдикат для размещения облигаций Autostrade, и они имели неплохой спрос среди международных инвесторов. Чтобы продавать облигации Autostrade на американском рынке, эмиссию необходимо было зарегистрировать в Комиссии по ценным бумагам и биржам, а также платить дополнительные налоги. Кроме того, вряд ли облигации Autostrade пользовались бы спросом в США, так как эмитент был там мало кому известным.

<sup>123</sup> Ferguson N. *High Financier. The Lives and Time of Siegmund Warburg* / N. Ferguson. – N. Y.: Penguin Press, 2010. – P. 202, 221, 345.

Autostrade подсказывало инвесторам решение – вкладывать капиталы в евробонды.

Основными покупателями еврооблигаций стали те, кого называли «бельгийскими дантистами». На самом деле это были не только бельгийцы, и не только дантисты. Те из них, кто был настроен тревожно и пессимистически, считали, что когда русские танки будут захватывать Европу, можно будет бежать куда-нибудь в Белиз или Коста-Рику, захватив с собой еврооблигации. А другие, более прагматичные, понимали, что с помощью еврооблигаций удобно уклоняться от уплаты налогов. Формально владельцы еврооблигаций тоже должны были декларировать свои доходы в той стране, где они проживали, но на практике многие не только этого не делали, но и вообще хранили деньги в другой стране, используя для своей выгоды законы о банковской тайне.

В 1960-е годы рынок евробондов быстро наращивал объёмы операций, становясь реальным конкурентом рынка облигаций, выпущенных в США иностранными эмитентами. Такие облигации (янки-бонды – *yankee bonds*), эмитированные в долларах иностранными банками или компаниями на внутреннем рынке США, были надёжны и приносили стабильную прибыль. В каком-то смысле облигации суверенных правительств разных стран, выпускавшиеся в долларах в основном в Нью-Йорке (где и был их основной рынок), стали предшественниками евробондов. Получить деньги по этим бумагам можно было, кроме Нью-Йорка, в нескольких крупнейших финансовых центрах – Лондоне, Париже, Амстердаме. Несмотря на дополнительные налоги и необходимость соблюдать американские стандарты финансовой отчётности (что не устраивало многие иностранные компании), в 1950-е годы для иностранных инвесторов альтернатив рынку янки-бондов не существовало. После Второй мировой войны иностранные компании инвестировали в этот рынок миллиарды долларов.

Вскоре стало ясно, что основные держатели таких облигаций – не американцы, а европейские индивидуальные инвесторы с банковскими счетами в Швейцарии и Люксембурге. Поэтому основная часть долларовых облигаций уходила за пределы США, хотя американские банки внимательно следили за тем, чтобы обслуживание этих облигаций (в том числе и хранение) осуществляли только они. На практике инвестор – какой-нибудь очередной «бельгийский дантист» – открывал счёт в швейцарском банке, а тот отправлял заявку на покупку облигаций американскому банку-



корреспонденту. Там эти облигации в дальнейшем и хранились на депозитарном счёте. В 1950-е годы европейские банки и брокерские компании также стали предлагать свои услуги по проведению операций с долларовыми облигациями. Но все расчёты по ним должны были производиться в США, что было трудоёмко и долго.

После успешного выпуска облигаций Autostrade количество новых эмиссий еврооблигаций стало стремительно расти. Особенно ускорился этот рост после того, как в середине 1965 года американское правительство приняло новые меры для ограничения оттока долларов из страны и установило ограничения на прямые инвестиции для американских компаний за пределами США. А в 1968 году было создано Бюро по контролю прямых инвестиций за границей, чтобы проверять, как соблюдаются эти ограничения. Результат было легко предвидеть – в 1969 году на рынок еврооблигаций вышло 70 американских компаний, в 1969 г. – ещё 40. Всего с 1965 по 1970 г. американские компании получили на этом рынке около 5 млрд долларов<sup>124</sup>.

Хотя еврооблигации могли выпускаться в разных финансовых центрах, основным их рынком стал Лондон, где в 1968 г. с ними ежедневно совершались операции на 15 млн долларов. К евробондам проявляло интерес всё больше европейских банков и американских брокерских компаний, открывавших в Лондоне свои филиалы<sup>125</sup>. Рынок еврооблигаций притянул к себе значительные капиталы, отвлекая их от американской финансовой системы. Вскоре американским андеррайтерам пришлось признать, что на рынке евробондов их вознаграждение за размещение выше, чем в США, а сам этот рынок всё больше привлекает инвесторов.

---

<sup>124</sup> Норман П. Сантехники и провидцы. Расчёты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок / П. Норман. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – С. 48–49.

<sup>125</sup> В 1961 г. там появился филиал Merrill Lynch, а в 1963 г. – Weeden & Co, Нью-Йоркской компании, объединяющей брокеров внебиржевого рынка. В 1968 г. в Лондоне были филиалы 19 американских брокерских компаний. После отказа от Бреттон-Вудской валютной системы рынок евробондов получил новый толчок в своём развитии. Особенно заметную роль в этом сыграли крупные долларовые вложения стран – производителей нефти. Вкладывая капиталы в Америке эти страны не хотели по политическим причинам, тем более что там время от времени возникали разговоры о санкциях против стран – членов ОПЕК, о конфискации их активов в США и т. п. Это повышало популярность рынков евродолларов и евробондов. В 1970-е годы одна только Саудовская Аравия вложила в европейские банки более 50 млрд долларов (Dosoo G. The Eurobond Market / G. Dosoo, P. Gallant. – L.: Woodhead-Faulkner, 1992. – P. 7–21, 30, 30–33).

И если в 1950-е годы, когда лондонский рынок переживал не лучшие времена, наиболее активные инвесторы переключились на Нью-Йоркскую биржу, то в 1960-е, когда инвестиции в евробонды стали более выгодными, чем в янки-бонды, инвесторы снова устремились в Лондон. Так, благодаря евробондам, Лондон в очередной раз стал центром глобального рынка ценных бумаг, притягивая к себе капиталы со всех концов мира<sup>126</sup>. Быстро росло в Англии и количество индивидуальных инвесторов – от 1,5 млн в 1953 г. до 2,5 млн в 1966 г. и 3 млн в 1979 г.<sup>127</sup>

Почему таким центром не стал Париж, всегда славившийся концентрацией финансового, ростовщического капитала? Ответ прост. Нестабильность франка в 1940-е и 1950-е годы и государственный контроль за движением капиталов в наиболее благоприятное на финансовых рынках время 1960-х годов сделали Париж неподходящим для иностранных инвесторов местом. Количество иностранных бумаг на Парижской бирже постоянно сокращалось, остались только акции южноафриканских золотодобывающих компаний, нескольких европейских транснациональных корпораций (таких как Shell) и отдельных крупнейших американских компаний типа AT&T. Ни для одной из них парижский рынок уже не имел принципиального значения. Да и на Парижской бирже с ними было связано лишь 10% операций – там всё большее значение приобретали внутренние бумаги французских компаний.

Рост рынка евробондов тормозило то, что бумаги физически находились в хранилищах американских банков, и всё чаще стали возникать проблемы с их поставкой в Европу. Когда инвестор – очередной «бельгийский дантист» – оплачивал облигации, оговаривая обычную дату поставки (в среднем две недели), он мог ждать свои бумаги и год, и два. Это не только замедляло рост рынка, но и угрожало самому его существованию. Чтобы решить эту проблему, в ноябре

---

<sup>126</sup> В 1955–1962 гг., когда общий объем эмиссии иностранных облигаций в Европе достиг 2,9 млрд долларов, 36% выпусков было произведено в Лондоне, а 30% в Цюрихе. Объем выпуска евробондов вырос с 258 млн долларов в 1963 г. до 4,2 млрд в 1973 г. и до 29 млрд в 1980 г.

<sup>127</sup> В 1990 г. количество индивидуальных инвесторов достигло 11 млн – 25% взрослого населения Великобритании. Однако доля британских акций, принадлежавших индивидуальным инвесторам, снизилась с 59% в 1963 г. до 18% в 1989 г. Остальное принадлежало институциональным инвесторам (преимущественно пенсионным фондам) и финансовым учреждениям (Michie R. *The City of London. Continuity and Change, 1850–1990* / R. Michie. – L.: Macmillan, 1992. – P. 129).

1968 г. на встрече ведущих европейских облигационных дилеров было решено создать Ассоциацию дилеров по международным облигациям (Association of International Bond Dealers, AIBD).

Комитет по правилам рынка при AIBD возглавил Стэнли Росс, колоритный персонаж, ставший символом авантюрного духа раннего рынка еврооблигаций. Росс родился в Лондоне в простой семье, отец его был кондуктором. Бросив школу в 15 лет, Стэнли пошёл работать на фабрику, а после службы в армии решил найти свой путь в мире ценных бумаг. Россу повезло, и его взяли на работу в лондонскую компанию Strauss Turnbull, где он быстро вырос до начальника операционного зала по иностранным бумагам. В 1967 году он возглавил лондонское отделение Kidder Peabody, а затем пришел в AIBD. К тому времени Росс разбогател, у него уже было несколько «Ягуаров», «Порше» и других спорткаров. На собрание AIBD в Копенгагене в 1970 году он прилетел в плохую погоду на маленьком частном самолёте «Сессна», а на следующее собрание в 1971 году в Париже прибыл из Лондона на собственной яхте, несмотря на штормовую погоду.

Тогда, в 1970-е, новый рынок еврооблигаций был настолько прибыльным, что его профессиональные участники на своих встречах демонстрировали нескрываемую роскошь и расточительство. В 1984 году на очередной встрече членов AIBD размер арендованных яхт наглядно говорил о доходах. Но уже во второй половине 1980-х этот рынок утратил элитарность и сопутствующий ей шик, став массовым и доступным для многих.

Хотя основной рынок евробондов находился в Лондоне, центром расчётов по еврооблигациям стало самое маленькое государство Европы – Люксембург, давно уже привлекавшее туристов дешёвыми бензином, вином и сигаретами. Привлекал Люксембург и «бельгийских дантистов», открывавших счета в банках Великого Герцогства. Их можно было видеть каждый день в поезде, отправлявшемся из Брюсселя в 9:30 и прибывавшем в Люксембург в середине дня. После визита в банки (Banque Internationale a Luxemburg, Banque Generale du Luxemburg или Kredietbank Luxemborgoise) и обеда в одном из люксембургских ресторанов «бельгийские дантисты» этим же поездом возвращались в Брюссель. На сердце у них было спокойно от того, что их деньги в надёжном месте,

Так Люксембург стал важным финансовым центром<sup>128</sup> – его преимуществом было отсутствие бюрократии. При размещении облигаций Autostrade местная биржа смогла сделать это быстрее, чем в Лондоне, и без проспекта эмиссии. Однако в Люксембург было неудобно добираться из Парижа, и стали раздаваться голоса, что необходимо сосредоточить проведение сделок по еврооблигациям в Брюсселе. Это всех устраивало, и в 1965 году брюссельский офис Morgan Guaranty провёл закрытие сделки по облигациям 15-летнего займа на 20 млн компании Synamid.

Вскоре оказалось, что владельцы облигаций всё чаще просили оставить их на хранении в брюссельском офисе Morgan – бумаги были уже проданы вторым владельцам, а те перепродали их следующим. Хранение облигаций стало обычной практикой, и был поставлен вопрос – почему бы не хранить их в Morgan до погашения, взимая за это вознаграждение? Такая система начала действовать с 1967 года<sup>129</sup>.

Следующим шагом стало создание новой клиринговой компании – Euroclear<sup>130</sup>. Вначале Euroclear проводила по 800 операций в день, и бизнес быстро расширился. По инициативе Стэнли Росса поддержку Euroclear оказала Kidder Peabody – одна из крупнейших трейдинговых компаний, потребовав от всех, кто имел с ней дела, членства в Euroclear. Потом появилась реклама в Financial Times, и рынок еврооблигаций стал стремительно расти<sup>131</sup>.

---

<sup>128</sup> Недаром иногда считают, что первые еврооблигации за два года до эмиссии Autostrade выпустил люксембургский Kredietbank Luxemborgoise. Это были облигации португальской компании SACOR на 5 млн долларов, выпущенные в европейских условных расчётных единицах EPE, что давало возможность инвесторам получать прибыль в любой из семи европейских валют – британских фунтах, немецких марках, голландских гульденах или же в бельгийских, французских, люксембургских и швейцарских франках. В этом люксембургские облигации были, конечно, гораздо более сложным финансовым инструментом, чем облигации Autostrade.

<sup>129</sup> Участники сделки должны были открыть в Morgan Guaranty счёт ценных бумаг и денежный счёт. После регистрации в системе можно было производить мгновенную поставку против платежа не дожидаясь физического перемещения бумаг. Это сразу сняло целый ряд проблем.

<sup>130</sup> В Euroclear решили перейти на взаимозаменяемость облигаций. Ценные бумаги депонировались на счетах участников без указания серийных номеров. Если они забирали свои бумаги, то им выдавалось соответствующее количество облигаций на необходимую сумму, но номера бумаг могли быть другими. Это значительно ускорило и упростило расчёты по ценным бумагам.

<sup>131</sup> Объём непогашенных долгов по еврооблигациям и прочим краткосрочным долговым бумагам вырос с 1,6 млрд долларов в 1968 г. до 16 267 млрд в 2006 году.

Успех Euroclear вызвал сильное недовольство в Люксембурге, и в сентябре 1970 г. там начала работу своя расчётно-клиринговая система Cedel (Centre of Delivery – центр поставок ценных бумаг)<sup>132</sup>. За первый год работы Cedel получила хорошую прибыль и заявила, что обслуживает более значительную часть рынка, чем Euroclear. Столь быстрый успех во многом был связан с тем, что Cedel поддерживали Citibank, Chase и Barclays – конкуренты стоявшего за Euroclear Morgan Guarantee.

Противостояние между двумя клиринговыми компаниями явно выходило за пределы обычной рыночной конкуренции. Многие из работавших в Cedel считали, что корни этих расхождений гораздо глубже. Англо-американские традиции трейдинга на рынке ценных бумаг отличались от европейских. И если система Cedel, созданная на основе европейских традиций, представляла интересы инвесторов, то Euroclear, продолжавшая американские традиции, – интересы тех, кто продавал этим инвесторам ценные бумаги. К тому же разными были и мотивы создания двух клиринговых систем. Euroclear создавали, чтобы избавиться от неудобств, связанных с транспортировкой ценных бумаг в документальной форме. А Cedel – чтобы не дать Euroclear (и стоящим за ней американским и британским банкам) полностью контролировать рынок еврооблигаций, иными словами – в духе негласного решения, что финансисты континентальной Европы должны во всём противостоять англо-американским участникам рынка. В те годы антиамериканские настроения вообще были распространены – отчасти из-за непопулярной войны во Вьетнаме, а отчасти из-за засилья американских идей и товаров в Европе, которая не желала становиться придатком США.

Конкуренция со стороны Cedel становилась серьёзной. И хотя в 1972 году Euroclear превратили в акционерную компанию Euroclear Clearance System (ECS) и продали владельцам (после чего была, наконец, модернизирована компьютерная система), Cedel вырывалась вперёд. В 1973 г. в

---

<sup>132</sup> Стартовый капитал был небольшим – 1,15 млн долларов. Однако Cedel поддерживало более 70 банков из 11 стран Европы. В отличие от Euroclear, в Cedel не жалели денег на компьютерную технику и вскоре смогли предлагать услуги, которых у Euroclear в принципе не было – расчёты по облигациям, выпущенным не только в долларах, но и в других европейских валютах. А это было весьма актуально – в конце 1960-х, когда в Германию устремился поток спекулятивных капиталов из США, выпускалось много еврооблигаций в немецких марках.

этой системе было зарегистрировано 5,5 млрд ценных бумаг, а у Euroclear почти в два раза меньше – 3 млрд. В руководстве Morgan были слышны разговоры, что если бы вернуть время назад, то они бы вообще не стали создавать Euroclear и связываться в такой рутинный бизнес. Хотя, наверное, глава международного банковского департамента Morgan Алек Ваглиано кривил душой, говоря об этом, – ведь Euroclear принесла за эти годы огромную прибыль для банка Morgan Guarantee.

В конечном счёте было решено модернизировать Euroclear, инвестируя дополнительные капиталы, и это дало желаемый результат. За один только 1982 год стоимость зарегистрированных в системе ценных бумаг выросла с 58 млрд долларов до 92 млрд, объёмы сделок увеличились за этот год на 110%, а количество участников – на 8%, достигнув 1265<sup>133</sup>. Хотя в центре внимания Euroclear оставались еврооблигации, она принимала всевозможные международные бумаги – простые и конвертируемые, именные и на предъявителя, с фиксированной и плавающей ставками, выпущенные в двадцати различных валютах. Изменился и состав клиентов – на смену «бельгийским дантистам» пришли брокерско-дилерские компании.

### *Распространение ипотечных бумаг*

В 1970-е годы, время нестабильного рынка акций, инвесторы стали вкладывать капиталы в недвижимость, справедливо считая, что этот надёжный и безотказный рынок их не подведёт<sup>134</sup>. А собственный дом с зелёной лужайкой был важной частью американской мечты вместе с хорошей работой, семьёй и машиной. Наличие жилой недвижимости стало основой «демократии домовладельцев», столь важной для англо-американского мира, где две трети граждан владеют своим домом<sup>135</sup>.

На фоне бума жилищного строительства рынок облигаций до конца 1970-х был стабильным и постоянно расши-

---

<sup>133</sup> Норман П. Сантехники и провидцы. Расчёты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок / П. Норман. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – С. 114.

<sup>134</sup> С 1975 по 2006 г. цены на дома выросли в 10–15 раз, и тот, кто вложил свои сбережения в недвижимость в 1970-е годы, сделал правильный выбор.

<sup>135</sup> В 1920-е годы в США владельцы собственных домов было гораздо меньше – около 40% населения.

рялся, несмотря на рост процентных ставок. Причина была в том, что в эти годы на рынке появилось много ипотечных облигаций. Общий объём долгов по ипотечным займам с 1959 по 2006 г. вырос в 75 раз и достиг 99% ВВП (в 1959 г. – только 38% ВВП).

Идея дать миллионам граждан США возможность владеть собственным домом возникла ещё во времена Франклина Рузвельта. Первая ассоциация ипотечного кредитования – Federal National Mortgage Association (её обычно называют Fannie Mae) – была основана по решению Конгресса в 1938 г. До 1948 года, когда она стала участником программы помощи ветеранам войны в приобретении жилья на льготных условиях, ассоциация была мало известна. С 1954 года Fannie Mae стала выпускать свои облигации, и вскоре возник их вторичный рынок. Популярность обеспеченных недвижимостью облигаций выросла после того, как в 1968 году была начата программа, обещавшая за десять лет построить дома для 26 млн семей. Этой амбициозной цели, по словам президента Джонсона, было трудно достичь «без правильного сочетания фискальной и монетарной политики»<sup>136</sup>.

Благодаря государственным гарантиям ипотечный рынок стал быстро расти. В 1968 году Fannie Mae разделилась на государственную национальную ассоциацию ипотечного кредитования (Government National Mortgage Association, Ginnie Mae) и частную компанию Fannie Mae<sup>137</sup>. Выпуск ипотечных облигаций Fannie Mae вырос с 6,5 млрд долларов в 1968 г. до более 14 млрд в 1970 г. Но ещё быстрее увеличивалась масса облигаций Ginnie Mae, рассчитанных на небогатых клиентов типа бывших военных. В 1970 г. эта ассоциация выпустила свои ипотечные бумаги на 475 млн долларов, а к 1979 г. таких облигаций было выпущено уже на 90 млрд долларов<sup>138</sup>. В следующем десятилетии рынок ипотечных бумаг ожидало стремительное расширение и колоссальные прибыли, получаемые на операциях с ними.

---

<sup>136</sup> Johnson L. The Vantage Point: Perspectives of the Presidency, 1963–1969 / L. Johnson. – N. Y.: Holt, Rinehart & Winston, 1971. – P. 331.

<sup>137</sup> В 1970 г. появился ещё один участник этого рынка – Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита (Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mac).

<sup>138</sup> Geisst C. Visionary Capitalism. Financial Markets and the American Dream in the Twentieth Century / C. Geisst. – N. Y.: Praeger, 1990. – P. 92.





## Часть 2

# Информационная революция и ценные бумаги в 1980-е годы

### *Трансформация индустриального капитализма*

#### *Эпоха восьмидесятых*

Эпоха восьмидесятых для тех, кто жил, подобно мне, в замкнутом мире Советского Союза, запомнилась как время небогатое, но в целом тихое и спокойное – время «застоя», так его потом стали называть. А в остальном мире в те годы происходили бурные события. Десятилетие 1980-х прошло в создании новых глобальных рынков, а новые веяния этого времени были связаны с тремя городами: финансовым сердцем мира – Лондоном, центром артистических и культурных традиций – Парижем и «последним великим американским городом» – Чикаго. В Чикаго зародились важнейшие инновации 1980-х, связанные с деривативами; в Париже в начале 1986 г. был создан французский международный рынок фьючерсов (Marché à Terme International de France, MATIF), ставший примером для других таких рынков, а в Лондоне в 1986 г. произошёл «Большой взрыв», породивший глобальный рынок ценных бумаг.

В начале 1980-х стало приходить понимание, что длительный экономический кризис 1970-х годов, охвативший все страны с рыночной экономикой, связан не только с повышением цен на нефть, а с чем-то гораздо более серьёзным – с ограниченными возможностями кейнсианской модели экономического роста. На самом деле проблема была ещё глубже – исчерпала свой потенциал сама индустриальная экономика, но об этом в начале 1980-х годов мало кто задумывался, разве что Дэниел Белл и его немногочисленные последователи. Для всех была очевидна потребность в реструктуризации индустриальной экономики, причём не только рыночной – в середине 1980-х реформы были начаты даже в плановой экономике индустриального социализма в Советском Союзе.

Наибольшим успех кейнсианской модели экономического роста был в два послевоенных десятилетия с их длительным подъёмом, процветанием и социальной стабильностью. Однако в те годы политическая обстановка была на-

пряжённой – мир балансировал на грани ядерной войны, и ни о каком либеральном космополитическом оптимизме говорить не приходилось. Такое оптимистическое настроение вернулось в мир гораздо позже – лишь в 1990-е годы, после распада Советского Союза, когда казалось, что угроза новой мировой войны навсегда ушла в прошлое.

Ещё в начале 1970-х годов кейнсианская модель экономического роста столкнулась с внутренними ограничениями. Возможности массового производства исчерпались, что привело к спаду прибыльности и к поиску новых форм организации производства и бизнеса. А рост цен на нефть был дополнительным осложняющим обстоятельством. Начавшийся кризис, ставший переломным в истории индустриального капитализма, проявлялся в быстром увеличении инфляции. В периоды особенно быстрого роста цен, в 1974 и 1979 годах, возникала угроза, что инфляция вот-вот станет неуправляемой.

Потребность в реструктуризации стала очевидна и для правительств, и для многих компаний. Как её провести было не очень понятно, и оставался только путь проб и ошибок. Основой реструктуризации стали повышение производительности труда и прибыльности капитала любыми доступными средствами. Кроме того, шёл поиск новых рынков в глобальном масштабе. При этом необходимо было максимально использовать государственную помощь для повышения конкурентоспособности национальных экономик, пусть даже в ущерб социальным программам.

### *Компьютерная революция*

Всем было понятно, что в реструктуризации решающее значение имеют технологические инновации. Ими стали информационные технологии. Тогда они ещё так не назывались, и говорили о компьютерной революции. О ней написано много, и нет смысла всё это повторять. Первые компьютеры появились с 1940 годов, но радикальной инновацией 1980-х стало распространение персональных компьютеров. Стремительный рост их популярности был вызван не только тем, что это доступное по цене и сравнительно небольшое настольное устройство ничем не напоминало электронно-вычислительные машины, очень дорогие и похожие на огромные железные шкафы. Сама идея возможности свободного обмена информацией, положенная в основу компью-

терной революции, оказалась привлекательной для многих людей во всех концах мира.

Мне кажется важной мысль Мануэля Кастельса о том, что «революция в информационной технологии не вполне осознанно распространяла через материальную культуру наших обществ освободительный дух, который расцвёл в движениях 1960-х годов». Такие новаторы как Стив Джобс, Стив Возняк и многие другие, «намеренно повернули вспять централизующие технологии мира корпораций, как по убеждению, так и ради выкраивания себе рыночной ниши». Действительно, сам по себе «упор на персонализированные технические устройства, на интерактивность, на сети, неустанный поиск новых технологических прорывов, даже когда он, казалось бы, не имел особого смысла для бизнеса, совершенно не согласовывался с осторожной традицией мира корпораций»<sup>139</sup>.

Эти идеи, коренящиеся в общественных движениях бурной эпохи 1960-х, нравились не всем. В 1971 году была опубликована книга Айн Рэнд<sup>140</sup> с показательным названием «Возвращение примитива. Антииндустриальная революция» (*Return of the Primitive. The Anti-Industrial Revolution*)<sup>141</sup>. Листая книгу, всё время задаёшься вопросом: «возвращение примитива» – это о ком? О таких как Стив Джобс, самый что ни есть типичный представитель эпохи 1960-х, впитавший в себя все её особенности? Когда создаются новая постиндустриальная экономическая система и, более того, новая цивилизация, многим понять смысл происходящего удавалось далеко не сразу – необходимо время, чтобы увидеть результаты. А пока они не были видны, всё происходящее воспринималось всего лишь как «антииндустриальная революция». Если считать, что символами капитализма являются не компьютеры на бирже, а дымящие трубы, то если трубы перестают дымить и на смену им приходят компьютеры – это трагедия и крах цивилизации.

Иногда говорят, что начавшаяся в Америке компьютерная революция (а началась она, как известно, именно там) была частью гонки вооружений и финансировалась во-

---

<sup>139</sup> Кастельс М. Информационная эпоха. Экономика, общество и культура / М. Кастельс. – М.: Гос. ун-т Высшая школа экономики, 2000. – С. 29, сн. 5.

<sup>140</sup> Айн Рэнд (1905–1982) – американская писательница и философ, родившаяся в Петербурге (её настоящее имя было Алиса Розенбаум), эмигрировавшая в США в 1925 г.

<sup>141</sup> Рэнд А. Возвращение примитива. Антииндустриальная революция / А. Рэнд. – М.: Альпина Паблишер, 2011.

енными. Доля правды в этом есть, что вполне понятно. Пентагон действительно щедро оплачивал все исследования, связанные с электроникой, и даже Интернет был первоначально разработан в начале 1960-х годов в военной исследовательской организации DARPA (Defense Advanced Research Projects Agency). Однако двое длинноволосых парней в потёртых джинсах, Джобс и Возняк, собиравшие в гараже первый персональный компьютер, явно не имели отношения к военным и гонке вооружений.

Тогда казалось, что творцы компьютерной революции победили столь ненавистную им «систему» и Большого Брата из книги Джорджа Оруэлла. Спустя десятилетия выяснилось, что Интернет и персональные компьютеры (особенно смартфоны) очень эффективно могут использоваться властями для тотальной слежки. Но даже это обстоятельство не отменяет привлекательности идеи свободного обмена информацией и возможности за секунды связаться с друзьями или деловыми партнёрами в любой части мира. Так что это ещё большой вопрос, кто кого победил.

«Невозможно переоценить значение того факта, что именно развитие информационных технологий создало глобальную экономику». И, несмотря на «нынешние экономические трудности, будет усиливаться процесс... мгновенного распространения информации, безотлагательного обнаружения финансовых рисков и возможностей. Таковы необратимые тенденции развития в XXI веке»<sup>142</sup> – оптимистично утверждал Лео Меламед в мае 2009 года.

### *Рональд Рейган и Маргарет Тетчер*

В 1980-е годы информационные технологии изменили мир и повседневную жизнь – персональные компьютеры и первые мобильные телефоны, потом появление Интернета (в те годы ещё мало известного). Эти технологии оказались как нельзя кстати в качестве ключевой инновации для реструктуризации индустриальной экономики. Кстати оказались и появившиеся в начале 1980-х такие харизматические лидеры, как Рональд Рейган и Маргарет Тетчер. При всём их консерватизме и заигрывании с военными, своё дело они сделали – смогли вывести из глубокой депрессии экономику

---

<sup>142</sup> Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламед. – М.: Альпина Паблишер, 2010. – С. 13.

США и Великобритании, а это стало толчком и для всей мировой экономики.

В Англии с приходом к власти «железной леди» Маргарет Тетчер (премьер-министр в 1979–1990 гг.), взявшей курс на восстановление рыночных механизмов управления экономикой, попытки национализации закончились. В 1980-е годы было реприватизировано около 100 крупнейших государственных предприятий, в том числе British Petroleum, British Telecom, British Airways и др. Во время волны приватизации эти предприятия не возвращались прежним владельцам, а большое количество акций продавалось сотрудникам приватизируемых компаний. Поступления от приватизации в бюджет в 1979–1999 гг. достигли 80 млрд фунтов, а свободные капиталы, достигавшие 40 млрд фунтов (75 млрд долларов), устремились на рынок ценных бумаг. Одним из следствий этого стало увеличение количества индивидуальных инвесторов до 25% взрослого населения Великобритании. Благодаря такой политике правительства Тетчер, с конца 1980-х начался общий экономический и промышленный подъём. Сервисный сектор экономики окончательно опередил промышленный, что вполне естественно для зрелой экономики, в которой индустриализация уже стала пройденным этапом<sup>143</sup>.

А в США в 1981 году на президентских выборах победил представитель республиканской партии Рональд Рейган (в прошлом киноактёр и радиоведущий, затем губернатор штата Калифорния), ставший 40-м президентом (1981–1989). Актёрское мастерство блефа помогло Рейгану во время обострения «холодной войны». В 1983 году была объявлена заведомо нереалистичная военная программа, невнятно названная «Стратегическая оборонная инициатива»<sup>144</sup>. Она

---

<sup>143</sup> С 1950 по 2000 г. доля промышленного производства в ВВП Великобритании сократилась с 28,6% до 22,6%, а доля сервисного сектора экономики выросла с 61,5% до 70,3%. В среднем для Западной Европы доля сервисного сектора составляла в 2000 г. 66%.

<sup>144</sup> На деле речь шла о размещении на орбитальных космических станциях сверхмощных рентгеновских лазеров для нанесения первого удара по пусковым установкам советских баллистических ракет. Технически программа была невыполнима (это стало ясно лишь потом), но в СССР поверили в этот блеф и начали разрабатывать наземные лазерные установки, чтобы сбивать американские орбитальные станции. Сделать это так и не смогли, а советский космический шаттл «Буран», на создание которого были потрачены огромные деньги, так никогда и не взлетел и долго стоял, ржавея, под открытым небом на заводе. История эта общеизвестна, и я вкратце пересказываю по памяти то, что писали по этому поводу в разные годы газеты.

вызвала ответную гонку вооружений в Советском Союзе, который с этой гонкой не справился. В конечном счёте, это стало одной из причин, приведших к «перестройке» Горбачёва и распаду СССР. Рейган победил в игре и уже за это вошёл в историю.

Новый президент решительно действовал и в экономике. Он занял свой пост, когда продолжался глубокий экономический кризис 1970-х, особенно обострившийся в 1979 году. Рынок ценных бумаг погрузился в депрессию, а президент Джимми Картер не знал, что делать с экономикой, рассказывал про необходимость экономить электроэнергию и ходил в Белом доме в свитере. В те годы, получившие название «эпоха инфляции», на заправках были очереди за бензином, и популярной стала поговорка *cash is trash* («деньги – это мусор»). Инвесторы вкладывали деньги в основном в золото, а среди девушек распространилась мода носить ожерелья из южноафриканских золотых монет – *крюгеррандов*, каждая из которых продавалась по цене чистого золота.

В своей речи от 15 июля 1979 г. президент Картер заявил, что кризис доверия охватил народ, угрожая разрушить ткань социальной и политической жизни страны. Экономисты предсказывали, что в будущем инфляция будет только увеличиваться, а экономический рост тормозиться. Даже оптимистично настроенный Пол Самуэльсон считал, что в 1980-е годы можно ожидать 9% годовой инфляции и 8% безработицы, а рост ВВП будет не более 2% в год<sup>145</sup>. Картер так и остался в истории как президент, не сумевший остановить инфляцию. А вот Рейган сумел, неважно как и какой ценой, и стал восприниматься почти как спаситель Америки.

В «эпоху инфляции» разговоры на темы денег стали обычным делом среди представителей среднего класса, раньше хранивших свои сбережения на банковских депозитах и не очень задумывавшихся о прибыльности инвестиций. Именно тогда в сознании индивидуальных инвесторов из среднего класса произошёл решающий перелом в пользу ценных бумаг. С пониманием того, что сбережения съедает инфляция, и что прибыль по банковским депозитам не способна покрыть растущие убытки, у инвесторов появился интерес к другим путям вложения своих капиталов, тем более что взаимные фонды предлагали для этого много воз-

---

<sup>145</sup> Vedder R. *Out of Work. Unemployment and Government in Twentieth-Century America* / R. Vedder, L. Gallaway. – N. Y.: New York University Press, 1997. – P. 220.

можностей, и самим инвесторам не нужно было даже вникать в прибыльность различных ценных бумаг.

В годы инфляции распространилась мода жить в кредит, особенно после того как во второй половине 1970-х годов кредитные карты стали обычным делом<sup>146</sup>. В 1975 г. в США долги по кредитным картам увеличились до 15 млрд долларов (при общей сумме потребительского кредита 167 млрд долларов). К 1979 году, когда инфляция выросла в два раза, эти долги составляли около 50 млрд долларов, общая сумма задолженности по кредитам – 315 млрд. А количество пользователей кредитными картами достигло 60 млн<sup>147</sup>.

Хотя инфляция поглощала прибыли корпораций, компании не уменьшали зарплату, и сидевшие в офисах «белые воротнички» – и квалифицированные специалисты, и просто менеджеры, – чувствовали себя вполне неплохо. А руководители компаний – ещё лучше: играли в гольф, ездили на охоту и проводили время в роскошных домах за городом. Основная часть прибылей корпораций возникала за счёт не вполне законных операций, настолько хитро замаскированных, что за ними трудно было уследить.

Индекс Доу – Джонса всё время колебался то в одну, то в другую сторону, а газеты любили поговорить о смерти рынка акций, внушая пессимистические мысли, что никто и никогда больше не будет их покупать. Заказы на приобретение акций действительно стали редкими. Однако были и в то время оптимистично настроенные инвесторы. Уоррен Баффет считал, что наступило самое подходящее время для приобретения подешевевших акций. «Будущее никогда не казалось мне более ясным... Обычно на рынке ценных бумаг вы платите надбавку за... уверенность в будущем. Но на самом деле неуверенность является другом покупателя, ориентированного на получение прибыли в долгосрочной перспективе»<sup>148</sup>. Баффет и другие сохранившие спокойствие инвесторы так и делали, заложив основу своего процветания. Эти инвесторы уверенно противостояли «медвежьим» настроениям рынка. Была ли в этом интуиция, или рациональный расчёт на то, что всякая игра на понижение рано или поздно

---

<sup>146</sup> Первые банковские карточки появились в начале 1950-х годов, в 1970-е годы их использование стало массовым, а с начала 1980-х годов такими же массовыми стали банкоматы.

<sup>147</sup> Nocera J. A Piece of the Action. How the Middle Class Joined the Money Class / J. Nocera. – N. Y.: Simon & Schuster, 1994. – P. 190–191.

<sup>148</sup> Buffet W. You Pay a Very High Price in the Stock Market for a Cheery Consensus / W. Buffet // Forbes. – 1979. – 6 Aug.

сменится игрой на повышение? Оптимистичным инвесторам очень повезло, когда в 1979 году Картер, уже не зная, что делать с экономикой, назначил Пола Волкера председателем ФРС (1979–1987). Ещё больше им повезло, когда президентом стал решительно настроенный Рональд Рейган.

Рейган, в духе идей Милтона Фридмана, сделал дерегуляцию основой экономической политики, объединив в коалицию представителей самых разных движений. Он не раз заявлял, что чем меньше правительство будет вмешиваться в экономику и в жизнь общества, тем большей будет степень и личной свободы, и свободы предпринимательства. Исходя из принципа невмешательства государства в свободные рынки, президент смог с 1981 по 1989 год снизить уровень инфляции с 12,5% до 4,5%, а уровень безработицы – с 7,5% до 5,3%. При этом ВВП США в 1980 г. сократился на 0,3%, а в 1988 г. – вырос на 4,1%. Для зрелой экономической системы это более чем неплохой показатель темпов роста. Все заговорили о «рейганомике» – особой экономической политике нового президента<sup>149</sup>. «Рейганомика» проявлялась в сочетании невмешательства государства в бизнес с политикой снижения налогов, что должно было стимулировать инвестиции. У этой политики было четыре ключевых элемента: ограничение денежной массы для снижения инфляции (в этом Рейгана поддерживал председатель ФРС Пол Волкер); снижение налогов на 25%; сбалансированность бюджета за счёт контроля внутренних расходов; ослабление государственного вмешательства в экономику.

Критики такой политики заявляли, что снижение налогов выгодно лишь богатым, чьи интересы представлял Рейган. Государственное финансирование всех невоенных программ было сокращено, а военный бюджет увеличен с 4,9% до 5,8% ВВП в год, что для мирного времени было беспрецедентным. Но, как бы там ни было, экономическая политика Рейгана (в том числе налоговая) оживила американскую экономику после длительного периода спада в 1970-е годы и стала основой экономического бума 1990-х годов.

Однако сразу после избрания нового президента была ещё не ясна его позиция в вопросах экономики. Рейган, на-

---

<sup>149</sup> Наиболее радикальный шаг по дерегуляции рынков администрации Рейгана сделать так и не удалось – закон «О дерегулировании финансовых институтов» (Financial Institutions Deregulation Act), подготовленный в 1983 году, не был одобрен конгрессом. Проект закона предлагал, в частности, разрешить банковским холдинговым компаниям заниматься операциями с ценными бумагами.



строенный в целом консервативно, в публичных выступлениях высказывал различные мысли по поводу экономики. Он был сторонником золотого обеспечения доллара, и в этом его мнение совершенно не совпадало с позицией Пола Волкера, понимавшего, что эпоха золотого паритета навсегда ушла в прошлое. Единственным совпадением с Рейганом во взглядах на экономику была их приверженность монетаризму. Но президенту был, судя по всему, ближе подход Милтона Фридмана, постоянно критиковавшего Волкера. А Фридман предлагал ещё более жёсткие меры.

Пола Волкера никак нельзя было назвать последователем Фридмана, хотя некоторые его монетаристские идеи он использовал. Сразу после президентских выборов Волкер ещё больше ужесточил свою финансовую политику, подняв процентную ставку до 14%, а потом и до 15%. Он был готов поставить экономическую систему на грань рецессии, сравнимой с годами «Великой депрессии», лишь бы остановить инфляцию. И действительно, к 1983 году она понизилась с 12% до 4%. Именно удачная финансовая политика Волкера позволила потом Рейгану уменьшить налоги, начать либерализацию бизнеса, добиться восстановления экономики и получить столь необходимую ему поддержку финансовых кругов.

Вскоре после инаугурации Рейган заявил, что экономическое положение Америки – самое худшее после 1930-х годов. По его словам, стране угрожало экономическое бедствие огромных масштабов и необходимы были решительные меры, чтобы не началась настоящая депрессия. Президент утверждал, что монетаризм является лучшим средством снижения инфляции (в этом его взгляды совпадали с позицией Маргарет Тетчер). «У нас сейчас инфляция не потому, что люди слишком хорошо живут, а потому что слишком хорошо живёт правительство», – любил говорить Рейган. Причины инфляции были, конечно же, не в этом, но популярности новому президенту такие слова добавляли. Рейган не раз заявлял, что снижение налогов стимулирует экономику, так как оставляет больше денег для инвестиций. Однако не было никакой гарантии, что снижение ставок налогообложения действительно повысит инвестиции. Ещё одной излюбленной идеей Рейгана был сбалансированный бюджет, хотя на практике эта позитивная идея оказалась далёкой от реальности – при новом президенте дефицит бюджета вскоре начал расти.

Новым министром финансов стал Дональд Риган, до того руководивший Merrill Lynch. Это известие вызвало энтузиазм на Уолл-стрит, где считали, что профессиональный финансист будет отстаивать интересы бизнеса. К тому же Риган был известным сторонником дерегулирования экономики. В октябре 1981 г. в интервью он говорил, что «дерегулирование финансовых учреждений» является его главной целью, и что он попытается «как можно быстрее осуществить дерегулирование процентных ставок»<sup>150</sup>. Ригану нелегко было работать на новом посту и управлять казначейством, так как Волкер нередко противостоял ему. А реальной поддержки со стороны президента не было. «До сих пор я не провёл ни одной минуты наедине с Рональдом Рейганом» – писал в марте 1981 г. Дональд Риган. – «Как можно выполнять работу, если её задача не определена?»<sup>151</sup>.

Рейгану помогала вера в военную силу и в рыночную экономику. Поэтому в первом же проекте бюджета, разработанном его администрацией, увеличивались военные расходы и сокращались налоги. Но так как имевшихся в стране сбережений не хватало для поставленных целей, возник дефицит бюджета. Его необходимо было как-то финансировать, но из-за ограниченного размера денежной массы пришлось снова поднимать учётные ставки. Реакцией на это стал дефолт в Мексике в августе 1982 г. и последовавший за ним международный долговой кризис. В ответ на него ФРС немного снизила ставки, после чего начался период быстрого экономического роста середины 1980-х. «Отпущенные тормоза привели к быстрому росту экономики, и её возрождение было столь же сильным, сколь глубокой была недавняя рецессия... американцы наслаждались ростом реальных доходов»<sup>152</sup>.

Банки охотно выдавали кредиты, а приток иностранных капиталов увеличился – не только из-за доверия к Рейгану, излучавшему решительность, но и по причине роста доходности финансовых активов и общего усиления доллара. Дорогой доллар вызывал рост импорта, позволявшего удовлетворить избыточный спрос и снизить цены. «Возник саморазвивающийся процесс, в котором сильная экономика,

---

<sup>150</sup> Kowan E. How Regan Sees the Budget / E. Kowan // The New York Times. – 1981. – Oct. 18.

<sup>151</sup> Regan D. For the Record: From Wall Street to Washington / D. Regan. – N.Y.: Harcourt Brace, 1988. – P. 142.

<sup>152</sup> Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – С. 129.

сильная валюта, большой дефицит бюджета и дефицит внешнего торгового баланса усиливали друг друга, что привело к неинфляционному росту». Этот кругооборот Джордж Сорос назвал «имперским кругом Рейгана», так как он давал возможность «наращивать военную силу страны за счёт привлечения товаров и капитала из-за границы. В центре царило благоденствие, а на периферии ситуация была поистине ужасной»<sup>153</sup>. Благодаря рыночному фундаментализму, господствовавшему при Рейгане, банкам предоставили ещё больше свободы в выборе, кому давать кредиты. Были сняты все ограничения, созданные во времена «Великой депрессии», и банки смогли осваивать новые направления деятельности. А различия между инвестиционными и коммерческими банками всё больше стирались.

### *Либерализация мировых рынков ценных бумаг*

Со времён Второй мировой войны во всех странах существовали многочисленные ограничения на валютные операции и международное перемещение капиталов. Либерализация международных финансовых потоков в США, Великобритании и Японии началась с конца 1970-х годов, когда почти одновременно и независимо друг от друга эти страны стали устранять препятствия для свободного движения финансовых потоков, чтобы создать равные условия для всех участников мирового рынка ценных бумаг.

В США дерегуляция экспорта капитала началась ещё в 1960-е годы. Великобритания сняла контроль над международными финансовыми операциями в 1979 г., а в Японии в 1980 году убрали ограничения на экспорт капитала. Так как эти страны были ключевыми участниками мировой экономики, то начало либерализации сразу стимулировало международные финансовые потоки.

В Германии экспорт капитала был почти свободным с 1958 года, и последние ограничения сняли в 1981 г. На Франкфуртской бирже, основном центре операций с ценными бумагами, налог на операции с акциями (0,25%) и облигациями (0,1%) окончательно отменили в 1991 году. В Швейцарии проблем со свободным перемещением капиталов вообще никогда не было, а вот Франция выжидала

---

<sup>153</sup> Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – С. 130.

больше десяти лет, сняв ограничения на экспорт капитала и другие международные финансовые операции только в 1990 году. И лишь Люксембург остался в стороне от этой волны, после чего стал сдавать позиции. Рынок ценных бумаг этого финансового центра был слишком слаб, а обороты Люксембургской биржи – слишком малы, чтобы привлекать крупных инвесторов. И хотя на этой бирже котирувалось 80% всех выпущенных еврооблигаций, конкурировать с Лондоном она не могла.

Рональд Рейган вместе с министром финансов Дональдом Риганом в 1982 году объявили о необходимости либерализации законов о банковской деятельности<sup>154</sup>. Президент считал, что это поможет банкам улучшить своё не самое лучшее положение, вызванное высокими процентными ставками и назвал эти новшества величайшим событием в мире финансов за последние годы. Действительно, они подтолкнули быстрый рост небанковских финансовых организаций, в том числе взаимных фондов.

Затем с середины 1980-х годов в Англии, Франции, Германии и других промышленно развитых странах начался процесс общей дерегуляции рынков и приватизации государственных предприятий, в основном связанных с финансами, электроэнергией, телекоммуникациями и массмедиа. И хотя сами по себе дерегуляция и приватизация ещё не гарантируют ускорения экономического роста, очевидно, что они его стимулируют.

Общая реструктуризация индустриальной экономики сопровождалась сильным общественным сопротивлением демонтажу государства всеобщего благосостояния (welfare state), особенно в Европе. А вот в Японии эти изменения происходили безболезненно. Там не было (или почти не было) спада 1970-х годов, и послевоенный рост плавно перешёл в бум 1980-х, сопровождавшийся расцветом высоких технологий. Японское государство всеобщего благосостояния процветало, а сильно выраженное государственное вмешательство в экономику помогало удерживать необхо-

---

<sup>154</sup> Ещё в 1980 г. был принят Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, значительно сокративший вмешательство государства в работу финансовых организаций, а принятый 15 октября 1982 г. новый закон Гарна – Сен-Жермена (Garn – St. Germain Act) позволил банкам конкурировать на равных условиях с небанковскими финансовыми организациями в борьбе за место на рынке и за привлечение клиентов. Кроме того, закон разрешил ссудо-сберегательным ассоциациям (Savings and Loans associations) расширить своё присутствие на рынке кредитных услуг.

димый курс. Временные экономические трудности у ведущих стран Запада оказались выгодны Японии, выдвинув её в мировые экономические лидеры.

Примером неудачной реструктуризации индустриальной экономики стал Советский Союз времён Горбачёва – об этом много было сказано и написано. А попытки совершить в СССР «компьютерную революцию» очень ёмко прокомментировал Мануэль Кастельс в своей книге об информационной эпохе. Поэтому мы здесь не будем касаться истории «перестройки» и последовавших за ней событий.

### *Спад начала 1980-х годов в США*

В мае 1981 года, когда кредитная политика ФРС стала максимально жёсткой, и процентная ставка была повышена до 14%, это привело к нестабильности кредитного рынка. Не самые лучшие перспективы были и у рынка облигаций. Такие пессимистические настроения понятны – инфляция достигла 15%, рынок облигаций оказался в нестабильном состоянии, а индекс Доу – Джонса не поднимался выше 1000 пунктов.

На новые выпуски акций спрос тоже был вялым, и многие компании стали использовать финансирование с помощью краткосрочных векселей. Росли издержки бизнеса, а это означало, что их финансирование будет переложено на потребителей товаров и услуг.

Тем временем началось сокращение производства, и цены на акции крупных промышленных предприятий стали снижаться. Компании отказывались от проведения эмиссий облигаций из-за больших затрат на их выпуск и отсутствия уверенности в удачном размещении таких бумаг в сложившихся условиях. Из-за этого промышленный спад продолжался, и всё большее значение приобретал импорт.

Товары иностранного производства вытесняли американские (особенно это касалось автомобилей и бытовой электроники), и в начале 1980-х годов часто говорили о снижении конкурентоспособности Америки. Так рост инфляции на фоне низких темпов экономического роста привёл к стагфляции, начавшейся еще в конце 1970-х годов.

### *Укрепление доллара и новый подъём*

Ничто не предвещало, что Рейган сможет справиться с этой тенденцией, но вскоре начал расти курс доллара, и это изменило всё. Не думаю, что в этом заслуга самого Рейгана – к тому времени он ещё не успел провести никаких реформ. Дело было в удачной политике ФРС, ужесточавшей кредитные требования и поднявшей ставку рефинансирования до 20% (стоимость банковского кредита достигла 21,5%). Обычно настолько высокие ставки приводили к застою на рынке (что и было в 1980 году). Летом 1981 г. конгресс принял закон о налоге для восстановления экономики. Ставку налогообложения на все виды долгосрочной прибыли заметно снизили, на валютном рынке курс доллара сначала стабилизировался, а потом стал расти.

Всё это было воспринято иностранными инвесторами как признак того, что политика Волкера оказалась правильной, и он смог справиться с инфляцией. Инвесторы снова стали вкладывать капиталы в доллары и американские облигации, и курс рос из-за этого ещё быстрее, поднявшись с 1981 по 1985 г. на 40%. Интерес инвесторов к валютным операциям, а потом и облигациям начал оживлять сначала финансовые рынки, а потом и экономику в целом, несмотря на то, что темпы инфляции в это время оставались высокими.

В середине 1982 года общее настроение на рынке ценных бумаг стало меняться. Появились первые, едва уловимые признаки приближения нового «бычьего» тренда и началось оживление на рынке. Те, кто в конце 1970-х скупал крупные пакеты упавших в цене акций, оказались в выигрыше. А с 1982 г. началась волна потребительского бума, напоминавшего 1950-е годы. Рядовые потребители почувствовали последствия укрепления доллара – теперь в пересчёте на выросшие в цене доллары качественные иностранные (в основном японские и немецкие) товары стали более доступны для них.

Хотя оживление в экономике действительно намечалось, критики Пола Волкера обвиняли его в том, что чрезмерно жёсткая кредитная политика ФРС как раз и создала сильный спад. По словам Дональда Ригана, Волкер действительно «выжиг инфляцию», но настолько часто прибегал к искусственным корректировкам процентных ставок, что

«после этого прижигания у пациента почти на два года отнялась правая рука»<sup>155</sup>.

Так в 1982 г. произошло окончательное обуздание инфляции 1970-х годов, подрывавшей веру в экономический рост и в стабильность доллара. Как только введённое ФРС ограничение на количество денег в обращении остановило развитие инфляционных процессов, процентные ставки упали. К тому же администрация Рейгана не только уменьшила ставки налогообложения, но и ослабила регулирование, тормозившее развитие предпринимательства. Если бы в 1982 году инвесторы поняли, какие выгоды обещает им ситуация после снижения процентной ставки, они смогли бы предвидеть и последующий резкий рост инвестиций, и подъём цен на акции.

И действительно, с середины августа 1982 года начался один из самых долгих (а может, и самый долгий в XX веке) период «бычьего» тренда на рынке. Он ещё больше изменил настроения среднего класса, поверившего, что рынок ценных бумаг может быть средством обогащения. С 13 августа стал расти индекс Доу – Джонса, поднявшись с отметки 776 до 901 в конце месяца. А к 22 октября он вырос до 1036, что было абсолютным максимумом за десять лет. Среди институциональных инвесторов появился ажиотажный спрос на ценные бумаги. Wall Street Journal и журнал Money писали об эйфории среди инвесторов и о том, что время нового «бычьего» рынка наконец настало<sup>156</sup>. С 1982 по 2005 год рынок ценных бумаг рос (хотя и с перерывами в 1987 и 2000 гг.) в среднем на 13% в год (с учётом сложного процента). Те, кто инвестировал свои капиталы в акции в 1982 году и продолжал держать эти бумаги, в 2005 году получил бы в 16 раз больше, чем вложил.

Из технологических инноваций в эти годы в центре внимания была биотехнология, выполнявшая теперь ту же роль, что электроника в 1960-е. Все вдруг заговорили о чудесах геной инженерии, и символом нового бума стала компания Genetech, выведшая свои акции на рынок в 1980 году. За двадцать минут после начала размещения их цена выросла в три раза – инвесторы верили, что Genetech повторит историю IBM.

---

<sup>155</sup> Regan D. For the Record: From Wall Street to Washington / D. Regan. – N. Y.: Harcourt Brace, 1988. – P. 172.

<sup>156</sup> Nocera J. A Piece of the Action. How the Middle Class Joined the Money Class / J. Nocera. – N. Y.: Simon & Schuster, 1994. – P. 232.

Цены акций некоторых других биотехнологических компаний выросли в 30 раз больше номинала, хотя они чаще всего не имели реальных доходов – их получение прогнозировалось через несколько лет. Компании обещали создание новых лекарств, которые якобы должны были вызвать революцию в медицине (первым из них стал интерферон), хотя вопросы о том, насколько эти лекарства будут востребованы и какими будут их реальные объёмы продаж, не рассматривались.

Закончился биотехнологический бум, как и следовало ожидать, спадом во второй половине 1980-х годов. Большинство акций этих компаний потеряли в цене до 75%, особенно во время кризиса 1987 года, и продолжали падать, даже когда началось восстановление рынка в конце 1980-х. Инвесторы утратили интерес к этим бумагам – их стали привлекать акции, дающие реальные доходы сейчас, а не обещаемые в неопределённом будущем.

### *Долговой кризис*

Начало нового периода роста ненадолго омрачил долговой кризис 1980-х годов в Латинской Америке, отчасти вызванный политикой Пола Волкера. Когда в 1970-е годы многие страны этого региона начали реализовывать крупные экономические и промышленные проекты, они финансировались за счёт кредитов, полученных в американских банках<sup>157</sup>. Процентные ставки по этим кредитам, взятым в долларах, были связаны с величиной эталонной краткосрочной процентной ставки Лондонского рынка межбанковских кредитов (LIBOR). Когда Волкер для борьбы с инфляцией значительно повысил процентные ставки (с 3,2% в 1979 г. до 8,1% в 1981 г.), поднялись и ставки LIBOR. После этого латиноамериканские страны уже не могли обслуживать свои долги, реальная сумма которых к тому же повысилась из-за девальвации валют стран-должников. Так в странах Латин-

---

<sup>157</sup> После создания Организации стран-экспортёров нефти (ОПЕК) в крупнейших мировых банках образовался переизбыток депозитов нефтедобывающих стран. Эти капиталы перераспределялись в виде кредитов, выдававшихся импортёрам нефти, а также для финансирования дефицита платёжного баланса некоторых стран. При выдаче кредитов банки ориентировались на кредитные рейтинги, не учитывая, что они росли по мере получения странами кредитов. Так накопилась масса рискованных кредитов.



ской Америки началась серия дефолтов по государственным долгам.

В 1982 г. Мексика объявила о неспособности возвратить внешние долги, достигавшие 77 млрд долларов. В июле этого года доходность мексиканских облигаций была лишь немного меньше, чем у облигаций Всемирного банка. Поэтому все инвесторы считали, что вероятность дефолта в Мексике крайне мала. Однако через месяц, в середине августа, в Вашингтон прибыла делегация мексиканских чиновников, сообщив, что деньги закончились, и Мексика больше не может платить по своим облигациям.

Объём иностранных капиталов, поступивших в страну, вырос с 3,7 млрд долларов в 1979 году до 10,4 млрд в 1980 г. и 14,5 млрд в 1981 г. Займы для реализации программы быстрой модернизации и создания промышленности были взяты в евродолларах в лондонских филиалах американских банков и финансовых компаний. Крупнейшие кредиторы – Bank of America и Manufacturers Hanover Trust – предоставили 4 млрд долларов. Поэтому мексиканский дефолт поставил под угрозу само существование и этих, и около десяти других крупных американских банков, вложивших в Мексику в общей сложности 25 млрд долларов. Надежда была только на помощь ФРС. В самой Мексике дефолт вызвал общий финансовый кризис, после чего была проведена национализация банковской системы, где до того доминировали частные банки. Затем подобные кризисы произошли в Бразилии (с долгами около 80 млрд долларов), Аргентине (40 млрд) и других странах.

Избежать дефолта большинства латиноамериканских стран удалось лишь благодаря займам со стороны правительства США и Банк международных расчётов (Bank for International Settlement, BIS), а также пересмотру графика выплат по займам. Однако длительная и тяжёлая рецессия всё равно наступила. В 1986 году доход на душу населения Мексики был на 10% меньше, чем в 1981-м, а реальные заработные платы оказались на 30% ниже докризисного уровня.

Подобно тому, как когда-то в 1890 году крах банка братьев Бэрингов приобрёл гораздо больший масштаб, чем могло первоначально казаться, так и проблемы в Латинской Америке затронули все основные финансовые центры, став международным долговым кризисом. Во многом он оказался продолжением нестабильности второй половины 1970-х годов. И действительно, первый подъём цен на нефть вызвал

рецессию 1973–1975 годов. А после нового скачка цен на нефть в 1979 году началась ещё одна, более глубокая рецессия 1970–1982 гг., породившая долговой кризис. Возникновение рынка евродолларов вызвало волну крупных международных банковских кредитов, общая сумма которых выросла с 40 млрд долларов в 1975 г. до 160 млрд в 1980 г.<sup>158</sup> А внешний долг развивающихся стран увеличился со 126 млрд долларов в 1975 г. до 455 млрд в 1982 г. Две трети этого долга приходилось на страны Латинской Америки<sup>159</sup>. К тому же, если в 1960-е годы иностранный капитал поступал в этот регион в основном в форме государственных займов (60%), то в середине 1970-х годов доля частных займов выросла с 40% до 75%, а к концу десятилетия – до 87%<sup>160</sup>. Неудивительно, что именно там начался долговой кризис.

Начало международного долгового кризиса требовало согласованного вмешательства многих финансовых организаций. Только лишь собрать капиталы для повышения ликвидности стран-должников было недостаточно. Размеры национального долга стран, участвовавших в кризисе, были громадны, поэтому их дефолт мог бы вызвать потрясение всей мировой банковской системы. Основными координаторами помощи стали МВФ и Банк международных расчётов (BIS). Для каждой из стран-должников создавались свои планы выхода из кризиса. Банки вместе с МФВ предоставляли странам необходимые капиталы, а страны-должники были обязаны принять предложенные МВФ программы, чтобы улучшить свой платёжный баланс.

### ***Взрыв на рынке ценных бумаг***

#### *Начало роста рынка облигаций*

После того как в августе 1982 г. ФРС ослабила свой контроль за процентными ставками и дала им возможность снизиться, к началу 1983 г. денежная масса увеличилась на 13% и стал расти дефицит бюджета. В 1984 г. процентная ставка достигла нового пика, и доходность облигаций Ка-

---

<sup>158</sup> Jones G. *British Multinational Banking 1830–1990* / G. Jones. – Oxford: Oxford University Press, 1993. – P. 350.

<sup>159</sup> Bird G. *Commercial Bank Lending and Third World Debt* / G. Bird. – London: Springer, 1989. – P. 2–3.

<sup>160</sup> Devlin R. *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story* / R. Devlin. – Princeton: Princeton University Press, 1989. – P. 23–24.

значейства со сроком погашения 30 лет повысилась до рекордных 14%. Началось беспрецедентное оживление на рынке облигаций, не имевшее аналогов на протяжении всего XX века. Немалую роль в этом сыграли стремительно росший рынок «мусорных» облигаций с его многомиллиардными объёмами и не менее быстро расширявшийся рынок ипотечных облигаций.

Была и другая причина такого расширения облигационного рынка. В это время прибыльность акций промышленных компаний снизилась, и для привлечения капитала использовались преимущественно облигации. Несмотря на общий экономический подъём 1980-х годов, в американской промышленности отмечался спад, связанный, в том числе, с системным кризисом индустриальной экономики и расширением сервисного, постиндустриального сектора. Былое значение рынка акций сильно пошатнулось ещё и после того, как в мае 1975 г. отменили фиксированные комиссионные брокеров. Это сильно сократило их доходы – в 1976 г. они в целом получили на 600 млн долларов меньше, чем в 1975 году.

С появлением первых признаков начала игры на повышение облигационные займы стали гораздо больше использовать и компании, и власти штатов. Цены на облигации быстро росли, и на этом рынке начался настоящий бум. «Самым поразительным в 1980-е годы было взрывное, не имеющее исторических параллелей расширение кредитов. Увеличение кредитов было совершенно несоразмерно росту ВВП и расширению денежной базы. Я думаю, это произошло потому, что мы освободили финансовую систему и создали финансовое предпринимательство, но не выработали внутренней дисциплины и системы контроля»<sup>161</sup> – говорил Генри Кауфман из Salomon Brothers.

Когда популярность облигаций выросла, значительно увеличились объёмы их эмиссии. С 1977 г. общая сумма задолженности по облигациям составляла 323 млрд долларов, в 1985 г. – уже 7 трлн долларов. В 1970-е годы маклер по облигациям совершал за день операции в среднем на 7 млн долларов, в 1985 г. – на 300 млн. В этих объёмах и был скрыт секрет высоких прибылей крупных участников облигационного рынка, в том числе Salomon Brothers – лидера, раньше других занявшего на этом рынке лучшее место.

---

<sup>161</sup> Льюис М. Покер лжецов / М. Льюис. – С. 38. – <http://www.booksgid.com>.

Механизм получения прибыли был прост. Крупная компания (например, популярная в те годы IBM) производила эмиссию облигаций, скажем, на 50 млн долларов и поручала её размещение занимавшейся облигациями компании (например, Salomon Brothers), а та перепродавала пакет облигаций пенсионному или взаимному фонду. Занимавшийся операцией маклер получал с такой суммы комиссионные в среднем 62,5 тыс. долларов (1,25%). Казалось бы, 1,25% – скромные комиссионные, но при больших объёмах облигационных выпусков они были для маклера не такими уж скромными. А главное, он теперь располагал информацией, где находится пакет облигаций, и через некоторое время убеждал другого институционального инвестора, что ему было бы весьма выгодно перекупить этот пакет. Первый институциональный инвестор оставался довольным – он за короткое время получил заметную прибыль, второй инвестор также был доволен – ему внушили, что он выгодно приобрел растущие облигации. А маклер снова получал свои комиссионные. Дальнейшие перепродажи этого пакета можно было продолжать настолько долго, насколько хватало таланта маклера. И, конечно, если бумаги продолжали расти. Но в середине 1980-х с этим проблем не было.

Граница между международными и внутренними облигациями всё больше стиралась, особенно после того как в 1984 г. в США был отменён 20% подоходный налог для иностранцев на прибыль по облигациями. Потом такой налог отменили в Германии и Франции (там он был ещё больше и достигал 25%). Отличия между этими бумагами практически исчезли к тому времени, когда в 1989 году Всемирный банк выпустил облигации глобального займа на 1,5 млрд долларов со сроком погашения 10 лет. Их размещение производилось через Salomon Brothers в Нью-Йорке и филиал Deutsche Bank в Лондоне. Эти облигации пользовались хорошим спросом на мировых биржах, а расчёты по ним можно было производить как через европейские клиринговые системы Euroclear и Cedel, так и через Центральный депозитарий DTC в США. Так к концу 1980-х рынок международных облигаций утратил всякую экзотичность и стал общедоступным.

В центре огромного рынка международных бумаг (евробондов) оказался Лондон. В Англии многие до последнего момента не воспринимали всерьёз этот рынок, считая его чем-то маргинальным по отношению к «основным» рынкам акций и государственных облигаций, пока в середине 1980-х

не оказалось, что рынок евробондов намного превосходит по своему объёму рынок британских государственных облигаций.

В это время все хотели получать прибыль на рынке облигаций, расширение которого было подобно взрыву. «Никогда прежде столько 24-летних, не имеющих профессиональной подготовки людей не зарабатывали столь быстро таких громадных денег, как мы в Нью-Йорке и Лондоне в эти десять лет», – вспоминал о середине 1980-х Майкл Льюис, непосредственный участник происходивших событий. – «Никогда прежде не наблюдалось таких поразительных отклонений от основного закона рынка – каждый может унести не больше, чем вложил»<sup>162</sup>.

Кроме общего подъёма на рынке облигаций, в 1980-е годы в странах Европы начали стимулировать вложения мелких инвесторов в акции<sup>163</sup>, и в середине 1980-х там начался настоящий бум выпуска акций, вызванный как временным падением доходности облигаций, так и снижением цен на нефть<sup>164</sup>. В дальнейшем, в 1987 году, курс доллара (бывший в первой половине 1980-х годов высоким) стал снижаться, доходность облигаций снова выросла и бум на рынке акций стал спадать.

---

<sup>162</sup> Льюис М. Покер лжецов / М. Льюис. – С. 16. – <http://www.booksgid.com>.

<sup>163</sup> В Англии министр финансов Найджел Лоусон в 1986 году снизил в два раза (до 0,5%) налог на операции с акциями и предложил использовать личные инвестиционные планы, что давало возможность инвесторам не платить налоги на дивиденды от мелких пакетов акции. Во Франции по инициативе министра финансов Рене Монори ещё в 1978 году был принят «закон Монори», предполагающий отмену налогов на мелкие инвестиции в акции. Расчёт Монори оказался правильным – количество мелких индивидуальных инвесторов выросло с 2 млн в 1978 году до 4 млн в 1985 г. А в Швейцарии с 1985 года пенсионным фондам было разрешено вкладывать в акции до 30% своих активов.

<sup>164</sup> Особенно сильным бум был в Германии, где известные компании – автомобильная Porsche, компьютерная Nixdorf и химическая Henkel – провели первичное размещение акций. А Deutsche Bank за один день продал за 3,8 млрд долларов принадлежавшие ему 10% акций автомобильной компании Daimler Benz. Американские и британские пенсионные фонды сразу заметили этот бум и вложили в германские акции 3,7 млрд марок в 1984 г. и 9,5 млрд в 1985 г. (Норман П. Сантехники и провидцы. Расчёты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок / П. Норман. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – С. 126).

Лидером на рынке облигаций был один из крупнейших в то время инвестиционных банков Salomon Brothers. Рынок «мусорных» облигаций контролировала другая сверхприбыльная компания – Drexel Burnham Lambert. Salomon Brothers на этот рынок не претендовал – банк занял свое место на рынке облигаций в конце 1970-х, когда тот ещё не был ни прибыльным, ни престижным. Это потом, в 1980-е, когда начался период благоприятной для облигаций финансовой политики Пола Волкера и ФРС, акции стали всё больше отходить на второе место, а те, кто продолжал с ними работать, получали стабильную, но гораздо более скромную прибыль, чем короли облигационного рынка<sup>165</sup>.

«Хотя самым известным домом на Уолл-стрит остаётся Merrill Lynch, лучшим по управлению признается Goldman Sachs, а самым страшным для своих конкурентов является фирма Salomon Bros. Это прототип самого современного инвестиционного банка. Salomon отличается от других масштаб деятельности на рынках, отражающий готовность идти на риск, которой нет равных у других финансовых посредников»<sup>166</sup>.

Билл Липшуц, знаменитый трейдер валютных рынков, так вспоминает о своей работе в Salomon Brothers в начале 1980-х годов: «В то время в Salomon торговали опционами без использования каких-либо численных методов... не думаю, чтобы кто-нибудь там знал, что представляет из себя модель Блэка – Шоулса», применяющаяся для оценки опционов. Обычно это выглядело так: приходил один из менеджеров в понедельник утром и рассказывал, как пошёл на выходные покупать себе новую машину и «увидел, что демонстрационный зал Шевроле битком набит. Давайте купим коллы GM». Или «если тебе акции нравятся, ты покупаешь коллы, если не нравятся, покупаешь путы»<sup>167</sup>. И всё. Ребята не усложняли.

---

<sup>165</sup> В середине 1980-х годов в Salomon Brothers платили более чем хорошо – начинающий сотрудник отдела акций получал 48 тыс. долларов в год, по 4 тыс. долларов в месяц (в те годы профессор экономики в университете получал 2 тыс. долларов в месяц). В расчёте на доходы одного сотрудника, Salomon Brothers была тогда самой прибыльной компанией.

<sup>166</sup> Bianco A. The King of Wall Street // Business Week. – 1985. – Dec. 9.

<sup>167</sup> Многие попали в Salomon через подготовительную программу. В начале 1980 годов в неё охотно принимали в качестве кандидатов «не совсем стандартных людей». Участников программы за время обучения знакомили со всеми ключевыми людьми в компании. «Нас посвящали в Salomon Brothers

Так Salomon стал примером нового типа инвестиционных банков, не боясь рискованных операций с облигациями, которыми занимались «кванты» (аналитики рынков, использующие математические модели) и «финансовые инженеры», разрабатывавшие новые инвестиционные продукты. Банк был готов брать на себя большие риски, и этим он прославился. «Я занимался торговлей облигациями на Уолл-стрит и в Лондоне. Работая на торговой площадке компании Salomon Brothers, я оказался в эпицентре событий, давших эпохе её физиономию. Торговцы – мастера быстрого богатства... в последние лет десять или около того многие состояния возникали почти мгновенно. А Salomon Brothers были, бесспорно, королями торговцев»<sup>168</sup>.

Компания Salomon Brothers была основана в далёком 1910 году, когда три «брата Соломончика», – Артур, Герберт и Перси Саломены – учредили свою небольшую фирму с капиталом 5 тыс. долларов для предоставления краткосрочных кредитов. Им очень повезло, и вскоре клиентом фирмы стало правительство США, включив Salomon Brothers в группу зарегистрированных дилеров по продаже государственных ценных бумаг. Так компания стала специализироваться на облигациях, и к шестидесятым годам вошла в круг крупных. В 1978 году потомок основателей Билли Саломон отошёл от дел, передав руководство компанией Джону Гутфренду, партнёру Salomon Brothers с 1963 года<sup>169</sup>.

Гутфренд, «человек, известный по всей Уолл-стрит как мощный и безжалостный финансист... одно имя которого вселяло ужас в сердца директоров компании»<sup>170</sup>, прославился роскошной жизнью, многомиллионной квартирой на Пятой авеню и пышными приёмами для нью-йоркской элиты. Однажды Business Week напечатал его фото на первой стра-

---

и нам передавали их культуру... эта передача культуры была очень важным делом». Потом, в конце 1980-х годов, «значительная часть этой культуры была утеряна» (Швагер Дж. Новые маги рынка: беседы с лучшими трейдерами Америки / Дж. Швагер. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – С. 44–45).

<sup>168</sup> Льюис М. Покер лжецов / М. Льюис. – С. 16. – <http://www.booksgid.com>.

<sup>169</sup> В 1981 г. Гутфренд неожиданно для всех продал Salomon Brothers крупной дилерской компании Phibro, заработав на этой сделке 8 млн долларов. Билли Саломону не досталось ничего. Новой компанией Phibro-Salomon управляли теперь два исполнительных директора, Джон Гутфренд и Дэвид Тендлер, руководитель Phibro. Вскоре у Phibro дела пошли всё хуже и хуже, а бизнес Salomon был на подъёме. Гутфренд незаметно захватил полный контроль над фирмой и в 1986 году вернул ей прежнее название – Salomon Brothers.

<sup>170</sup> Льюис М. Покер лжецов / М. Льюис. – С. 2, 38. – [www.booksgid.com](http://www.booksgid.com).

нице обложки и назвал Королем Уолл-стрит. У Джона был стол «в общем торговом зале, за которым он сидел каждый день. За девять лет, которые я провёл в Salomon, я никогда не сидел от него дальше, чем за семь метров». Гутфренд «прошёл весь путь, начиная с рядового трейдера. Когда он был председателем, то проводил свой день в торговом зале, чтобы видеть, что происходит... Ему было достаточно взглянуть вам в глаза, чтобы узнать, насколько удачной была ваша позиция. Он мог понять состояние вашего портфеля по тому, насколько взволнованным было ваше лицо. Salomon Brothers обладала уникальной культурой. Люди часто говорили о любви Salomon к риску. Это не означало, что компания сама искала риск, но это... была фирма, которая чувствовала себя спокойно, подвергаясь риску или теряя деньги, при условии, что сама идея сделки была разумной»<sup>171</sup>.

Компания в то время была окутана ореолом тайны. «Мы не знаем, что именно они делают, но денег они зарабатывают много» – говорили в 1980-е годы о Salomon Brothers. Управление всей деятельностью компании, ставшей тогда одним из лидеров в мире финансов, «осуществлялось из Комнаты, огромного заполненного табачным дымом помещения размером с треть самолётного ангара. Вдоль Комнаты стояли два ряда столов, за которыми трейдеры, продавцы и их ассистенты сидели, уставившись в экраны и держа в одной руке кусок пиццы, а в другой – телефонную трубку. Ежедневная трудовая деятельность представляла собой какофонию из стонов, проклятий, криков на фоне болтовни, визга и бормотания. Приветствовалось любое эксцентричное поведение до тех пор, пока человек приносил компании деньги». Каждое утро Джон Гутфренд «пробежал между рядами к своему столу, как выпущенный из пушки. Усевшись, он внимательно оглядывал свою армию из-под очков в роговой оправе, жуя неизменную жвачку, а затем принимался рвать на мелкие кусочки отчёты о неудачных сделках и бро-

---

<sup>171</sup> «Salomon Brothers была фирмой, которая почти исключительно занималась торговлей по собственным системам и в течение многих лет управлялась горсткой очень сильных харизматических личностей. Это были настоящие уличные бойцы», они ставили «свои собственные деньги и... понимали, что такие идти на риск. У них была сила характера, мужество... а также честность и достоинство без тени сомнения... Текучести ключевого персонала в фирме практически не было» (Швагер Дж. Новые маги рынка: беседы с лучшими трейдерами Америки / Дж. Швагер. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – С. 46, 48).



сать обрывки в кучу старых бумаг, возвышающуюся прямо в торговом зале»<sup>172</sup>.

В середине 1980-х Гутфренда вдохновляла мысль о том, что Salomon Brothers стал крупнейшим в мире инвестиционным банком с капиталом 3 млрд долларов, активами 68 млрд долларов и прибылью за 1985 г. 1,1 млрд долларов<sup>173</sup>. Компания претендовала на роль глобального инвестиционного банка, и у неё были на то все основания. Открывались новые отделения в Лондоне, Токио, Франкфурте, Цюрихе и других финансовых центрах мира, а количество сотрудников выросло с 2 тысяч в 1982 г. до 6 тысяч в 1987 г. Через банк проходил огромный поток ценных бумаг – каждый вечер на его счетах оставались бумаги в среднем на 80 млрд долларов.

Джон Гутфренд верил, что однажды в мире останутся несколько крупнейших глобальных инвестиционных банков, а остальных конкурентов они вытеснят. Эти глобальные банки образуют олигополию и будут поднимать цены на финансовые услуги, что обеспечит им стабильное процветание. Претендентами на роль глобальных банков в 1980-е годы считали японскую компанию Nomura Securities, американский коммерческий банк Citicorp и американские инвестиционные банки Salomon Brothers, Goldman Sachs и First Boston. Европейские банки уступали им по масштабам своей деятельности. В этих глобальных планах основным звеном был Лондон, крупнейший финансовый центр за пределами США, проводивший самостоятельную политику (особенно это касалось рынка еврооблигаций).

В середине 1980-х годов с Salomon Brothers был связан ряд финансовых инноваций, ставших ключевыми для эпохи 1980-х. В первую очередь это, конечно же, появление обеспеченных активами ипотечных ценных бумаг – mortgage backed securities, MBS (о деятельности отдела ипотечных

---

<sup>172</sup> Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – С. 469–470.

<sup>173</sup> В середине 1980-х годов масштабы деятельности банка впечатляли. Однако по меркам сегодняшнего дня это не так уж и много. В 2009 году JP Morgan имел активы более 2 трлн долларов, капитал 155 млрд долларов, прибыль только за один второй квартал 4,1 млрд долларов. Инвестиционный банк Goldman Sachs в этом же году имел активы 890 млрд долларов, капитал 63 млрд долларов и годовую прибыль 5 млрд долларов (Джонсон С. 13 банков, которые правят миром. В плену Уолл-стрит и в ожидании следующего финансового краха / С. Джонсон, А. Квак. – М.: Карьера-Пресс, 2013. – С. 76).

бумаг и руководившего им Льюиса Раньери подробнее речь пойдёт дальше, в главе «Рынок ипотечных ценных бумаг»).

Ещё одной инновацией, зародившейся в Salomon Brothers, стало использование арбитражных сделок. Прибыль в них возникала в том случае, если удавалось найти крупные пакеты ценных бумаг с заявленной одинаковой доходностью, которая на момент совершения операции была разной (например, казначейских облигаций США с разными сроками погашения). Покупая одни бумаги и продавая другие можно было дожидаться момента, когда их прибыльность сравняется. А так как это были «короткие» продажи, при которых трейдеры фактически не владели пакетами, а лишь занимали их (чтобы продать по более высокой цене, потом выкупить по более низкой и вернуть владельцу, оставив себе разницу), то такие операции на крупные суммы проделывались очень легко. Тем более что распространение в середине 1980-х годов компьютеров значительно облегчило поиск подходящих бумаг, на которых можно было хорошо заработать.

После наибольшего расцвета в 1985 г. следующий год стал для банка неудачным, и его прибыли снизились. Проблемы усилились в 1987-м, когда контролировать расходы становилось всё труднее и труднее. Руководители банка пытались решить проблемы административными методами – создали совет директоров и занялись кадровыми перестановками. Одной из наиболее неудачных реформ стала ликвидация отдела ипотечных бумаг, приносившего банку наибольшую прибыль. Эти действия были вызваны всего лишь нежеланием генерального директора платить больше маклерам, занимавшимся ипотечными бумагами. Последствия такой экономии оказались плачевными для банка.

В 1987 году, ещё до начала общего кризиса в октябре, цена акций Salomon Brothers резко упала с 59 до 32 долларов, хотя ещё недавно все считали эти бумаги одними из лучших для инвестиций. А после кризиса их курс снизился до 16 долларов. Но это ещё не было крахом – многие сотрудники банка, включая генерального директора, понимали, что акции со временем неизбежно поднимутся и, пользуясь случаем, покупали большие пакеты бумаг. В этом они не ошиблись – акции действительно выросли.

Крупный скандал разразился в 1990 г., когда банк Salomon Brothers был обвинён в спекулятивных манипуляциях с облигациями Казначейства. Размещение государственных бумаг всегда было выгодным бизнесом, однако Фе-

деральный резервный банк Нью-Йорка, официальный агент Казначейства, организовывал аукционы по продаже облигаций честно и прозрачно. Бумаги должны были равномерно распространяться среди участников финансового рынка, и банкам не разрешалось покупать слишком большие их пакеты, так как считалось, что это делается со спекулятивными целями.

В 1990 году, после проведения очередного аукциона по размещению государственных облигаций (обычной процедуры в деятельности банка), внезапно выяснилось, что ряд инвесторов, внесённых в списки покупателей облигаций, при разговоре с ними по телефону менеджера, просившего подтвердить намерение купить эти бумаги, заявили, что вообще не собирались покупать облигации и впервые слышат о том, что внесены в эти списки.

Расследование показало, что трейдеры банка произвольно использовали имена клиентов без их согласия, чтобы приобрести повышенное количество облигаций для спекулятивных целей. Salomon Brothers скупил 65% эмиссии, хотя он имел право лишь на 35%. Это дело получило особый резонанс из-за слухов в обществе о роскошной жизни Гутфренда и о том, что он за предыдущий год получил 23 млн долларов премии от банка. В конечном счёте, во всём обвинили Гутфренда, так как он не сообщил ФРС о выявленных злоупотреблениях в банке, когда скандал ещё только начинался. Ему пришлось уйти в отставку.

Основную часть Salomon Brothers приобрела компания Уоррена Баффета Berkshire Hathaway. В Salomon Brothers произошли кадровые перестановки, но от появления нового владельца для большинства сотрудников банка ничего не изменилось. Однако сам факт скандала, отставка Гутфренда и наложенный на Salomon Brothers штраф в размере 190 млн долларов произвели переполох на финансовом рынке – ведь банк Salomon Brothers был одним из самых известных.

### *Новые веяния на рынке ценных бумаг*

В 1985 г. волна активности охватила и рынок акций. Иностранные инвесторы (особенно японские и английские) стали проявлять живой интерес к американским акциям. Во время подъёма 1980-х наибольшим спросом пользовались акции высокотехнологических компаний, связанных с компьютерами и биотехнологиями. Эти бумаги выполняли

такую же роль, как акции автомобильных компаний в конце 1920-х годов. Персональные компьютеры стремительно вторгались в жизнь многих людей, изменяя их труд и развлечения. Наверное, в первую очередь это коснулось финансистов.

На первый план выходили новые отрасли производства, связанные с информационными технологиями и сервисным сектором экономики, а значение традиционных «грязных» предприятий (металлургических и т. п.) уменьшалось – их продукцию было выгоднее импортировать, чем производить на месте. Темпы инфляции снижались, и рост денежного предложения наконец стал замедляться после нескольких лет быстрого его роста. Вместе с энергичным стилем деятельности Рональда Рейгана всё это создавало впечатление, что на рынки акций возвращается давно забытое настроение 1950-х годов, о котором многие так ностальгически вспоминали.

Новые ветры повеяли на бирже и на Уолл-стрит. Всё большее влияние стали приобретать финансовые компании, оказывавшие клиентам новые виды услуг, о которых старые инвестиционные банки раньше и не задумывались. Кроме обычного андеррайтинга, распространились операции по управлению пакетами ценных бумаг и хеджирование деривативов. Начавшийся новый период «бычьего» рынка ещё раз доказывал старую истину – на рынках ценных бумаг времена застоя и спада неизбежно сменяются периодами подъёма. Такова природа этих рынков.

С началом общей дерегуляции финансовых рынков ФРС начала отказываться от многих ограничений, введённых после краха 1929 года и тормозивших развитие рынка. Но Конгресс не хотел отменять закон Гласса – Стиголла, поэтому между инвестиционными и коммерческими банками по-прежнему сохранялось чёткое разграничение. Однако ФРС в отдельных случаях стала разрешать объединения инвестиционных и коммерческих банков, не меняя законов, – так было в случае J. P. Morgan and Company.

В 1980-е крупные банки стали внедряться на рынок брокерских услуг. Bank of America начал подготовку к приобретению брокерской фирмы Charles Schwab and Company. Несмотря на все попытки профессиональной ассоциации The Securities Industry Association, она не смогла помешать сделке. Приобретением брокерских домов заинтересовались и другие банки, в особенности те, которые не могли самостоятельно заниматься андеррайтингом и размещать ценные

бумаги. The Securities Industry Association предложила, чтобы банки покупали брокерские фирмы через свои дочерние компании, занимающиеся ценными бумагами. Наиболее известной сделкой тех лет стало приобретение General Electric одной из старейших брокерских фирм Kidder, Peabody and Company. Начались разговоры, сохранятся ли вообще независимые брокеры, если брокерские фирмы будут поглощены крупными корпорациями<sup>174</sup>.

В Комиссии по ценным бумагам и биржам понимали, что теряют способность контролировать рынок ценных бумаг. В марте 1982 года был установлен новый порядок регистрации эмиссий, получившие название «Правило 415». Теперь компании имели возможность заранее зарегистрировать право на выпуск ценных бумаг, чтобы использовать это право в любой наиболее подходящий для рыночных условий момент (но не позже установленного срока – обычно два года с момента оформления). Новые правила были удобны – в течение двух лет можно было в любой момент быстро произвести эмиссию. Привычные синдикаты теперь стали не нужны – на их организацию не оставалось времени. Компании-андеррайтеры должны были выкупать весь выпуск, а уже потом заниматься организацией синдикатов.

Крупные корпоративные клиенты быстро оценили все преимущества новых правил – для них выход на рынок стал и более быстрым, и более простым. Всё больше эмитентов отказывались от сложившихся отношений со старыми инвестиционными банками, такими как Morgan Stanley, и обращались к новым, более гибким финансовым компаниям. И хотя Morgan Stanley больше других банков проводил андеррайтинговых операций, в которых он был единственным управляющим, былой контроль над рынком андеррайтинговых услуг он уже утратил.

Новые условия привлекли на этот рынок английские, швейцарские и особенно японские финансовые компании. Среди английских наиболее известной была Morgan Grenfell, имевшая давнюю историю и в 1930-е годы связанная с американской J. P. Morgan and Company. Интересы крупных швейцарских банков (Swiss Bank Corporation, Credit Suisse и др.) представляли их дочерние компании, занимавшиеся ценными бумагами. Проявлял интерес к этому рынку и германский Deutsche Bank.

---

<sup>174</sup> Feder B. Westinghouse Net up 5% in Quarter / B. Feder // The New York Times. – 1982. – Apr. 13.

Изменения произошли и в андеррайтинговом бизнесе. Ещё в 1970-е годы в нём появились новые крупные участники, такие как Merrill Lynch и Salomon Brothers, продолжавшие свой рост в 1980-е. На американском рынке ценных бумаг в отношении андеррайтинга действовали правила, установленные в 1933 г. в законе о ценных бумагах. Эмитент и андеррайтер заключали контракт на размещение ценных бумаг, затем Комиссия по ценным бумагам и биржам около трёх недель занималась регистрацией эмиссии. Андеррайтер тем временем создавал синдикат, выкупавший по выгодной для себя цене весь выпуск ценных бумаг, чтобы потом с прибылью продавать его на открытом рынке.

Слабость такой системы была в том, что за три недели, необходимые на регистрацию, на рынке могли произойти изменения в курсах бумаг, не соответствующие условиям контракта, делая его уже невыгодным для андеррайтера либо для эмитента. Многие участники рынка поняли это и стали обращаться к лондонским андеррайтерам – там, в духе британских традиций, регистрация эмиссии была предельно простой и не требовала времени. В Лондоне в 1970-е годы было уже более ста андеррайтинговых финансовых компаний разного размера. Объёмы андеррайтинговых операций быстро повышались, достигнув к середине 1970-х годов половины от стоимости таких операций в США. Это уже была серьёзная конкуренция.

В целом рынки в 1980-е годы стали куда менее предсказуемы, чем в предыдущее десятилетие. Высокая инфляция в 1970-е привела к сильным колебаниям цен и к активному участию индивидуальных инвесторов в деятельности рынков. Когда в 1980-е инфляция стала уменьшаться, заметных колебаний цен становилось всё меньше и меньше, а курсы бумаг снижались. Это привело к ослаблению активности мелких инвесторов – они ведь всегда любят длинные позиции, и не готовы к рискованным спекулятивным операциям. Так на рынке стало появляться больше профессионалов, совершающих операции друг против друга. А индивидуальные инвесторы пользовались услугами рынка ценных бумаг через посредников – в основном это были взаимные фонды разных типов.

## *Иностранные инвесторы в Америке*

Благодаря удерживаемым высоким процентным ставкам, в марте 1985 г. курс доллара по отношению к другим валютам стал максимальным. Импортные товары обходились для американцев всё дешевле и дешевле. Поток импорта продолжал расти, увеличивая дефицит торгового баланса, а вместе с ним и дефицит бюджета. Пресса всё чаще писала о том, что японцы скупают Америку. На уровне повседневной жизни это проявлялось в том, что миллионы американцев увлеклись японскими автомобилями (покупали в основном Toyota и Honda), казавшимися тогда верхом совершенства, надёжности и экономичности. Американские машины стали непопулярными, все ругали их плохое качество, и престиж американской автомобильной промышленности, как и основного её центра – индустриального города Детройта, – был подорван.

А японцы приобретали недвижимость и американские производственные компании. Много разговоров вызвала покупка в 1980-е годы Рокфеллер-центра в Нью-Йорке. Эта история была очень символичной, хотя немало было не столь известных случаев, когда японцы покупали ослабевшие в 1970-е годы американские промышленные компании. Сообщения о покупке японскими инвесторами каких-либо компаний привлекали больше внимания, чем информация о приобретении казначейских облигаций, что было, в сущности, гораздо важнее.

Для покрытия дефицита казначейство выпускало новые и новые государственные облигации, которые охотно покупали иностранные инвесторы – прежде всего японские, а также английские и немецкие. Они скупали до 70% облигационных выпусков (в 1985–1986 гг. японские и английские инвесторы купили казначейских облигаций на 1 трлн долларов). Правительство на словах выражало беспокойство по поводу растущего дефицита бюджета, но на деле сильный доллар считался гораздо более важным, и если нужно было бы выбирать между сильным долларом и сокращением дефицита бюджета, то однозначно был бы выбран доллар. Поэтому импорт продолжал расти, как и дефицит бюджета. Укрепление доллара привлекло крупные прямые иностранные инвестиции.

Чтобы ограничить рост дефицита бюджета Конгресс принял в 1985 г. закон Грэмма – Рудмана, нацеленный на ограничение государственных расходов. А в 1986 г. была

произведена реформа налоговой системы, отменившая ряд льгот. По новым правилам налогами облагались проценты по всем кредитам, кроме ипотечных, а также прибыль по многим муниципальным облигациям. После этого цены на них сразу упали на 10%.

Лучшим средством для уменьшения дефицита стало снижение курса доллара. В октябре 1985 г. в нью-йоркском отеле «Плаза» встретились представители ФРС и Казначейства США с министрами финансов основных развитых стран для обсуждения совместных мер по снижению курса доллара. После этого курс действительно начал падать, а дефицит бюджета уменьшаться, хотя и ненадолго (в 1990-е годы он снова стал расти). Однако такое вмешательство в рыночные процессы оказало неблагоприятное воздействие на рынки. По словам Маргарет Тетчер, достигнутое в Нью-Йорке соглашение «внушало министрам ложную мысль о том, что они имеют власть бросать вызов рынкам. Это должно стать для нас серьёзным уроком»<sup>175</sup>.

Наибольшее внимание привлекало присутствие японцев, имевших свободные капиталы. Ещё в 1980-е годы они заняли заметное место на рынке еврооблигаций. Вторая в мире по размеру капитала финансовая компания Nomura Securities быстро стала ведущим андеррайтером на лондонском рынке еврооблигаций. В Лондоне эта компания без труда покупала право быть главным андеррайтером, приобретала всю эмиссию по льготным ценам и затем перепродавала её на рынке. В Америке купить такое право оказалось не так просто – здесь были свои обычаи, а связи между андеррайтинговыми компаниями и их клиентами оказались гораздо более прочными. И хотя Nomura Securities вместе с другими японскими компаниями приглашали участвовать в различных подписках, роль главного андеррайтера им никто не собирался отдавать. Немного помогла в этом ФРС, предоставив статус первичного дилера нескольким иностранным финансовым компаниям<sup>176</sup>.

---

<sup>175</sup> Thatcher M. The Downing Street Years / M. Thatcher. – N. Y.: Harper Collins, 1993. – P. 694.

<sup>176</sup> Многие такие компании, покупавшие государственные ценные бумаги США, стремились стать частью сети дилеров Казначейства. Дилеры не оплачивали издержки по операциям, и в то же время имели право покупать и продавать бумаги непосредственно на рынке. Так ФРС пыталась поощрить иностранные финансовые компании, рассчитывая на то, что эти страны (Англия, Швейцария, Япония, Германия) также будут создавать льготы для американских компаний. Таких первичных дилеров было сравнительно немного, и в их кругу много шума произвёл скандал в 1982 году, когда



В 1980-е годы японофобия широко распространилась в Америке, где общество после Второй мировой войны вообще было склонно искать внешнего соперника – политического, как Советский Союз, либо экономического, как Япония. Потребность во внешнем сопернике была связана с постоянными переживаниями по поводу возможного упадка Америки, время от времени усиливавшихся в каждое из послевоенных десятилетий. Разговоры о конкурентном отставании США от Японии велись в те годы постоянно. Кроме технологического превосходства японцев в некоторых областях (бытовая электроника и т. п.) была и финансовая причина такого отставания. В Штатах стоимость заёмного капитала была гораздо больше, чем в Японии из-за высоких учётных ставок, необходимых для борьбы с инфляцией. В Японии в это время учётные ставки были намного ниже, и компании легче могли финансировать своё развитие с помощью заёмных средств.

В 1992 г. Лестер Туроу<sup>177</sup> предупреждал, что японская экономика скоро опередит американскую. Если темпы экономического роста США в 1950–1970-е годы были порядка 3–4% в год, то в Японии – более чем в два раза выше, порядка 10%<sup>178</sup>. В 1980-е годы, и даже в начале 1990-х казалось, что в соревновании с Японией американскую экономику может спасти только чудо. И это чудо произошло – в Японии начался кризис.

---

были выявлены мошеннические сделки нью-йоркской дилерской фирмы Drysdale Securities и одного из крупнейших банков Chase Manhattan – между двумя компаниями заключались фиктивные сделки. Chase Manhattan пришлось уплатить штраф 100 млн долларов, а Drysdale Securities, имевшая 92-летнюю историю, прекратила своё существование (Vartan V. Drysdale Securities out of Business / V. Vartan // The New York Times. – 1982. – June 16. Quint M. Lessons in Drysdale's Default / M. Quint // The New York Times. – 1982. – May 20. Shenon P. 2 Ex-Drysdale Officers Plead Guilty / P. Shenon // The New York Times. – 1984. – Feb. 10).

<sup>177</sup> Лестер Туроу (Lester Thurow, 1938–2016) – известный американский экономист, потомок эмигрантов из Российской империи. Автор многих книг, в том числе *Head to Head: The Coming Economic Battle Among Japan, Europe and America* (1992).

<sup>178</sup> Thurow L. Money Wars: Why Europe Will Own the 21<sup>st</sup> Century / L. Thurow // Washington Post. – 1992. – 19 Apr.

## *Япония в 1980-е годы. От бума к рецессии*

### *Начало бума*

1980-е годы стали для Японии временем наибольшего подъёма, а японский спекулятивный пузырь оказался крупнейшим в мире. В 1960-е годы это ещё была отсталая, преимущественно аграрная страна, хотя по темпам экономического роста она уже вышла в лидеры, а промышленные предприятия, создававшиеся в это время на месте разрушенных во время войны, были оснащены новейшей техникой. В Японии не жалели денег на приобретение передовых технологий – это не только экономило время, но и было экономически выгодно<sup>179</sup>.

Государственные заказы составляли около 20% ВВП, а японские предприятия финансировали преимущественно тесно связанные с ними банки (70% финансовых ресурсов поступало не из прибыли предприятий, а за счёт банковских кредитов). Доля оплаты труда в стоимости продукции в Японии также была значительно ниже, чем в других промышленно развитых странах (в США 32%, в Англии 27%, а в Японии – всего 11%). Себестоимость продукции оказывалась ниже за счёт более эффективной организации труда и экономии фонда заработной платы. Так в 1970-е и особенно 1980-е годы японские товары заполнили собой весь мир (в 1990-е годы этому примеру последовала Южная Корея, а в 2000-е – Китай).

С конца 1970-х годов в Европе и Штатах все заговорили о японском экономическом чуде, обсуждая очередной бестселлер – книгу профессора Гарвардского университета Эзры Вогеля «Япония на первом месте: уроки для Америки»<sup>180</sup>. Во время расцвета Японии её часто сравнивали с Германией, говоря о японском опыте как об иной форме капитализма, отличающейся от англо-американской<sup>181</sup>. Это

---

<sup>179</sup> Хорошо известна история, как японская компания «Тойо Рейон» купила у концерна Дюпонов патент на производство нейлона за 7,5 млн долларов (на разработку этой технологии Дюпонами было потрачено 25 млн долларов и 11 лет), которые она выплачивала с 1951 по 1959 г. Только за это время доходы «Тойо Рейон» от экспорта нейлона составили 90 млн. Комментарий излишни.

<sup>180</sup> Vogel E. Japan as Number One: Lessons for America / E. Vogel. – Cambridge (MA): Harvard University Press, 1979.

<sup>181</sup> Bernstein J. Japanese Capitalism / J. Bernstein // Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial

касалось и повышенной роли государственного регулирования, и распространённости крупных пакетов акций, которыми прямо или косвенно владели руководители предприятий, и сращивания торгово-промышленных компаний с банками, финансировавшими эти компании, и многих других особенностей «японского пути». Но главное отличие Японии (и Германии) от англо-американского мира – в менталитете. В англо-американском мире на первое место поставлен предпринимательский (да и не только предпринимательский) индивидуализм, а в Японии очень важны такие вещи, как общество и его традиции. Поэтому иногда японскую модель капитализма даже называли более совершенной, чем западная<sup>182</sup>.

Рубежом в японской экономической экспансии стал 1980 год, когда началась либерализация валютных операций, что стимулировало иностранных инвесторов вкладывать капиталы в японские акции. Под давлением стран Запада, и прежде всего США, от ограничений и запретов на финансовом рынке в Японии перешли к принципу «разрешено всё, что не запрещено»<sup>183</sup>. В результате либерализации были уменьшены ограничения, наложенные на объём иностранных инвестиций японских компаний, а японским банкам разрешили расширить сеть своих зарубежных филиалов и предоставлять кредиты иностранным компаниям.

Впрочем, японская либерализация не изменила такой фундаментальной особенности японского бизнеса, как его тесная связь с государством. Административным регулированием японской экономики занималось Министерство международной торговли и промышленности (Ministry of International Trade and Industry, MITI). Банки, страховые и брокерские компании контролировало японское Министерство финансов, фактически руководившее 150 банками (в США в то время было около 14 000 банков). На рынке ценных бумаг доминировала «большая четвёрка» брокерских компаний, основной из которых была Nomura Securities.

---

Revolutions / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – P. 471–480.

<sup>182</sup> Dore R. Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism. Japan and Germany versus Anglo-Saxons / R. Dore. – Oxford: Oxford University Press, 2000. – P. 10–11, 18, 42–43.

<sup>183</sup> По сути, американцы хотели открыть для себя японские рынки и получить те же возможности, которые имели японские компании в США. Японцам пришлось признать, что если японские компании хотят расширить свой бизнес в других странах, то придется позволить иностранным компаниям расширить своё присутствие в Японии.

С 1982 г. иностранным брокерским компаниям было разрешено становиться членами Токийской биржи<sup>184</sup>, а с 1984-го иностранные банки получили право инвестировать капиталы в японские облигации. Началось укрепление иены, и в 1985–1986 гг. её курс вырос с 259 до 150 иен за доллар. Стала уменьшаться инфляция, и в 1986–1987 гг. процентная ставка была снижена с 4 до 2,5%<sup>185</sup>. Дешёвый кредит был центральным звеном финансовой политики японского правительства. Крупные компании брали кредиты в банках под залог собственных акций или земельной недвижимости, редко возвращая эти кредиты – обычно они снова и снова реструктуризировались.

Так к середине 1980-х экономические перспективы Японии значительно улучшились. Последствия нефтяного кризиса были безболезненно преодолены, начался самый длинный период низких учётных ставок, и премьер-министр Яцухиро Накасоне перешел к политике дерегуляции рынков. Экономический рост, сопровождавшийся увеличением доходов, привёл к быстрому обогащению многих японцев. ВВП на душу населения в Японии к концу 1980-х годов составлял 90% от уровня этого показателя в США.

Японский пузырь начал зарождаться, судя по всему, в 1985 году, когда ускорились темпы роста цен на акции и недвижимость. По времени это совпадает с повышением курса иены на мировом валютном рынке. Толчком стала финансовая либерализация, снявшая ограничения при предоставлении банковских кредитов на приобретение недвижимости, а также общая масса накопленных сбережений, которые нужно было куда-то вкладывать. Это и привело к тому, что цены на недвижимость стали расти по 30% каждый год<sup>186</sup>.

---

<sup>184</sup> Количество иностранных брокеров стало расти – в конце 1984 г. их было 10, 1985 г. – 20, 1986 г. – 36 (из них шесть были членами биржи) (Mera K. *Land Price Ascent and Government Response in Japan* / K. Mera // *Asia's Financial Crisis and the Role of the Real Estate*. Ed. K. Mera, R. Bertrand. – London: M. Sharp, 2000. – P. 35).

<sup>185</sup> В целом в 1980-е годы японская экономика выросла на 48%, среднегодовой прирост составлял порядка 4%, максимальные темпы роста были в 1988 г. – 6,8%. Японский индекс Nikkei 225 (аналог американского Dow Jones) в 1984 г. достиг 10 000 пунктов, а после периода бума на рынке в 1985–1986 гг. к 1989 году он достиг 40 000. За 10 лет он вырос на 500%, а крупнейшая японская брокерская фирма Nomura Securities прогнозировала рост индекса 225 до 80 000 в 1995 г. (Chancellor E. *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation* / E. Chancellor. – N. Y.: Plume, 2000. – P. 317).

<sup>186</sup> Ипотечные кредиты в Японии предоставляли кредитные союзы – «джусены», создававшиеся с начала 1980-х годов банками и от них получавшие

Вместе с ценами на недвижимость росли и цены на акции японских компаний. Около 30% владельцев этих ценных бумаг были мелкие индивидуальные инвесторы – по сложившимся обычаям предприятия охотно выдавали сотрудникам акции в счёт всевозможных премий и бонусов. Японские компании, по сути, представляли собой смесь частного предприятия и паевого фонда, и передача акций сотрудникам была важной частью политики по созданию духа командной сплоченности, столь характерного для японских фирм.

Зарплаты в Японии значительно выросли по сравнению с 1960–1970 годами, а тратили на потребление японцы сравнительно мало. Накопленные сбережения они либо вкладывали в банки, либо инвестировали в акции своего предприятия – так было принято, а кроме того, это было просто выгодно, ведь в годы бума эти бумаги постоянно росли в цене. Особенно много вкладывали в акции пенсионеры. После выхода на пенсию сотрудник японской компании однократно получал всю накопленную сумму. Так как больше предприятие ему ничего не платило, японский пенсионер старался сразу же выгодно вложить эти деньги, чаще всего в акции своей же компании. Не удивительно, что когда в 1989 г. был достигнут пик в росте японского рынка акций, он был крупнейшим в мире<sup>187</sup>.

Цены на акции выросли за два десятилетия в 100 раз, и в декабре 1989 года капитализация японского рынка акций достигла 4 трлн долларов (в 1,5 раза больше, чем у американского). Абсурдность ситуации была в том, что рыночная

---

финансирование. Затем японское Министерство финансов также стало создавать государственные кредитные учреждения, занимавшиеся ипотечными кредитами. Кредиты выдавались под залог приобретаемой недвижимости в размере 70% от её стоимости. Появилась хорошая возможность зависеть оценку недвижимости, чтобы получить наличные деньги, и этой возможностью пользовалась японская мафия – «якудза».

<sup>187</sup> Её капитализация выросла с 15% от объёма мирового рынка акций в 1985 г. (29% ВВП Японии) до 42% в 1989 г. (150% ВВП) (Wood C. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the 80s and the Dramatic Bust of 90s* / C. Wood. – Jakarta: Equinox Publishing, 2005. – P. 8). В 1980-е годы индекс Nikkei 225, отражающий рост рынка акций, вырос за десятилетие в 6 раз, с 6500 в 1980 г. до 39 000 в 1989 г., а коэффициент «цена – прибыль» (P/E ratio) увеличился от 25/1 в 1980 г до почти 60/1 в 1989 г. (в то время в США и Англии этот коэффициент составлял около 20/1). Однако даже в разгар бума дивиденды по японским акциям составляли в среднем всего 0,5% (в США в 1987 г. в среднем 3%) (Smith M. *A History of the Global Stock Market. From Ancient Rome to Silicon Valley* / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2003. – P. 203).

цена японских акций была в 60 раз выше, чем доходы, которые можно было по ним получить, и в пять раз больше стоимости материальных активов, под которые акции были выпущены<sup>188</sup>. Но для рынка это не имело значения – можно было заработать на разнице курсов, и это определяло всё. Поэтому никого не интересовало, какими активами были обеспечены акции<sup>189</sup>. Всё новые и новые брокерские конторы появлялись на каждом углу, и привыкшие экономить на всём японцы вдруг открыли для себя мир биржевой спекуляции. Взоры были обращены на Кабуто-тё – аналог Уолл-стрит.

На вопрос, почему в Японии так завышены цены акций, ответ был прост – «у нас же всё по-другому, чем на Западе». Для человека, хотя бы немного знающего историю предыдущих бумов и кризисов, наивность такой веры очевидна, но кто об этом думает во время бума... А профессионалы финансового мира успокаивали себя тем, что японский рынок всегда был и есть регулируемым, и что всемогущее Министерство финансов в любом случае что-то придумает, а если нужно – изменит правила игры на рынке.

Всё держалось на вере в то, что цены на землю в Японии никогда не упадут, а потому и цены на акции будут только расти. И действительно, вместе с общим экономическим подъёмом начался бум на рынке земельной недвижимости, где ещё в 1970-е годы всё было спокойно, а цены

---

<sup>188</sup> Невероятно завышены были и коэффициенты доходности. У акций японского банка Dai Ichi Kangyo она составляла 56, а у примерно такого же по размеру активов и объёму операций американского банка Citicorp – 5,6 (Мэлкил Б. Г. Случайная прогулка по Уолл-стрит / Б. Г. Мэлкил. – Минск: Попурри, 2006. – С. 89).

<sup>189</sup> Для японских компаний было характерно небольшое количество ключевых акционеров, владевших крупными пакетами акций. Так, в компании Sony десять крупнейших акционеров (все они были другими крупными корпорациями) владели 40,7% акций, и только 13,1% акций торговались на открытом рынке. В компании Nissan 33% акций также принадлежали десяти крупным корпоративным акционерам; в открытом обращении были 8,7%. Из всех акций, обращавшихся в 1989 г. на Токийской бирже, 75% принадлежало корпорациям, банкам или страховым компаниям. Это значительно отличалось от американского рынка, где в 1980 г. 71% акций принадлежал индивидуальным инвесторам и обращался на открытом рынке (в 1989 г. – 58%). В сущности, на японском рынке акций трудно было говорить о наличии принципа свободной конкуренции. Этот рынок в большой степени регулировался государством, контролировался несколькими крупными брокерскими компаниями и существовал лишь для того, чтобы группа крупных корпораций могла продавать по высоким ценам свои акции, обеспечивая себя дешёвым капиталом.

стабильны<sup>190</sup>. С 1955 по 1990 год цены на недвижимость выросли в 75 раз, и в 1990 году общая стоимость японской недвижимости достигла 20 трлн долларов. Это составляло 20% стоимости всего имущества в мире и было в пять раз больше, чем стоимость всей недвижимости в Америке (площадь которой в 25 раз больше, чем Японии). В те годы говорили – может, в шутку, а может и всерьёз, – что продав один только императорский дворец с землёй, можно было купить всю Калифорнию. Но не только стоимость земли под японским императорским дворцом была больше, чем стоимость земель в Калифорнии. Капитализация японского рынка акций была в два раза выше, чем американского, при том, что ВВП Японии составлял лишь половину ВВП США. А рыночная стоимость земли на душу населения Японии была в четыре раза больше, чем в США, хотя доход на душу населения не превышал 60–70% американского.

Недоступность покупки жилья в крупных городах для большинства японцев стала порождать социальную напряжённость и неуверенность в будущем, после чего начала сокращаться рождаемость. Несмотря на всё это, в 1980-е годы основная масса японцев верила, что в их стране построено государство всеобщего благосостояния, где большинство населения относится к среднему классу. Мало кто мог предположить, что японский бум скоро закончится.

В 1980-е годы японцы много инвестировали свои капиталы в других странах – в 1989 г., когда был пик бума, в мире 50% всех прямых иностранных инвестиций были японскими<sup>191</sup>. Особенно много японского капитала было инве-

---

<sup>190</sup> По японским традициям, земля – лучший объект для инвестиций, и с приобретённой земельной недвижимостью ни в коем случае нельзя было расставаться (если её и продавали, то лишь родственникам). В 1984–1990 гг. более 25% выданных банками кредитов предназначались для операций с земельной недвижимостью, а к 1991 г. размер этих кредитов достиг 30%. Особенно сильный ажиотаж возник в Токио, где в центральных районах города цены на коммерческую недвижимость за 1983–1986 гг. выросли в 3–3,5 раза. Стоимость обыкновенной квартиры небольшой площади в Токио составляла в 1985 г. более четырех средних годовых доходов, в 1990 г. – восьми годовых доходов, из-за чего многие японцы, работавшие в столице, не имели возможности жить там. Им приходилось каждый день тратить по несколько часов, чтобы добраться до работы и обратно домой (Mera K. *Land Price Ascent and Government Response in Japan* / K. Mera // *Asia's Financial Crisis and the Role of the Real Estate*. Ed. K. Mera, R. Bertrand. – London: M. E. Sharp, 2000. – P. 51–52).

<sup>191</sup> Edelstein R. *Japanese Land Prices: Explaining the Boom-Bust Cycle* / R. Edelstein, J. Paul // *Asia's Financial Crisis and The Role of Real Estate* / Ed. M. Koichi, B. Renaud. – N. Y.: M. E. Sharp, 2000. – P. 70.

стировано в коммерческую недвижимость в крупнейших городах США – Нью-Йорке, Лос-Анджелесе и других. Японцев интересовали дорогие офисные здания, отели, гольф-клубы<sup>192</sup>. Известность приобрела история, когда в 1986 г. японская компания *Mitsui* купила офисное здание американской корпорации *Exxon* за 610 млн долларов, переплатив на 260 млн долларов больше запрашиваемой цены только для того, чтобы попасть в книгу рекордов Гиннеса. После того как *Mitsubishi* купила *Rockefeller Center*, а половина краткосрочных займов Калифорнии была предоставлена японскими банками, все стали говорить о будущем *Rachaponica* – «японском мире».

В те годы японцы щедро сорили деньгами<sup>193</sup>, скупая не только недвижимость, произведения искусства и антиквариат, но и банки, и промышленные компании, вызывая в Америке беспокойные предчувствия, что «японцы скоро скупят всё» (в 2000-е годы примерно так же вели себя богатые китайцы). Обычно в списках крупнейших в мире десяти банков первые пять-семь были японскими, превосходившими американские по размерам активов (хотя и не по величине прибыли). Особенно выделялся своим капиталом инвестиционный банк *Nomura*.

В конце 1980-х годов, когда стоимость японских акций росла быстрее всего, в Японии многие корпорации выпускали номинированные в долларах конвертируемые облигации, которые можно было обменять на акции этой же компании, номинированные в иенах. Так как японские акции тогда быстро повышались в цене и вызывали всеобщий интерес инвесторов, то процент по этим облигациям был небольшим, порядка 2%. А это означало, что небольшими были и затраты на привлечение капитала. А прибыль потом направлялась на приобретение американских и европейских фирм, подго-

---

<sup>192</sup> Самими престижными инвестициями у японцев считалось вложение капиталов в гольф-клубы. Эти клубы везде в мире являются символом статуса, но в Японии во время бума увлечение ими было особенно сильным. В 1989 году там насчитывалось 1700 таких клубов, в 1991 г. было запланировано построить ещё 1200. К 1991 году в Японии было 1,8 млн членов гольф-клубов, а стоимость членства в наиболее престижных клубах доходила до 250 млн иен (Wood C. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the 80s and the Dramatic Bust of 90s* / C. Wood. – Jakarta: Equinox Publishing, 2005. – P. 60).

<sup>193</sup> Говорят, в конце 1980-х, чтобы доехать от аэропорта до Токио, таксисты просили несколько сотен долларов, а в центре города стакан виски в баре стоил 300 долларов.



ревая разговоры о том, что японцы хотят купить всё<sup>194</sup>. Однако прошло время, и мы видим, что японцы Америку так и не скупили.

Бум продолжался так долго ещё и потому, что в начале 1987 г. страны «Большой семёрки», и в особенности Япония, опасались резкого падения курса доллара, что могло бы не только иметь неблагоприятное воздействие на экспорт Японии (да и других стран, в том числе Германии), но и вызвать общий коллапс мировой финансовой системы. Если бы инвесторы начали переводить свои капиталы в другие валюты (а они уже серьёзно задумались об этом), падение доллара стало бы неизбежным. Когда осенью 1987 г. ФРС США подняла процентные ставки, аналогичные меры предприняли центральные банки ряда других стран, в том числе Германии. А вот в Японии ещё больше снизили и без того низкие процентные ставки, подталкивая японских инвесторов увеличить размещение своих капиталов в США (что экономически не было выгодно из-за продолжающегося снижения курса доллара). Такое решение оправдывалось стремлением избежать нарушения равновесия и в экономике США, и на мировых финансовых рынках. Но это усиливало японский пузырь и создало, в конечном счёте, убытки в сотни миллиардов долларов для японских инвесторов, приблизив начало падения японского рынка.

### *Особенности японского подъёма*

В основе японского пузыря была простая схема, появившаяся задолго до того. Чем выше курсы акций, тем больше объём кредитов, которые можно взять под их залог и вложить в недвижимость. А чем выше цена недвижимости, тем большие кредиты можно взять под её залог, чтобы инвестировать полученные деньги на рынке акций. Так шёл этот,

---

<sup>194</sup> Sony купила американскую звукозаписывающую компанию Columbia Records, а потом и кинокомпанию Columbia Pictures. A Matsushita, соревнуясь с Sony, купила кинокомпанию Metro-Goldwyn-Mayer Studios. Ну а покупками американской недвижимости японцы вообще прославились – Mitsubishi Real Estate приобрела 50% Rockefeller Centre, а Mitsui Real Estate Company заплатила за здание Еххон в Нью-Йорке 625 млн долларов (при том что продавец просил в два раза меньше, 310 млн) только для того, чтобы попасть в книгу рекордов Гиннеса. Не меньше прославились японцы покупкой произведений искусства – создавалось впечатление, что все они очень богатые люди, хотя обычно такие покупки происходили за счёт корпораций.

казалось бы, бесконечный круговорот капиталов (подобный вечному круговороту воды в природе), и немало было в Японии тех, кто на этом сильно обогатился.

Были у японского пузыря свои особенности, позволившие ему так долго продержаться. Укрепление курса иены давало возможность размещать в Лондоне японские облигации под очень низкие проценты. Кроме того, к японским облигациям обычно прилагались варранты, дававшие право на получение определённого количества акций. Акции японских компаний в 1980-е годы постоянно росли в цене, и варранты интересовали инвесторов даже больше, чем фиксированный доход по облигациям. В 1985–1990 гг. японские компании привлекали с помощью своих облигаций с варрантами 85 трлн иен<sup>195</sup>.

В Японии в банковские резервы было разрешено включать инвестиции банка в акции. Так как японские акции устойчиво росли, повышались и резервы банков. Это означало, что они могли выдавать больше кредитов, что вело к удешевлению заёмного капитала и большей его доступности. А правила бухгалтерского учёта в Японии позволяли указывать балансовую стоимость активов по текущей рыночной цене. Этой возможностью все широко пользовались, из-за чего рыночная стоимость активов японских компаний превышала их балансовую стоимость на 3,3 трлн иен, что и было одной из причин постоянного роста курса японских акций<sup>196</sup>.

Операции с акциями проводились с брокерских счетов (*eigyō tokkin*). В это время японский рынок контролировали четыре крупных брокерских компании – Nomura, Nikko, Daiwa, Yamaichi. Конкурентная борьба между ними обострялась, и для привлечения клиентов они предлагали новые и новые льготы. Прибыль по брокерским счетам *eigyō tokkin* не облагалась налогом, и по этим счетам была гарантирована минимальная доходность 8%<sup>197</sup>. Естественно, это вызывало интерес инвесторов, и в 1989 г. на этих счетах было накоплено 4 трлн иен (300 млрд долларов). К этому времени в

---

<sup>195</sup> Wood C. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the 80s and the Dramatic Bust of 90s* – Jakarta: Equinox Publishing, 2005. – P. 182.

<sup>196</sup> Faber M. *Tonorrow's Gold. Asia's Age of Discovery* / M. Faber. – Hong Kong: CLSA Books 2008. – P. 153.

<sup>197</sup> Mikuni A. *Japan's Policy Trap: Dollars, Deflation, and the Crisis of Japanese Finance* / A. Mikuni, R. Taggart Murphy. – Brookings Institution Press, 2004. – P. 200.

Японии насчитывалось 30 млн индивидуальных инвесторов – 25% населения (125 млн человек), вкладывавших через брокерские компании свои сбережения в акции. Из них треть (8 млн) были неопытными – они вышли на рынок акций только во второй половине 1980-х годов<sup>198</sup>.

В то же время если в 1950-е годы 70% японских акций находились в руках индивидуальных инвесторов, и только 30% – у банков и других компаний, то в 1989 г. банкам и компаниям (в том числе страховым) принадлежало 70% от общего объёма акций, а индивидуальным инвесторам – лишь 30%<sup>199</sup>. В отличие от американских банков, которым запрещалось инвестировать капиталы в акции, в Японии каждый банк имел крупный портфель акций, причём акций индивидуальных инвесторов в этом портфеле было очень немного, 2–4%. Остальные бумаги принадлежали корпорациям, бывшим клиентами этих банков<sup>200</sup>.

### *Обвал рынка в 1990 году*

Японские финансисты (в частности, крупнейшая брокерская компания Nomura Securities) прогнозировали, что в 1990-е годы цены на все акции вырастут в два раза. Но получилось всё совершенно не так. В 1989 году подал в отставку министр финансов Нобору Такешита, политика которого поддерживала спекулятивный пузырь. На смену ему пришёл Сосуке Уно, твёрдо решивший покончить со спекулятивным бумом. В мае и декабре 1989 г. два раза повышалась учётная ставка, с 2,5% до 6%. Не знаю, на что рассчитывал новый министр финансов, – может быть на то, что спекулятивный пузырь как-то деликатно сам рассосётся (хотя в истории такие случаи не очень-то известны), но результаты были прогнозируемые.

Кроме того, в правительственных кругах возникло опасение, что рост цен на жильё, ставшее недоступным для ря-

---

<sup>198</sup> Wood C. The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the 80s and the Dramatic Bust of 90s / C. Wood. – Jakarta: Equinox Publishing, 2005. – P. 119.

<sup>199</sup> Smith M. A History of the Global Stock Market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2003. – P. 204.

<sup>200</sup> В 1989 г. в Industrial Bank of Japan в портфеле акций индивидуальным инвесторам принадлежало 2%, Long Term Credit bank – 3%, Nippon Credit – 4% (Zielinski R. Unequal Equities: Power and Risk in Japan Stock Market / R. Zielinski, N. Holloway. – Tokyo: Kadansha International, 1991. – P. 161).

довых японцев, может вызвать социальную напряжённость в обществе, и японские банки ограничили темпы роста ипотечных кредитов. Как только это было сделано, часть покупателей недвижимости столкнулись с тем, что они не могли оплачивать свои долги, так как не имели возможности взять новый кредит для погашения процентов по старым. Им приходилось продавать купленную недвижимость. Медленно, но верно процесс снижения цен на недвижимость пошел. Поколебалась столь распространённая в Японии вера, что цены на недвижимость всегда будут только расти, а это вызвало дальнейшее снижение цен<sup>201</sup>.

Когда Банк Японии в 1990 году ограничил выдачу кредитов и повысил по ним процент (считая, что так он затормозит рост цен на акции и недвижимость), произошёл стремительный обвал рынка, чем-то похожий на «великий крах» 1929 года в Нью-Йорке<sup>202</sup>. Процентная ставка стала быстро расти (её начали повышать с 1989 года, ещё до начала обвала рынка), что полностью затормозило японскую экономику. Спад на рынке недвижимости был даже более масштабным, чем на рынке ценных бумаг. Вера в то, что «в Японии всё по-другому», а цены на акции и землю будут только расти, была подорвана, что и создало длительную тяжёлую стагнацию, положившую конец японскому чуду.

К началу 1990 г. рынок акций потерял 38% своей капитализации, а к 1992 г. – 66%. В последующие десятилетия он так и не смог вернуться к показателям конца 1989 года<sup>203</sup>. А со второй половины 1991 г. началось длительное падение цен на недвижимость, достигших самого низкого уровня

---

<sup>201</sup> Банки несли убытки по выданным кредитам, а небанковские финансовые организации, занимавшиеся ипотечным кредитованием, оказались на грани банкротства. Пошатнулось и доверие иностранных инвесторов, ещё недавно считавших японские банки примером надёжности и устойчивого роста. А вот вкладчики не спешили забирать свои деньги из банков – они до последнего верили, что правительство позаботится о них и даже при банкротстве банка вернёт им вклады. Эта вера не была основана ни на чём – в Японии не существовало системы страхования депозитов. Но вскоре заволновались и японские инвесторы, ставшие переводить свои капиталы из японских банков в иностранные. Начался массовый отток капиталов из страны, а с 1991 года Япония вошла в длительную полосу рецессии.

<sup>202</sup> Биржевой индекс Nikkei 225 достиг максимального значения 40 000 пунктов в конце 1989 года, а к августу 1992 года потерял 63% и опустился до 14 309. Это напоминает снижение индекса Доу – Джонса на 66% с конца 1929 по середину 1932 года.

<sup>203</sup> Shiller R. Why Did the Nikkei Crash? Expanding the Scope of Expectations Data Collection / R. Shiller, F. Kon-Ya, Y. Tsutsui // The Review of Economics and Statistics. – 1996. – Vol. 78, No. 1. – P. 156–164.

только в 2006 году<sup>204</sup>. Заметно снизилась популярность гольф-клубов, в упадок пришёл и обширный бизнес, связанный с покупкой картин.

Мало кто мог предположить, что обычный циклический спад приведёт к таким последствиям, и Япония, несколько десятилетий бывшая примером быстрого экономического роста и всевозможных инноваций, войдёт в длительную полосу стагнации. В 1990-е годы темпы экономического роста снизились в четыре раза, и за десять лет прирост японской экономики составил всего 12% (примерно 1,1% в год), что было в три раза ниже, чем в США, и в два раза – по сравнению с основными странами Европы.

Японский кризис не был обычным циклическим спадом, напоминающим банкротство компании, при котором снижается спрос на её продукцию, финансовые ресурсы истощаются и крах становится неизбежным. У Японии к моменту начала кризиса был один из самых больших в мире торговых профицитов, японские товары были хорошего качества и на них был устойчивый спрос. Разработка новых технологий, производство продукции и её маркетинг функционировали вполне нормально. Предприятия продавали продукцию и получали прибыль, но в их балансах увеличился значительный дефицит из-за падения внутренних цен на активы. Доля заёмного капитала у японских компаний была гораздо больше, чем у американских и европейских, хотя до начала спада никто не видел в этом проблем из-за устойчивого экономического роста и постоянного повышения цен на акции. Когда совокупная величина заёмного капитала превысила некую критическую массу, руководители корпораций забеспокоились и стали погашать долги, чтобы ликвидировать дефицит бюджета. Однако если это начинает делать одновременно большое количество компаний, спад только усиливается.

Впрочем, сказать, что это был «великий японский крах», подобный событиям 1929 года в США, было бы не совсем верно – снижение на рынке акций происходило медленно, курсы опускались около трех лет, а максимальный экономический спад наступил к 2006 году. В отличие от настоящих крахов, когда счёт идёт не то, что на дни, а на часы,

---

<sup>204</sup> В Осаке цены на земельные участки под коммерческую застройку упали с 1991 по 1994 г. на 50 и 40% соответственно, в Токио – на 38 и 29% (Mera K. Land Price Ascent and Government Response in Japan / K. Mera // *Asia's Financial Crisis and the Role of the Real Estate*. Ed. K. Mera, R. Bertrand. – London: M. E. Sharpe, 2000. – P. 29–30).

в этом случае у инвесторов было достаточно времени, чтобы избавиться (пусть даже с убытками) от падающих японских ценных бумаг. Правительство потратило в общей сложности 140 трлн иен на попытки стабилизации и на различные инфраструктурные проекты типа постройки новых дорог, создающие рабочие места и не дающие экономике остановиться. Хотя эти меры и не смогли остановить наступление рецессии, удалось предотвратить такой сценарий, как в США в начале 1930-х годов (когда с 1929 по 1933 г. ВВП снизился на 46%, а безработица достигла 25%).

Замедленное развитие кризиса было связано с тем, что японские банки продолжали рефинансировать кредиты, обеспеченные недвижимостью, а также имели право не списывать рискованные кредиты, вероятность погашения которых была мала. Так государство спасло многие банки, но кризис превратился в растянутый на много лет спад. Он усугублялся ужесточением налогов на недвижимость, чтобы сделать владение ей непривлекательным и экономически невыгодным.

Всё вместе это вызвало длительную рецессию. И хотя учётные ставки с июля 1991 г. по февраль 1993 г. были поэтапно снижены с 6% до 2,5%, а в 1995 г. – до нуля, это уже не могло остановить падение, и началась дефляция. Наиболее тяжёлым финансовый кризис был в 1997–1998 гг. В 1997 году обанкротился один из крупнейших банков Hokkaido Takushoku Bank, и общая сумма проблемных долгов японских банков достигла 87 трлн иен. В этом же году прекратила существование четвёртая по размеру брокерская компания Yamaichi Securities несмотря на все попытки её спасения со стороны министерства финансов, скрывавшего убытки Yamaichi.

В 1997 и 1998 годах показатели экономического роста оказались негативными, чего не было с послевоенных времён. В банковском бизнесе началась длительная полоса отказов от погашения кредитов. Цены на недвижимость к этому времени упали почти на 80%, а индекс рынка ценных бумаг Nikkei 225, достигший своего максимума в 38 915 в декабре 1989 г., в октябре 1998 г. был менее 13 000, а в 2000 г. поднялся всего лишь до 20 000<sup>205</sup>.

---

<sup>205</sup> Портер М. Японская экономическая модель: может ли Япония конкурировать? / М. Портер, Х. Такеути, М. Сакакибара. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – С. 17.

Споры о причинах длительной японской рецессии не прекращаются по сегодняшний день, так как столь длительные рецессии встречаются нечасто. Одни считают причиной спада структурные проблемы в японской экономике, другие – не вполне адекватную денежно-финансовую политику, третьи – особенности культурных традиций. Чаще всего экономисты винят денежно-финансовую политику государства, вызвавшую дефляцию<sup>206</sup>.

Скорее всего, именно политика государства, стремившегося любой ценой предотвратить кризис, и вызвала столь затяжной спад. Если бы государство действовало более радикально, вынудив банки списать плохие кредиты и распродать все залоги (пусть по сниженным ценам), падение было бы, конечно, сильнее, но и экономика быстрее бы оздоровилась. Ведь именно в таком оздоровлении конструктивный смысл всех циклических кризисов. Но на это в Японии не пошли – скорее всего, сознательно, под давлением культурных традиций, согласно которым главное – «сохранить лицо» и человека, и компании. К чему это привело, мы видим – лицо сохранить всё равно не удалось, и ещё недавно процветающая экономика погрузилась в длительную депрессию, последствия которой ощущаются и сейчас.

### *Путь «Тойоты»*

История японского бума оказалась гораздо более показательной для других стран, чем могло первоначально показаться. Это не был только лишь спекулятивный бум, подобный многим другим. Для человека, хотя бы немного знающего финансовую историю, очевидно, что все эти бумы похожи. Отличие только в подробностях – кто какой капитал нажил во время бума, и кто сколько потерял во время краха.

Япония в 1980-е годы получила важные технологические преимущества – недаром японские товары в то время считались более качественными, чем американские, английские или немецкие. Преимущества эти были связаны не столько с самими по себе новыми технологиями (японцы обычно покупали технологии, разработанные в США), сколько с новыми методами организации производства, в

---

<sup>206</sup> Ку Р. Священный Грааль макроэкономики: уроки великой рецессии в Японии / Р. Ку. – М.: Мысль, 2014. – С. 17–20.

чём японцы в те годы были безусловными лидерами – это признавали все, хотя многим это не нравилось.

Для Японии была характерна пожизненная связь работника с предприятием. Никакого принуждения в этом не было – только психологические и экономические мотивы (ежегодное повышение зарплаты по мере профессионального роста). Большое внимание уделялось сплочённости коллектива – рабочий день часто начинался с исполнения гимна корпорации. Нам это может показаться крайностью, но результат это давало, и компания вполне серьёзно (а не формально) воспринималась японцами как одна большая семья, заботящаяся о работнике.

Децентрализованные предприятия, гибкий процесс производства, сплочённые команды в японских компаниях, ориентированный на качество процесса (а не только качество цели) менеджмент и культ безупречного совершенства производимого продукта<sup>207</sup>, что бы это ни было – сложнейшая видеокамера или обычные детали для автомобилей. Весь этот новый стиль организации производства, получивший общее название «тойотизм»<sup>208</sup>, был совершенно не похож на распространённый в промышленных странах Запада «фордизм» с его огромными предприятиями и массовым

---

<sup>207</sup> Ещё в начале 1950-х годов, когда после окончания Второй мировой войны японская промышленность была разрушена, а иностранных инвестиций в японскую экономику почти не было, в Японии развернулось масштабное движение за повышение производительности труда и контроль качества. Оно было основано на имеющей глубокие корни в японской культуре идее кайдзен (это понятие можно приблизительно перевести как принципиальное стремление к совершенству в любой работе). В 1960-е годы при создании новых методов менеджмента японские компании использовали не только идеи кайдзен, но и передовой в то время опыт американских корпораций, в частности идеи Эдварда Деминга и Джозефа Джурана, познакомивших в начале 1950-х годов японские компании с американской системой контроля качества. Во второй половине 1960-х годов начала распространяться оригинальная японская интерпретация американских моделей контроля качества и использования предложений сотрудников. Если в американском подходе делался акцент на экономической выгоде, то в Японии основное внимание изначально уделялось добросовестному отношению к труду и заинтересованности сотрудников общим делом.

<sup>208</sup> Многие новые идеи были связаны с компанией «Тойота», где три десятилетия её президент Тайити Оно создавал эффективную систему управления производством. Не сами по себе технологии стали секретом успеха этой автомобильной компании, а особая философия бизнеса, в основе которой было поддержание нематериальной мотивации сотрудников и организация работы в сплочённых командах. За счёт этого созданная в компании «Тойота» система организации труда побуждает сотрудников проявлять инициативу и творческий подход, экспериментировать и обучаться на собственном опыте.



серийным конвейерным производством, где временами стремление к количеству продукции подменяло собой стремление к качеству, а мотивация работников была сугубо материальная – оплата труда. О сплочённости корпоративных команд и ориентированном на процесс менеджменте в США в те годы вообще мало кто слышал.

С начала 1990-х годов, когда звезда Японии начала клониться к закату, все эти инновации стали активно перенимать на Западе. Американцы и до того были очарованы японскими успехами, хотя к очарованию примешивались опасения, что японская модель капитализма (отчасти регулируемого государством) является угрозой для привычной западной модели капитализма, если и не полностью стихийного, то гораздо меньше регулируемого.

Кризис традиционной индустриальной экономики и необходимости поиска новых путей для системной перестройки всей экономической системы в постиндустриальном духе – всё это сделало «тойотизм» очень востребованным, особенно в новых и быстро растущих высокотехнологических компаниях, которым вскоре было суждено стать мировыми лидерами – Apple, Amazon, Google, Cisco и многих других.

### ***Кризис 1987 года***

#### *Причины дестабилизации*

Кризис 1987 года подвёл черту под одним из самых ярких и бурных подъёмов в истории рынка ценных бумаг XX века. В середине 1980-х годов у инвестиционных банков были, казалось, безоблачные перспективы. Казначейство США, муниципалитеты и компании выпустили массу облигаций и акций. На подъёме были все операции с ценными бумагами, а особенно с облигациями, вызывавшими в эти годы больший интерес, чем акции. Как и во всех других кризисах, событиям 1987 года предшествовало снижение налогов (в том числе на прибыль с капитала), уменьшение инфляции и общая дерегуляция финансовых рынков, затронувшая в середине 1980-х годов не только США, но и многие другие страны<sup>209</sup>.

---

<sup>209</sup> Bordo M. When do Stock Market Booms occur? The Macroeconomic and Policy Environments of Twentieth Century Booms / M. Bordo, D. Wheelock //

Упрощение процедуры получения кредитов вызвало быстрый рост их объёмов, и это вместе с ростом активности на рынке ценных бумаг породило небывалый спекулятивный ажиотаж. Всё смешалось в нём – «мусорные» облигации, ипотечные бумаги, взаимные фонды и агрессивные поглощения (которые многие прямо называли рейдерством). Цены на акции росли во всех странах (особенно в США, Западной Европе и Японии), а разрыв между капитализацией акций и их реальной стоимостью увеличивался. На рынок вышло большое количество новых индивидуальных инвесторов – 40 млн американцев (и 7 млн французов) стали к середине 1980-х годов держателями одних только акций<sup>210</sup>, не говоря уже о других бумагах. Это обеспечило приток значительных капиталов, и сбережение инвесторов можно было превращать в выгодные инвестиции, но в то же время усложнило управление портфелями ценных бумаг мелких инвесторов.

### *Начало кризиса*

Тем временем срок пребывания Пола Волкера на посту председателя ФРС подходил к концу. «Одна из фирм с Уолл-стрит провела выборочный опрос, чтобы выяснить, кто бы мог заменить Волкера в случае его ухода в отставку» – вспоминал Алан Гринспен. – «Меня немало удивило тогда, что моё имя оказалось в первой строке списка кандидатов». Через несколько месяцев раздался телефонный звонок. «Взяв трубку, я услышал знакомый приветливый голос. “Алан, я предлагаю вам стать председателем Федеральной резервной системы” – сказал Рональд Рейган. Я ответил, что сочту за честь принять это предложение»<sup>211</sup>.

Алан Гринспен был известным экономическим консультантом, связанным с правительственными кругами, хотя и далеко не таким эффективным руководителем Федеральной резервной системы, как Пол Волкер. Подъём при Рейгане продолжался уже четвёртый год, и экономика вместе с рынком ценных бумаг процветали. Индекс Доу – Джонса

---

The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. Ed. J. Atack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 417, 440.

<sup>210</sup> Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 499.

<sup>211</sup> Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина, 2009. – С. 106–107.

впервые превысил отметку в 2000 пунктов, рынок ценных бумаг вырос на 40%, и на Уолл-стрит продолжалась спекулятивная горячка. Однако появились и первые тревожные признаки. Рос дефицит бюджета, а внутренний государственный долг увеличился при Рейгане с 700 млн до 2 трлн долларов. Начали расти потребительские цены, и снова стала повышаться инфляция. Первые признаки надвигающегося кризиса появились в середине 1987 года, когда ряд крупных компаний объявили об убытках, в частности Citicorp. Трудности возникли и у такого гиганта, как Salomon Brothers.

Сразу после вступления в должность Гринспен поручил провести секретное исследование, чтобы определить вероятность финансового кризиса, сосредоточившись на таких ключевых вопросах, как возможность падения на рынке ценных бумаг, проблемы в крупных банках и коллапс доллара на международных рынках. Гринспена больше всего беспокоили новые финансовые технологии, распространившиеся на рынках в 1980-е годы и связанные преимущественно с деривативами – они трудно поддавались регулированию и вели к раздуванию спекулятивного пузыря.

Чтобы снизить чрезмерный перегрев рынка ценных бумаг, 4 сентября 1987 года ФРС приняла решение повысить процентную ставку с 5,5% до 6%. Трудно было предсказать, как отреагируют на это рынки, однако «в тот день небо над нами не загорелось. Акции слегка упали в цене, а банки повысили базовые кредитные ставки в соответствии с нашим изменением. Как мы и рассчитывали, финансовый мир понял, что ФРС начала принимать меры по сдерживанию инфляции. Самое серьёзное последствие лучше всего отразил, пожалуй, заголовок New York Times: “Уолл-Стрит обеспокоена повышением ставок”». Однако «симптомы неблагополучия в экономике продолжали усиливаться»<sup>212</sup>.

Ослабление доллара и снижение темпов экономического роста вызывали всё большее беспокойство инвесторов, рисковавших потерять миллиарды. Поэтому и результат повышения ставки был не тем, на который рассчитывала ФРС – он привёл к увеличению общей нестабильности рынка. Все опасались, что после периода наиболее низких ставок в 1985 году, благоприятного для роста рынка, опять по всему миру начнётся волна их повышения. И действительно, в ответ на действия ФРС ставки повысили и в Германии, и в Японии.

---

<sup>212</sup> Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина, 2009. – С. 112.

В начале октября беспокойство инвесторов приобрело паническую форму. В первую неделю месяца рынок ценных бумаг снизился на 6%, на следующей неделе – ещё на 12%. Падение цен на рынке началось 12 октября 1987 г., 16 октября индекс Доу – Джонса опустился на 108 пунктов. Убытки на рынке ценных бумаг достигли 500 млрд долларов. А в «чёрный понедельник» 19 октября произошёл стремительный обвал – Нью-Йоркскую биржу захлестнула волна приказов на продажу, и автоматизированная система учёта заявок (Designated Order Turnaround, DOT) не смогла с ними справиться, отключившись. Это ещё больше усилило всеобщую панику, в которой смешались ажиотаж продавцов и страхи покупателей. Рынок взял курс на быстрое понижение. Индекс Доу – Джонса снизился только за один день на 508 пунктов (22,5%), индекс Standard and Poor 500 на 58 пунктов (30%), индекс NASDAQ на 50 пунктов (15%). В среднем американские рыночные индексы в «чёрный понедельник» потеряли 21% стоимости. Это было крупнейшее в истории падение за день, превосходившее даже «чёрную пятницу» 1929 года, когда «Великий крах» на Нью-Йоркской бирже стал толчком для ряда событий, приведших к «Великой депрессии» 1930-х годов.

Не было никаких особых новостей или слухов, появившихся 19 числа или в предшествующие выходные дни, которые могли бы вызвать панику инвесторов, и «никакие экономические события, бывшие до 19 октября 1987 года или накануне, не могут объяснить такой беспрецедентный обвал цен на акции»<sup>213</sup>. Видимо, всё дело в том, что раз мир изменчив, то изменчивы и рынки. А осенью 1987 года финансовое сообщество было не готово к очередному обвалу на рынке ценных бумаг.

«Рынок акций, разумеется, рухнул» – вспоминает Майкл Льюис, участник этих событий. – «Он упал, как не падал никогда прежде, задержался, а потом ещё упал», и после краха рынка акций началось перемещение денег из одних рук в другие. Один везунчик из отдела акций Salomon Brothers «выставил на продажу без покрытия (иными словами, поставил на то, что рынок упадёт) фьючерсы на индекс S&P в пятницу, а в понедельник, когда пришла пора закрывать ставку, курс фьючерсов был на 63 пункта ниже, и он

---

<sup>213</sup> Siegel J. The Stock Market Crash of 1987: A Macro-Finance Perspective / J. Siegel. – White Center for Financial Research Working Papers. – 1988. – P. 24–88.

очистил 27 миллионов долларов. Можете себе представить его восторг! Все остальные в отделе акций были где-то между отчаянием и замешательством. В начале дня торговли ещё шла... Но позднее поток торговли пересох, что было предвестником близящегося оцепенения рынка»<sup>214</sup>.

В 1987 г. мировые рынки ценных бумаг были намного больше связаны между собой, чем в 1929 году, и кризис начался одновременно во всех финансовых центрах. В Лондоне, Париже, Гонконге в этот день курсы снизились на 11%, в Токио на 2,3%<sup>215</sup>. В Австралии рынок ценных бумаг потерял 58% стоимости, и это было рекордное падение. На втором месте по убыткам оказался рынок Гонконга, за ним шли Сингапур и Мексика. Наибольшими были потери на рынке деривативов, а объём онкольных кредитов сократился на 7 млрд долларов (25%)<sup>216</sup>. В количественном отношении крупнейшими были убытки инвесторов на американском рынке, что и понятно – он имел наибольшую капитализацию.

На следующий день, 20 октября, паника продолжалась на азиатских биржах, из-за разницы часовых поясов начавших работу намного раньше, чем европейские и американские. А в США даже начал обсуждаться вопрос о закрытии Нью-Йоркской биржи, так как операции со всеми ценными бумагами практически полностью прекратились. Это было явно не лучшее решение – закрытие биржи во время кризиса усиливает панику инвесторов и делает её совершенно непрогнозируемой. Пока работает биржа, остаётся надежда (пусть призрачная) на завершение сделок, а если биржа закрыта – это признак полного краха. Тем более что возобновить торги после закрытия биржи тяжело. Непонятно, какими должны быть котировки, и никто не хочет первым называть цену, чтобы не прогадать. Такая неопределённость может длиться несколько дней и вызвать, в конечном счёте, полный экономический коллапс. Однако на решение руководства Нью-Йоркской биржи о закрытии повлиять было сложно, и помог лишь случай – за час, оставшийся до объявленного момента закрытия биржи, появились покупатели на ценные бумаги, и биржу закрывать не стали.

---

<sup>214</sup> Льюис М. Покер лжецов / М. Льюис. – С. 171. – [www.booksgid.com](http://www.booksgid.com).

<sup>215</sup> Galbraith J. A Short History of Financial Euphoria / J. Galbraith. – N. Y.: Whittle – Penguin Books, 1994. – P. 96–97; Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser. – P.: Vuibert, 2005. – P. 500.

<sup>216</sup> Geisst C. Exchange Rate Chaos: Twenty Five Years of Finance and Consumer Democracy / C. Geisst. – London: Routledge, 1995. – P. 137.

В целом же в 1987 году обошлось без разорений банков – ФРС сразу объявила, что обеспечит резервами любой банк, нуждающийся в них. Это восстановило доверие на рынке, который после обвала курсов бумаг был близок к панике. Вмешательство ФРС было весьма своевременным, оно внушило инвесторам веру в то, что риск на рынке контролируем.

Новый председатель ФРС Алан Гринспен действовал решительно и на следующий день после обвала рынка опубликовал заявление, в котором подтверждал готовность ФРС снабжать финансовую систему необходимой ликвидностью: «Федеральная резервная система, выполняя возложенные на неё функции национального центрального банка, готова обеспечить необходимый уровень ликвидности с целью поддержания экономической и финансовой системы страны»<sup>217</sup>.

После этого ФРС сразу же начала скупать на открытом рынке государственные облигации, что было хорошим знаком для финансистов – они знали, что могут рассчитывать на помощь государства. Глава Федерального резервного банка Нью-Йорка Джерри Корриган пытался убедить крупных участников рынка не прекращать кредитные и торговые операции, чтобы быстрее справиться с кризисом. Не знаю, многие ли послушали Корригана – в такой ситуации, когда курсы бумаг падают, трудно заставить себя продолжать операции, если понимаешь, что выгоднее будет переждать.

А Рональд Рейган выступил с заявлением, в котором он утверждал, что нет никаких причин для паники, так как все экономические показатели стабильны. Он хотел успокоить общество, но результат оказался противоположным – многие вспомнили совершенно неуместные слова президента Герберта Гувера о том, что экономика страны процветает, сказанные накануне краха 1929 года.

Через несколько дней из-за дефицита денежных средств у крупнейших брокерских фирм под угрозой обвала оказался чикагский рынок опционов, и для решения этой проблемы потребовалась помощь Федерального резервного банка Чикаго. Но в целом за неделю паника успокоилась, а к началу ноября процентная ставка была снижена на 2%. После обвала 1987 г. исчезли многие инвесторы и некоторые компании, хотя от падения 22 октября рынок восстановился

---

<sup>217</sup> Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина, 2009. – С. 115.

на удивление быстро, и за год биржа даже продемонстрировала рост. А к началу 1988 г. индекс Доу – Джонса снова поднялся до 2000 пунктов – уровня начала 1987 г. В первом квартале 1988 г. темпы экономического роста составляли 2%, а во втором квартале они достигли 5%.

Наибольшее тяжёлыми последствия кризиса оказались не в Нью-Йорке, Токио или Лондоне, где финансовые рынки были крупными по капитализации и глубокими, а там, где рынки были слабее. Через три недели после паники в Нью-Йорке рынок ценных бумаг снизился на 15,5%, в Токио – на 18,3%, в Лондоне – на 28,5%.

Намного больше падение рынка было в Австралии – 41,6% и Новой Зеландии – 37,4%<sup>218</sup>. Центральные банки, особенно в странах Европы, быстро снизили процентные ставки, использовав стабилизационные фонды, чтобы поддержать курсы бумаг с низкой ликвидностью. Поэтому кризис 1987 г. при всей его остроте не был долгим – он продолжался лишь несколько недель.

Крупные убытки понесли синдикаты андеррайтеров. И хотя публика не знала большинства подробностей проблем андеррайтеров, громкую огласку получила история неудачного размещения эмиссии акций British Petroleum. Во время обвала рынка как раз велась подписка на очень крупный (12 млрд долларов) выпуск этих бумаг.

Правительство Маргарет Тетчер решило приватизировать компанию (это была часть общей программы приватизации), но в условиях кризиса распространение акций шло с трудом, и многие андеррайтеры понесли на этой операции немалые убытки. Один из участников размещения, известная компания Salomon Brothers, приобрела у британского правительства 31,5% акций компании British Petroleum, чтобы потом с выгодой для себя распространять их. Но тут начался кризис 1987 г., и большой пакет акций, принадлежавший Salomon Brothers, стал падать в цене – убытки составили 100 млн долларов.

---

<sup>218</sup> Grant D. Bulls, Bears and Elephants: A History of the New Zealand Stock Exchange / D. Grant. – Wellington: Victoria University Press, 1997. – P. 328–329, 331.

О природе и причинах кризиса разговоров было много – называли и дисбалансы мировой торговли, и внутренние проблемы американской экономики, и распространение электронных торгов. «Я оставляю анализ этого краха на откуп экономистам, которые, кажется, всегда находят какие-то остатки среди руин сгоревшего рынка. Есть масса причин, которые превращают рынок из здорового громады в хилого слабака. Теорий, объясняющих этот обвал, появилось столько же, сколько и теоретиков... Обвал служил явственным напоминанием о том, что рынки сдуваются так же легко, как и надуваются в силу изменчивости настроений, мгновенно опустошая при этом карманы. Достоверно лишь одно. Обвал не был случайным»<sup>219</sup>.

Монетарная политика американского правительства была слишком жёсткой, приближая крах. И связана эта политика была не столько с Аланом Гринспеном, лишь недавно ставшим главой ФРС, сколько с министром финансов Джимом Бейкером, подписавшим в феврале 1987 года с Германией, Францией, Великобританией, Канадой и Японией Луврское соглашение об укреплении доллара, опасное для финансовых рынков так же, как и любые попытки придерживаться фиксированных курсов валют. Кроме того, все сходились на том, что обвал вызвали «горячие деньги» – капиталы, которые можно было легко перебросить с рынка акций при малейших признаках спада на облигационный рынок. Скорость, с которой международные инвесторы начали переводить свои капиталы, и вызвала столь резкий обвал.

Обвал 1987 г. многие считали следствием случайного стечения обстоятельств, вызванного компьютеризацией операций с ценными бумагами. Действительно, компьютерные программы продажи акций проводили операции без покрытия и этим сбивали их курс, а покупателей таких акций становилось всё меньше, что ещё больше понижало курсы. Однако инвесторы, купившие акции сразу после обвала, за следующий год или два получили неплохую прибыль.

Крах рынка 1987 года – «это история с ядовитым укусом и киберинформацией, история, в которой технология ошибочно превратилась в монстра. Всё свелось к заговорам

---

<sup>219</sup> Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламед. – М.: Альпина Паблишер, 2010. – С. 375.



компьютеров». К тому же, Европа, Америка и Япония стали «единым непрерывно действующим рынком, реагирующим на новости мгновенно... Рынки, которые были отдельными реками, вдруг объединились, чтобы стать океанами. Мы не были частью рыночной революции; мы были самой революцией. Мы опрокинули старую технологию, старые представления об игре на рынке... и когда всё вдруг столкнулось, рынки стали монстром с пылающей пастью, крушащим всё на своем пути»<sup>220</sup>.

Быстрое распространение компьютеров на рынках ценных бумаг, появление программ, определяющих прибыльность операций, а также информирующих о проведении сделок на рынках различных стран – всё это действительно могло усиливать дестабилизацию рынка, но вряд ли было причиной кризиса. Может быть, электронные торги и сыграли какую-то роль, но дело было не в них. После финансового кризиса 1987 года президент брокерской конторы Herzog Heine Geduld Джон Херцог заявил, что на финансовых рынках не было институциональной коллективной памяти, и эта неспособность помнить прошлые ошибки внесла свой вклад в начало кризиса<sup>221</sup>.

Большинство рынков работало по устаревшим финансовым технологиям, что во время общей либерализации, компьютеризации и повышения мобильности капитала задерживало принятие критически важных решений, особенно когда огромные капиталы концентрировались лишь в нескольких руках. Крупные денежные пулы давали мелким вкладчикам шанс получить прибыль наряду с институциональными инвесторами. Однако традиционные механизмы рынка ценных бумаг не были достаточно гибкими, чтобы иметь возможность быстро аккумулировать крупные денежные потоки, которыми управляли менеджеры этих денежных пулов.

Сегодня, когда прошедшие годы расставили всё на свои места, причины кризиса очевидны. При таком взрывообразном расширении рынка облигаций (в том числе ипотечных и «мусорных») и распространении спекулятивных операций с ними, понятно, что на рынке надулся огромный спекулятивный пузырь. А так же, как всякий брошенный

---

<sup>220</sup> Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламед. – М.: Альпина Паблшер, 2010. – С. 406, 385.

<sup>221</sup> Чтобы сохранять эту «память рынков» Херцог предложил создать музей американской финансовой истории (сейчас он называется Музей американских финансов – [www.moaf.org](http://www.moaf.org)).

вверх камень непременно должен когда-то упасть, так и всякий спекулятивный пузырь должен рано или поздно лопнуть. Так было во время всех кризисов, и никакого особого секрета в событиях 1987 года искать не стоит. Просто пришло время лопнуть и этому пузырю.

### *Расследование событий 1987 года*

После начала кризиса в США, по прямому распоряжению президента Рейгана была создана оперативная группа по расследованию его причин. Руководил группой Николас Брейди, один из директоров компании Dillon Read. Слово «крах» употреблять никому не хотелось, да и с точки зрения истории это не был совсем уж крах – всего лишь один из многих кризисов. В группе Брейди его дипломатично называли «обвалом рынка». Среди причин «обвала» группа Брейди отмечала несогласованность действий различных рынков – акций, облигаций, опционных и фьючерсных. Эти рынки стали совершенно самостоятельными и почти не взаимодействовали друг с другом. Кроме того, появилось слишком много различных бирж, предлагавших свои финансовые продукты (фьючерсная, опционная и другие). А старейшая и некогда основная Нью-Йоркская биржа (New York Stock Exchange) утрачивала своё влияние. Однако, как отмечала группа Брейди, хотя и возникало впечатление, что различные рынки разделены, когда дело доходило до кризиса, он быстро охватывал все рынки. Оказалось, что на самом деле они тесно взаимосвязаны.

В докладе группы Брейди отмечалось, что обвал рынка произошёл из-за того, что несколько институциональных инвесторов, страхуя портфель собственных активов, поддались панике и действовали, не учитывая реальных цен, в то время как агрессивно настроенные финансовые посредники стали активно продавать акции, играя на понижение. Ну и совершенно не вовремя отказала автоматическая компьютерная система совершения сделок на Нью-Йоркской бирже, которая <sup>222</sup>должна была бы остановить торги при резком падении цен<sup>222</sup>.

---

<sup>222</sup> Brady N. Report of the Presidential Task Force on Market Mechanism, submitted to the President of the United States, the Secretary of Treasury and the Chairman of the Federal Reserve Board / N. Brady, J. Cotting, R. Kirby etc. – Washington, 1988. – <https://archive.org>.

По рекомендациям Брейди (он вскоре стал министром финансов), на Нью-Йоркской бирже был установлен порядок, согласно которому если цены начинали падать слишком быстро, торги автоматически прекращались, чтобы трейдеры могли сориентироваться в обстановке. Идея была позаимствована из Японии, где подобная система хорошо проявила себя на рынке ценных бумаг. А некоторые крупные компании (Lehman Brothers, Morgan Stanley, Salomon Brothers и др.) на всякий случай на время вообще отказались от электронных торгов.

Рынок NASDAQ считался более рискованным и менее эффективным, чем Нью-Йоркская биржа. Кризис показал, что он таким и остался. С началом падения цен операторы NASDAQ стали отказываться проводить операции для клиентов, а потом прекратили отвечать на телефонные звонки. Реформированием этого рынка после событий 1987 года занялась создавшая его Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (NASD).

### *Уход с рынка инвесторов*

Проблемы, созданные кризисом 1987 года, усугубил уход на несколько лет с американского рынка иностранных инвесторов, избавившихся от американских бумаг, и прежде всего от акций. Хитрее всех поступили британские инвесторы. Продав крупные пакеты американских корпоративных бумаг, в основном акций, они приобрели на полученные деньги облигации Казначейства США. Так они остались на американском рынке, переведя свои капиталы в наиболее надёжные государственные облигации. Ушли с рынка и многие американские инвесторы. Особенно пострадали от этого взаимные фонды, столь популярные в середине 1980-х – после событий 1987 г. количество фондов заметно сократилось.

Вместе с уходом с рынка инвесторов началось перетекание капиталов с рынка акций на облигационный рынок, продолжавшееся до середины 1988 г. «Рынок облигаций полез прямо в небо, и многие маклеры по облигациям неприкрыто торжествовали. Когда рынок акций упал на несколько сот пунктов, инвесторы начали размышлять о макроэкономических последствиях такого краха. Стандартная логика поведения рынка облигаций такова: цены акций падают; люди теряют деньги и беднеют; значит, экономиче-

ский рост замедлится; значит, объём потребления сократится; значит, инфляция упадет (возможно даже возникновение депрессии и дефляции); значит, процентные ставки также снизятся; значит, цены облигаций должны вырасти. Так и случилось». Все покупали облигации и богатели прямо на глазах. «Был как раз такой день, который целый год кормит». Денежный рынок тоже бурлил. «Капитал убегал с рынка акций в поисках тихой гавани. Обычно роль тихой гавани для денег играет золото, но... цена золота также быстро падала», поэтому капиталы устремлялись не на рынок золота, а на рынок денег, принимая форму краткосрочных депозитов<sup>223</sup>.

Во время биржевого обвала 1987 года многие индивидуальные инвесторы сохранили хладнокровие и воздержались от продажи акций, а после того как курсы снова выросли, они получили свою прибыль. А вот многие из профессиональных участников рынка ценных бумаг понесли большие убытки в 1990-е годы, начав вкладывать капиталы в деривативы (при этом плохо понимая их суть), или в начале 2000-х годов, когда их портфели оказались переполненными переоценёнными акциями интернет-компаний.

Однако кризис 1987 года был недолгим. Хотя он, как и всякий кризис, стал потрясением для многих, мировая экономика быстро пришла в норму<sup>224</sup>.

### ***Финансовая политика Дж. Буша и его разногласия с ФРС***

В 1988 г. началась избирательная кампания Джорджа Буша-старшего (президент в 1989–1993 гг.). Доллар всё это время оставался стабильным, и пошли слухи о сговоре между ФРС и крупными банками с целью обеспечить избрание Буша, хотя это было маловероятно. По словам Алана Гринспена, председателя ФРС в те годы, «после победы Джорджа Буша на выборах... я надеялся, что ФРС удастся найти язык с новой администрацией. Ни для кого не было секретом, что президенту, пришедшему после Рейгана, придётся столк-

---

<sup>223</sup> Льюис М. Покер лжецов / М. Льюис. – С. 172. – [www.booksgid.com](http://www.booksgid.com).

<sup>224</sup> Только за первые три месяца 1988 г. объём международных займов вырос на 24 млрд долларов и достиг 118,2 млрд (в первые три месяца 1987 г. – 94,3 млрд). Объём выпуска еврооблигаций, сократившийся в последние месяцы 1987 года после кризиса, с началом следующего года увеличился за первые три месяца на 23,5 млрд долларов и достиг 54,1 млрд.

нуться с серьёзными проблемами в экономике... дефицит бюджета был огромен, а государственный долг стремительно увеличивался». Поэтому «Буш несколько погорячился, когда на съезде республиканцев произнёс: “Запомните мои слова: повышения налогов не будет”». Звучали эти слова хорошо, но проблему дефицита бюджета нужно было как-то решать. Разногласия Буша и Гринспена начались ещё до выборов и потом только усиливались. Председатель ФРС считал, что в условиях риска нового повышения инфляции необходимо «сдерживать экономику, а не стимулировать её», на что Буш заявил: «Я бы не хотел, чтобы борьба с инфляцией препятствовала экономическому росту». Вопросы экономики «были ахиллесовой пятой» Буша, и в конечном счёте, по словам Гринспена, «у нас сложились очень напряжённые отношения»<sup>225</sup>.

Однако Дж. Бушу необходимо было решать проблему растущего торгового дефицита. Начало процессов аутсорсинга и перенос промышленного производства за пределы США в страны с более дешёвой рабочей силой воспринимались тогда как политически нежелательное явление, но с ним Буш ничего не мог поделать. А конфликтные отношения администрации президента и ФРС нарастали. Буш почему-то считал, что ФРС устанавливает процентные ставки произвольно, по субъективным соображениям. И хотя советники Буша убеждали его заняться проблемой дефицита бюджета и роста государственного долга, президент уклонялся от этого, обвиняя во всех проблемах ФРС, якобы тормозившую экономический рост и подталкивавшую страну к новому кризису. Даже министр финансов Николас Брейди считал, что если ФРС снизит процентные ставки и станет неограниченно закачивать в экономику деньги, то рост ускорится. А когда начнётся очередной всплеск инфляции, то пусть ФРС с ним и разбирается.

Затем в 1990 г. началась война в Персидском заливе. Популярность Буша эта война на короткое время повысила, но вызвала спад в экономике, а подъём в 1991 г. был вялым. Рост стал ускоряться в 1992 г. (до 4,1% в год), но популярность Буша уже стала падать, и в 1992 г. его сменил на посту президента Билл Клинтон.

---

<sup>225</sup> Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина, 2009. – С. 120–121.

## *Майкл Милкен и рынок «мусорных» облигаций*

### *«Мусорные» облигации*

В 1970-е годы особую популярность приобрёл рынок рискованных «мусорных» облигаций. Эти облигации спекулятивного класса называли «высокодоходными ценными бумагами» (high-yield securities), «высокопроцентными облигациями» (high-interest bonds) и чаще всего – «мусорными» или «бросовыми» облигациями (junk bonds).

Возникновение этого рынка было связано с именем Майкла Милкена (Michael Milken). Он стал символом новой эпохи высокодоходных инструментов с фиксированной прибылью, подобно тому как в 1960-е годы Берни Корнфилд был культовой фигурой времён первого увлечения взаимными фондами. В то время когда на рынке акций был застой, Милкен сумел сделать из облигаций (обычно считавшихся предназначенными для самых консервативных инвесторов) привлекательный спекулятивный инструмент с высокой доходностью.

Раньше те, кто работал с «мусорными» облигациями, считались кем-то вроде скупщиков старых вещей или даже торговцев наркотиками. И лишь немногие банки соглашались иметь дело с руководителями компаний, под давлением обстоятельств принявших решение выпустить junk bonds. Отношение к этим бумагам изменилось после того, как Майкл Милкен, создав огромный рынок «мусорных» облигаций, на своём опыте показал многим их выгодность. Хотя каждый по отдельности выпуск таких облигаций обладал высокой степенью риска, приобретение пакетов облигаций различных эмитентов снижало риск. Вероятность одновременного дефолта по всем облигациям была тем меньшей, чем большим становился пакет.

Милкен родился в 1946 году в Энсино, богатом и тихом районе Лос-Анджелеса. Так и хочется сказать, что он был сыном скромного еврея-бухгалтера, с детства любившим математику, и это не будет неправдой. Отец его действительно был бухгалтером, хотя и не скромным, а хорошо обеспеченным. Майкл помогал ему сортировать бумаги, и под влиянием отца у Милкена сформировалось прагматичное отношение к деньгам. Спустя годы он любил говорить: «Никогда не считайте ваши деньги – иначе вы не сможете заставить себя заработать больше».

В 1965 г. Милкен поступил в Калифорнийский университет в Беркли. Во второй половине 1960-х годов этот университет оказался в центре бурного молодёжного движения, в котором перемешались протесты против войны во Вьетнаме, наркотики и лозунги сексуальной революции. Однако Милкен был далёк от увлечений эпохи хиппи – его интересовали только изучение бизнеса и симпатичная девушка по имени Лори, на которой он потом женился. Майкл изучал математику и физику, мечтая участвовать в программе космических исследований. Через год кто-то из его знакомых сказал, что «он никогда не станет частью американской мечты, если не разбогатеет», и эти слова изменили жизненный путь Милкена. «И тогда я оказался на Уолл-Стрит, чтобы управлять потоками капитала, вместе с тысячами других приближая американскую мечту»<sup>226</sup>.

### *Появление идеи*

Милкена давно интересовали «китайские бумаги» – облигации, в 1960-е годы эмитированные создателями модных тогда конгломератов, чтобы привлечь с помощью их выпуска заёмные капиталы, необходимые для приобретения очередной компании. Со временем Милкен на новом уровне реализовал эту идею в своих знаменитых корпоративных поглощениях. С этими бумагами, упавшими в цене до 20–30% номинала, Милкен имел дело ещё в шестидесятые годы. Будучи студентом колледжа, он сам начал вкладывать в них деньги, полученные в управление от клиентов отца. Чтобы привлечь своих первых инвесторов, Милкен гарантировал, что полностью берёт на себя возможные убытки, а в случае прибыли он получает её половину. Такие условия создали ему репутацию надёжного делового партнёра.

Затем Майкла привлекла проблема кредитоспособности эмитентов ценных бумаг, определяемой на основании рейтингов. Размещать свои облигации могли только 600–700 компаний, которым был присвоен рейтинг инвестиционного уровня. Остальные были лишены такой возможности, хотя, как считал Милкен, отсутствие инвестиционного рейтинга само по себе ещё ничего не говорило о перспективах компании. Мелкие и средние компании, не входившие в группу

---

<sup>226</sup> Stevenson A. Michael Milken Returns to Wall Street for UJA-Federation Dinner / A. Stevenson // The New York Times. – 2015. – 8 Dec.

«голубых фишек», вынуждены были брать краткосрочные кредиты в коммерческих банках под высокий процент.

Чтобы выйти на рынок ценных бумаг, этим компаниям оставалось только использовать облигации с повышенной доходностью порядка 10%. Они считались более рискованными и не совсем справедливо получили название «мусорных» (junk bonds), хотя на деле они могли быть ничем не хуже облигаций с инвестиционным рейтингом. Эти бумаги появились задолго до Милкена, хотя и не имели особого значения. В классическом и узком смысле слова вначале это были корпоративные облигации, всё те же «голубые фишки», потерявшие высокий рейтинг из-за трудностей компании. Поэтому такие бумаги называли fallen angels – «падшие ангелы» (название junk bonds появилось позже; говорят, что его придумал сам Милкен). По этим облигациям не было купонных выплат, и они не приносили дохода.

Инвесторы, покупавшие junk bonds, надеялись на то, что эти бумаги, сильно упавшие в цене, когда-то могут снова вырасти. Тогда тот, кто скупил их по бросовой цене, разбогатеет. Надежда эта была, конечно, призрачная, но... бывают всякие чудеса, в том числе и в мире финансов. Типичным примером таких бумаг были кубинские облигации, выпущенные ещё до Фиделя Кастро. Проценты по ним не выплачивались уже 20 лет, срок погашения наступил в 1977 г. и вероятность, что на Кубе сменится власть, была мизерная. Но эти бумаги в 1980-е годы всё ещё обращались на рынке, а их покупатели продолжали верить, что Кастро когда-нибудь свергнут. Затем junk bonds стали называть все облигации с невысоким рейтингом, в том числе и вполне перспективные бумаги начинающих компаний, не имеющие возможности получить высокий рейтинг.

Милкен считал, что на рынке может быть хороший спрос на облигации с повышенной доходностью, так как есть немало инвесторов, вполне терпимо относящихся к повышенному риску ради большей прибыли. Крупные компании («голубые фишки»), пользуясь своим положением на рынке корпоративных бумаг, не будут выпускать высокодоходные облигации – для них в этом нет смысла. Перспективные начинающие компании пробиться на облигационный рынок не могут. Для этого им нужен рейтинг инвестиционного класса, который невозможно получить без определённого уровня капитализации, количества сотрудников и общей репутации компании.



По мнению Милкена, рейтинговые агентства, лоббируя интересы крупных корпораций, намеренно не пускали на рынок начинающие компании. Решить эту проблему можно было, только создав альтернативный рынок облигаций, не контролируемый рейтинговыми агентствами. Тогда junk bonds могли бы стать неплохим инвестиционным инструментом для недавно созданных компаний, ещё не успевших зарекомендовать себя на рынке.

### *Работа в компании Drexel*

Приехав из Калифорнии в Нью-Йорк, Милкен получил работу в инвестиционной банковской компании Drexel, имевшей давнюю историю<sup>227</sup>. Первоначально он занимался обычными корпоративными облигациями. В середине 1970 г. стараниями Милкена Drexel выпустила (наверное, впервые в истории рынка ценных бумаг) списки высокодоходных «мусорных» облигаций, с которыми Майкл серьёзно настроился работать. Коллеги, правда, считали, что он собирается торговать явным хламом, но это его не останавливало.

Руководство компании сразу заинтересовалось деятельностью Милкена и дало ему для начала полмиллиона долларов на раскрутку, а потом увеличило эту сумму до двух миллионов. Милкен за год получил на них 100% прибыли, и это сразу привлекло к нему внимание. Вскоре ему дали возможность создать свой собственный отдел высоко-

---

<sup>227</sup> Её учредил ещё в 1838 г. художник Фрэнсис Дрексель. В 1860-е годы сын основателя Энтони Дрексель стал партнёром Дж. П. Моргана, и с 1871 г. в Нью-Йорке появилась фирма Drexel, Morgan and Company. В 1934 г., после принятия закона Гласса – Стиголла о разделении инвестиционных и коммерческих банков, остатки компании Drexel были окончательно поглощены Морганом, а в 1940 г. бывшие партнёры Drexel учредили инвестиционный банк под названием Drexel and Company. Дела у банка шли не очень хорошо, и в 1965 г. он объединился с Harriman Ripley and Company. Новая компания называлась Drexel Harriman Ripley и занималась размещением ценных бумаг. В середине 1970-х 25% акций приобрела Firestone Tire and Rubber Company, и название компании снова изменилось, став Drexel Firestone. В начале 1970-х дела Drexel пошли хуже, и в 1973 г. она была поглощена брокерской фирмой Burnham Company (основанной в 1931 г. в Пенсильвании). Так возникла Drexel Burnham and Company с центральным офисом в Нью-Йорке и капиталом 44 млн долларов. После того как в эту компанию были направлены инвестиции бельгийского банка Groupe Bruxelles Lambert, купившего 26% акций Drexel, компания сменила название на Drexel Burnham Lambert.

доходных облигаций, и у Майкла возник круг постоянных клиентов (взаимные фонды Keystone B4, Lord Abbot Bond Debenture, National Bond Fund и др.). Так после прихода Милкена в Drexel, она всё больше стала специализироваться на junk bonds.

Среди крупных участников рынка ценных бумаг эта компания тогда считалась достаточно мелким игроком. Однако после начала массовых эмиссий junk bonds, размещавшихся с большой скидкой от номинала, отношение к Drexel стало меняться. Большую часть эмиссий компания распространяла самостоятельно, хотя некоторое количество выводили на рынок такие крупные банки, как Lehman Brothers. Благодаря junk bonds финансирование смогли получить фирмы, не имевшие доступа к рынку корпоративных облигаций с высокими рейтингами.

Милкена интересовали также и облигации компаний, находившихся на грани банкротства. Он покупал их по 10–20% номинала, а потом, как обычно бывает на рынке, из-за самого факта покупки облигации начинали расти, и скоро их можно было продать с заметной прибылью. Примерно так же в 1940-е годы трейдер Сай Льюис из Bear Stearns заработал много денег, скупая облигации обанкротившихся железных дорог.

Привлекали Майкла Милкена и облигации трастов недвижимости (Real-Estate Investment Trust, REIT), особенно тех из них, которые оказались на грани банкротства. Эти трасты были подобны взаимным фондам, но их портфели состояли не из акций, а из ипотечных бумаг<sup>228</sup>. Трасты REIT выпускали облигации инвестиционного класса с высоким рейтингом. Вначале всё шло хорошо, ипотечные трасты

---

<sup>228</sup> Трасты инвестиций в недвижимость REIT появились в США после принятия в 1960 году Конгрессом закона Real Estate Investments Trust Act, освобождавшего их от корпоративного налога. Это должно было привлечь мелких инвесторов, вкладывавших свои сбережения в недвижимость. Трасты REIT – инвестиционные фонды закрытого типа, владевшие коммерческой недвижимостью (отели, торговые центры и т. п.). Доходы от её аренды распределялись между владельцами акций, выпущенных этими трастами. В сущности, это была одна из ранних форм секьюритизации доходов от недвижимости. Однако в 1960-е годы никто это под таким углом не рассматривал. REIT создавали крупные пулы ипотечных активов, а их акции приобретали мелкие инвесторы, вкладывая таким образом свои капиталы в недвижимость. В ином случае такие инвесторы не смогли бы вложить в недвижимость свои сбережения, так как их величина была слишком незначительна. В конце 1960-х REIT привлекали многих и были очень популярны. В 1968 г. активы трастов достигли почти миллиарда долларов, в 1969 г. – 2 млрд., в 1974 году – 20,5 млрд.

пользовались своими преимуществами и размещали акции по завышенной цене. Во время общего спада середины 1970-х доходы многих из этих трастов сильно упали, а их бумаги обесценились<sup>229</sup> – временами до 10% номинала. Милкен хорошо изучил эти облигации и выбирал из них те, которые могли быть погашены по номиналу или хотя бы по 75%. Если из десяти выпусков облигаций, купленных по цене 10–20% номинала, хотя бы два погашали по номиналу (а это было вполне реально), можно было получить немалую прибыль.

Говорят, что в 1970-м году Майкл впервые в шутку назвал недооценённые облигации «мусорными» – junk bonds. Он считал, что даже если это мусор, на нём можно неплохо заработать. Название прижилось, хотя было не совсем удачным<sup>230</sup>. Если бы Милкен назвал их сразу высокодоходными или недооценёнными, то эти «падшие ангелы» в историю вошли бы не как «мусорные», а под другим названием. Но получилось так, как получилось.

В середине 1970-х годов, вместе с работой на Drexel, Милкен начал создавать фонды высокодоходных облигаций. Первый такой фонд, учреждённый им вместе с Дэвидом Соломоном (First Investors Fund for Income, FIFI), в 1977 г. получил финансовую поддержку в размере 17 млн долларов от Drexel, затем появилось ещё шесть подобных фондов, также

---

<sup>229</sup> Те, кто инвестировал капиталы в ипотечные трасты, смогли получить неплохую прибыль, особенно если успели избавиться от акций трастов до начала спада. И даже когда он уже начался, можно было хорошо заработать на коротких позициях, как те из инвесторов, которые поняли, что REIT разваливаются. Так что те, кто не побоялся риска, получил от игры на понижение до 100% прибыли. Трасты брали банковские кредиты под 6% годовых, а затем сами выдавали под 12% годовых кредиты компаниям, строившим торговые центры. На этом REIT получали 6% годовых чистого дохода. До начала нефтяного кризиса дефолты были редки и эта схема хорошо работала. Но после введения нефтяного эмбарго немало строительных проектов было приостановлено, количество дефолтов быстро возросло, и многие REIT обанкротились. Интерес у инвесторов к ним пропал. Однако эти трасты не исчезли, и новый пик интереса к ним был в первой половине 1990-х годов, когда пенсионные фонды, страховые компании и торгово-промышленные корпорации стали обменивать принадлежавшую им не всегда ликвидную недвижимость на ликвидные доли в капитале трастов REIT, более эффективно управлявших недвижимостью. В 1998 году надувшийся на этом рынке пузырь лопнул на фоне волны кризисов в развивающихся странах. Спад продолжался недолго, и в 2000 году REIT снова стали популярными.

<sup>230</sup> По другой версии, название junk bonds появилось в 1974 году в небольшой статье, опубликованной без имени автора в журнале Forbes (The Big Money in «Junk» Bonds // Forbes. – 1974. – Apr. 1. – P. 26–27).

поддерживаемых Drexel. Для инвесторов мотивация была проста и понятна – государственные облигации Казначейства давали доход 7,5%, а фонды высокодоходных «мусорных» облигаций обещали 10%.

Так начал формироваться самостоятельный рынок «мусорных» облигаций, создававшийся не только усилиями Майкла Милкена. В 1977 г. Lehman Brothers Kuhn Loeb, одна из крупнейших финансовых компаний, целенаправленно вывела на рынок несколько новых выпусков низкорейтинговых высокодоходных облигаций<sup>231</sup>. В отличие от обращавшихся раньше на этом рынке обесценившихся «падших ангелов» – облигаций, когда-то имевших высокие рейтинги, но упавших в цене, – выпущенные Lehman Brothers бумаги изначально были низкорейтинговыми, иначе говоря – «мусорными».

В апреле 1977 года Drexel разместила свои первые высокодоходные облигации (под 11,5% годовых на сумму 30 млн долларов), выпустив их для нефтяной компании Texas International. Комиссионные 3% по тем временам были очень крупными, и прибыль компании Drexel составила 0,9 млн долларов (комиссионные для обычных высокорейтинговых облигаций были гораздо меньше и составляли чаще всего 0,8–0,9%). До конца 1977 г. компания произвела ещё шесть подобных небольших эмиссий с суммарным объёмом около 125 млн долларов. И хотя этот объём был в два раза меньше, чем у Lehman Brothers, по количеству эмиссий высокодоходных облигаций Drexel вышла на первое место. В 1978 г. Drexel разместила 14 эмиссий на общую сумму 439,5 млн долларов, став бесспорным лидером, и вскоре она контролировала почти 70% рынка junk bonds. До середины 1980-х годов Drexel сохраняла почти полную монополию на рынке «мусорных» облигаций, а потом этим рынком заинтересовались и другие крупные инвестиционные банки.

### *Милкен возвращается в Лос-Анджелес*

В 1978 г. Милкен стал добиваться перевода отдела высокодоходных облигаций в Лос-Анджелес – ему нужна была большая свобода, а в нью-йоркском офисе Drexel у него было слишком много недоброжелателей. Он требовал это поч-

---

<sup>231</sup> На 75 млн для LTV Corporation, 75 млн – Zapata Corporation, 60 млн – Fuqua Industries и 53 млн – Pan American World Airways.

ти в ультимативной форме, и хотя в руководстве Drexel понимали, что в этом случае Милкена вообще невозможно будет контролировать, его отдел давал преобладающую часть дохода. По сути, компания больше нуждалась в нём, чем он в ней.

Вскоре отдел высокодоходных облигаций был перенесён в Лос-Анджелес с офисом в самом престижном районе города – Беверли-Хиллз. А Милкен купил за 750 тыс. долларов дом в районе Энсино, недалеко от дома своих родителей<sup>232</sup>. Решение переместиться в Лос-Анджелес казалось на первый взгляд странным – центр финансовой жизни традиционно находился в Нью-Йорке, а Лос-Анджелес считался столицей шоу-бизнеса, символом которого был Голливуд, расположенный недалеко от Беверли-Хиллз. Сам Милкен говорил, что перебрался сюда, чтобы быть возле умирающего от рака отца. Возможно, так и было. Но дальнейший ход бизнеса Милкена показал, что расположение офиса его отдела в Беверли-Хиллз сыграло немалую роль в том, чтобы пустить клиентам пыль в глаза, создавая чувство причастности к жизни знаменитостей.

В руководстве калифорнийского облигационного отдела Drexel были Лауэлл Милкен, юрист и младший брат Майкла; а также его близкий друг Питер Аккерман и личный адвокат Ричард Зандлер. Ходили слухи, что из 85 сотрудников отдела два десятка основных получают по 10 млн долларов в год. Правда, им приходилось работать с раннего утра до позднего вечера.

Рабочий день начинался в 4:30 утра, когда в Нью-Йорке было 7:30. Милкен по утрам почти каждый день разговаривал по телефону с одним из своих партнеров, Айвеном Боэски. Им нравилось, что они обсуждают свежие финансовые новости так рано, когда большинство банкиров с Уолл-Стрит ещё не начали работу. Сам Милкен заканчивал работу в два часа дня, занимаясь потом анализом финансовой информации, а офис был открыт до восьми вечера.

Милкен требовал, чтобы его сотрудники не только всё время были на своих местах, но и занимались делами по работе, а не личными разговорами по телефону (социальных сетей, в которых сегодня так часто проводят время офисные работники, тогда ещё не было). Еду доставляли в офис, а сексуальные услуги, по слухам, оказывали секретарши. Ог-

---

<sup>232</sup> Район этот также считался престижным, хотя и не настолько, как Беверли Хиллз или Бель Эйр.

раничения личной свободы были сильными, но люди Милкена так много зарабатывали, что никто не жаловался.

Милкен подавал пример и был настоящим боссом-трудоголиком. У него даже не было персонального кабинета, и его рабочее место было в центре огромного стола в форме буквы Х, расположенного в общем торговом зале. Стол был заставлен телефонами и самыми современными по тем временам компьютерами, а сотрудники располагались в порядке иерархии – ближе к Милкену сидели более значимые персоны, а дальше все остальные.

Показательно, что после открытия офиса на дверях долго не было никакой таблички – Милкен демонстративно подчёркивал, что его и так все знают, а также свою независимость от Drexel (формально офис Милкена был всё-таки отделением этой компании). Интерьер офиса был скромнейшим – несколько фотографий Олимпийских игр на стенах и всё. На роскошь и на причастность к миру большого бизнеса намекало только расположение офиса на углу бульвара Уилшир и Родео-драйв, где Майкл с братом купили целое здание, что немногие могли себе позволить.

«Вспомните фильм “Ганди”, – говорил Майкл. – Трудно воодушевить людей, если едешь в лимузине, а они идут босые». Игра в скромность была важной частью его имиджа, и это подкупало других. «Если считать моей целью помочь людям, – заявил он в интервью в 1987 году, – я был ей беззаветно предан. Рынок желал инвестировать в долгосрочные, с фиксированным доходом, ценные бумаги компаний ниже инвестиционного класса. И я считал, что мы обязаны помочь обеим сторонам – и компаниям, и инвесторам»<sup>233</sup>.

Андеррайтинг «мусорных» облигаций был очень выгодным делом, хотя и рискованным – вознаграждение андеррайтеров оказывалось почти в два раза выше, чем при размещении обычных облигаций с инвестиционным рейтингом. Комиссионные андеррайтеров при размещении «мусорных» облигаций достигали в среднем 6% при типичном объёме одной эмиссии 100 млн долларов. В Drexel облигационный отдел Милкена получал 2% из этих 6% – с каждой

---

<sup>233</sup> По его словам, «сложившееся положение представлялось мне очевидной дискриминацией – дискриминацией по отношению к руководству и сотрудникам компаний, которые предлагали пользующиеся спросом товары и услуги. И всё только потому, что они не имели соответствующего рейтинга. Это была вопиющая несправедливость. Поэтому я изменил бы сам себе, если бы не использовал доступные мне средства, чтобы найти деньги для этих людей» (Брук К. Бал хищников / К. Брук. – С. 28. – <https://vk.com>).

эмиссии объёмом 100 млн долларов по 2 млн долларов комиссионных.

Кроме организации выпуска высокодоходных облигаций, отдел занимался поддержанием их ликвидности, для чего на первых порах сам Милкен через подставные компании проводил с ними операции покупки-продажи, имитируя активность на рынке. Затем реальными инвесторами, вкладывавшими капиталы в эти облигации, стали малые и средние инвестиционные компании, не имевшие иного способа попасть на рынок из-за конкуренции с крупными фондами. Для этих клиентов Милкена облигации с повышенной доходностью были единственной возможностью преуспеть – хотя возможность эта была связана с риском. Затем среди клиентов стали преобладать многочисленные провинциальные ссудо-сберегательные ассоциации.

Когда Drexel начала проникать на рынок junk bonds, на нём в 1979 году было ещё 16 других компаний. Затем их количество стало сокращаться до 12 в 1980 г. и до 5 в 1981 г. При этом средний годовой объём эмиссии облигаций оставался прежним, порядка 1,5 млрд долларов, но рынок контролировала Drexel. В 1979 г. из 1,22 млрд – общего объёма выпуска этих бумаг, Drexel размещала облигаций на 408 млн, в 1981 г. из общей эмиссии 1,47 млрд на Drexel пришлось 1,08 млрд. Главным конкурентом Drexel была Merrill Lynch, но люди Милкена вытесняли её всеми возможными способами, иногда достаточно грубыми.

Спрос на junk bonds быстро рос – желающие их выпустить с помощью Милкена выстраивались в очередь; покупателей тоже было очень много. «У него были эмитенты. У него были покупатели. Он был самый оборотистый из всех. У него было ноу-хау. У него была лучшая система поощрений для сотрудников. У него была исчерпывающая база данных – он знал о компаниях всё, он знал, сколько стоили их ценные бумаги и, возможно, даже как колебались цены по дням, по крайней мере, с 1971 года. Он создал завершённое целое», – вспоминал Говард Маркс, один из клиентов Милкена в конце 1970-х<sup>234</sup>.

---

<sup>234</sup> Брук К. Бал хищников / К. Брук. – С. 28. – <https://vk.com>.

### *Калифорнийские фестивали Милкена*

В поиске инвесторов немалую роль сыграли знаменитые и роскошные фестивали Милкена. Вначале это были скромные конференции инвесторов, где им предоставляли информацию по junk bonds. На одной из первых таких конференций в 1983 г. Милкен решил подсчитать покупательную способность своих клиентов, и оказалось, что все собравшиеся в зале при необходимости могли бы предоставить 100 млрд долларов. В дальнейшем такая оценка стала любимым ритуалом Майкла, помогавшим ему почувствовать своё могущество. Несмотря на склонность к преувеличениям, финансовые возможности его клиентской сети действительно были высоки, и они постоянно росли.

Со временем эти конференции превратились в развлекательные шоу, устраиваемые в отеле Beverly Hills в Лос-Анджелесе (его владельцем был один из компаньонов Милкена Айвен Боэски). Среди приглашённых были финансисты, которые могли бы соблазниться повышенной прибыльностью junk bonds, а также политики (сенаторы Билл Брэдли, Тед Кеннеди, Говард Метценбаум, Эл Дамато и др.), самим фактом своего присутствия повышавшие престижность «мусорных» облигаций. В качестве благодарности Drexel участвовала в финансировании предвыборных кампаний этих политиков.

О Милкене говорили, что если бы он не стал финансистом, то мог бы основать какое-нибудь новое религиозное движение. На своих фестивалях он действительно временами вёл себя как религиозный пророк, а слепая вера инвесторов в него тоже напоминала религиозный фанатизм. Столь восторженное отношение к Милкену было связано и с его игрой в демократизацию рынка. Он любил критиковать корпоративный истеблишмент, которым заправляли, по его словам, «всякие жирные бегемоты-миллионеры», не дающие прохода новым перспективным компаниям. А Милкен помогал подняться таким недооценённым или попавшим в трудное положение фирмам.

Фестивали Милкена для инвесторов славились размахом и показной роскошью. Дорогие машины для участников подавали в аэропорт, их поселяли в лучшие отели, устраивали для них обеды в престижном ресторане Chasen's и концерты звёзд по вечерам – Фрэнка Синатры, Дайаны Росс и других. А на конференциях и семинарах участникам фестивалей внушали, что инвестиции в junk bonds всегда будут



выгоднее, чем в традиционные корпоративные облигации с высоким рейтингом.

Неотъемлемой частью милкеновских фестивалей было множество красоток, развлекавших инвесторов – во всех смыслах. Услуги девушек были заранее оплачены (этим занимался исполнительный директор Drexel Дональд Энгель, близкий друг Милкена), хотя многие инвесторы по наивности об этом не догадывались и думали, что им просто повезло завязать знакомство. Для тех, кто желал уединиться с девушками, было предназначено отдельно стоящее бунгало № 8 отеля Beverly Hills. Понятно, что после такой обработки гости уже не вполне объективно оценивали финансовую сторону дела. Майкл Милкен не жалел на всё это денег – ему нужно было произвести впечатление на инвесторов, ведь от них зависел успех его бизнеса. И он сделал правильный расчёт.

### *Расцвет рынка junk bonds*

Милкену удалось создать огромный рынок высокодоходных облигаций, и все заговорили о крупной прибыли облигационного отдела Drexel (только лишь в 1986 г. – 525 млн долларов). К тому же ни одна из компаний, с бумагами которых работал Милкен, не объявила дефолта, и все они аккуратно выплачивали прибыль по своим облигациям. Это обеспечивало ликвидность рынка junk bonds – инвесторы легко могли продать эти бумаги по выгодной цене.

Основными покупателями «мусорных» облигаций были страховые компании<sup>235</sup>, пенсионные фонды<sup>236</sup> и, главным образом, ссудо-сберегательные ассоциации, в которых и осела значительная часть высокодоходных junk bonds. В первой половине 1980-х дела этих ассоциаций шли не очень хорошо, и им были нужны инвестиционные инструменты с доходностью большей, чем у обычных ипотечных операций. Такой доход в то время могли дать «мусорные» облигации. Что же касается их рискованности, то принятый в 1982 году закон Гарна – Сен-Жермена разрешал банкам и небанковским учреждениям инвестировать в ценные бумаги лишь

---

<sup>235</sup> В 1988 году они владели около 30% всех выпущенных «мусорных» облигаций, в конце 1993 г. – 12%.

<sup>236</sup> В 1988 году государственным и частным пенсионным фондам принадлежало около 15% выпущенных «мусорных» облигаций.

часть своих доходов. Поэтому и риск понести убытки от «мусорных» облигаций казался не столь страшным.

Состояние Майкла Милкена достигло 3 млрд долларов. Бонусная премия, полученная Милкеном в 1990 году в компании Drexel, составляла 550 млн долларов. К этому времени была создана хорошо отлаженная схема размещения эмиссий «мусорных» облигаций через посредников, получавших хорошее вознаграждение<sup>237</sup>. Если бы Милкен оставился на этом уровне, то ещё долго смог бы получать немалую прибыль на рынке «мусорных» облигаций.

В 1977 г. капитал Drexel составлял 75 млн долларов (из них собственный капитал был ещё меньше, 40 млн), полученный доход – 150 млн долларов. Акции компании в августе 1977 г. котировались по 4,47 доллара. В конце 1985 г. доходы компании достигли 2,5 млрд долларов, капитал – 1 млрд, собственный капитал – 750 млн, курс акций поднялся до 58,66 доллара. Чистая прибыль за год достигла 304,4 миллиона, и по её величине Drexel приближалась к компании Salomon Brothers, имевшей в два раза больше капитал. В конце 1986 г. доходы Drexel достигли 4 млрд, чистая прибыль – 545,5 млн, и она опередила Salomon с его 516 млрд прибыли.

В 1970 г. общий объём рынка junk bonds был почти нулевым, в 1981 г. суммарный объём новых эмиссий достиг уже 839 млн долларов, в 1985 г. – 8,5 млрд долларов, в 1987 г. – 12 млрд. В том же 1987 году «мусорные» облигации составляли 25% объёма рынка корпоративных облигаций. Всего с 1980 по 1987 г. были выпущены «мусорные» облигации на общую сумму 53 млрд долларов. «Уолл-стрит того времени представляла собой один безумный рынок, игравший на повышение и каждый день выплёвывавший в мир дюжину свежеиспечённых миллионеров. Деньги были дешёвы, и как раз тогда парень по имени Майкл Милкен придумал свои “мусорные” облигации – очень рискованные, но зато высокодоходные бумаги, которые изменили весь подход корпоративной Америки к бизнесу. Это было время безудержной жадности и буйных излишеств»<sup>238</sup>. После обвала

---

<sup>237</sup> Одним из таких посредников был Finsbury Fund, созданный при компании Solomon Assets. Фонд продавал «мусорные» облигации розничным инвесторам, поднимая при этом цену на эти бумаги и получая немалую прибыль, часть которой он отдавал Милкену (Zey M. Banking on Fraud: Drexel, Junk Bonds, and Buyouts / M. Zey. – N. Y.: Aldine de Gruyter, 1993. – P. 16).

<sup>238</sup> Белфорт Д. Волк с Уолл-стрит / Д. Белфорт. – [www.litres.ru](http://www.litres.ru).

рынка ценных бумаг в 1987 г. у компаний-эмитентов junk bonds начались проблемы с финансированием, и это на время охладило интерес инвесторов к «мусорным» облигациям.

### *Увлечение агрессивными поглощениями*

В середине 1980-х годов снова вернулась мода на слияния и поглощения (mergers & acquisitions, M&A), отчасти напоминая этим 1960-е годы, но превосходя то время по масштабам. Исторически активность слияний и поглощений усиливалась и ослабевала в зависимости от общих подъёмов и спадов в экономике. Первой волной слияний в США можно считать события 1901 года, когда Дж. Морган создал U.S. Steel, второй – концентрацию корпораций в 1916–1924 годы, когда Middle West Utilities стала контролировать энергетические компании в 39 штатах. Третья волна привела к созданию конгломератов в 1965–1969 годы, а Gulf & Western за пять лет купила 80 компаний.

Конгломераты, возникшие в шестидесятые годы, значительно сократились во время стагнации последующего десятилетия. С началом нового подъёма и быстрого расширения рынков облигаций, а потом и акций, снова ожила старая идея – стоимость слагаемых иногда бывает большей, чем просто их сумма. Или, иными словами, капитализация двух объединённых компаний может быть большей, чем простая сумма капитализации каждой из них по отдельности. Так началась мода на слияния и поглощения с помощью выкупа контрольного пакета акций за заёмные средства – мода, которой прославились 1980-е годы. Это была четвёртая волна слияний и поглощений<sup>239</sup>.

Новую волну слияний усиливало и то, что цены на акции компаний в середине 1980-х всё ещё были ниже обычных, и эти дешёвые бумаги привлекали тех, кто занимался слияниями и поглощениями. К тому же многие компании стремились к расширению, что было естественно. Но после долгого спада 1970-х создание новых предприятий требовало немалых затрат и было проблематичным. Гораздо проще было купить по сниженной цене уже существующие активы,

---

<sup>239</sup> Затем, после коллапса ряда компаний, чрезмерно увлёкшихся M&A, на этом рынке начался спад, длившийся до середины 1990-х годов. В это время количество операций по слиянию и поглощению значительно уменьшилось, а те из них, которые были завершены, проводились обычно за счёт собственных, а не заёмных средств.

которых было более чем достаточно на рынке. Так начался бум слияний и поглощений, ещё больше усиливший оживление на рынке ценных бумаг, где инвесторы охотно скупали акции тех компаний, которые, по слухам, скоро должны были быть поглощены.

Автором идеи, «духовным отцом» поглощений был Джерри Кольберг, основатель знаменитого инвестиционного фонда Kohlberg Kravis Roberts (KKR), начавшего работу в 1976 году. Фонд произвёл более 150 поглощений на общую сумму 345 млрд долларов, среди них – покупка в 1988 году RJR Nabisco с капитализацией около 25 млрд долларов, крупнейшее в то время поглощение. Кольберг, настроенный консервативно, предпочитал скромные дружественные поглощения, о которых мирно договаривались владельцы компаний за обедом в каком-нибудь престижном ресторане. Но его более молодые компаньоны, Кравис и Робертс, смотрели на этот бизнес иначе – их больше привлекали недружественные агрессивные поглощения. Кольберг вскоре отошёл от дел, а компания Kohlberg Kravis Roberts (KKR) стала лидером агрессивных поглощений. В 1980-е годы из десяти крупнейших поглощений четыре было произведено KKR<sup>240</sup>.

Агрессивные поглощения распространились и в Англии, где главным корпоративным захватчиком был лорд Хансон, в 1986 г. поглотивший Imperial Group, входившую в десятку крупнейших британских компаний, а в 1989 г. захвативший Consolidated Goldfields, одну из основных в мире золотодобывающих компаний.

В первой половине 1980-х Милкен и Drexel были в стороне от этих дел, требовавших крупных капиталов. Но в какой-то момент, когда система продажи «мусорных» облигаций институциональным инвесторам уже была хорошо налажена, то ли самого Милкена, то ли кого-то из его партнёров (может быть, Виктора Познера) посетила гениальная по своей простоте мысль: использовать эмиссии «мусорных» облигаций, чтобы собрать капитал, необходимый для агрессивных поглощений.

Так junk bonds начали массово использоваться для получения капитала при захвате крупных компаний. Если корпоративные рейдеры (им охотно помогала масса банкиров, брокеров и юристов – все хотели урвать свой кусок прибы-

---

<sup>240</sup> Kaufman A. Kohlberg Kravis Roberts & Co and the Restructuring of American Capitalism / A. Kaufman, E. Englander // Business History Review. – 1993 – Vol. 67. – P. 78.

ли), получив необходимые капиталы с помощью эмиссии «мусорных» облигаций, нацеливались на очередную жертву, компания была готова обратиться к любому более или менее дружественному покупателю. Акционеры, согласившиеся на продажу своих акций, получали хорошую цену. А те, кто отказывался продавать ценные бумаги, оказывались в конечном итоге с сильно упавшими в цене акциями ослабленной компании.

Drexel ещё с 1982 г. начала участвовать в поглощениях – отдел Милкена с помощью junk bonds обеспечивал финансирование для операций по выкупу контрольного пакета акций за счёт кредитных средств (leveraged buyout, LBO). При этих операциях небольшая группа инвесторов (обычно руководство и высший менеджмент компании-поглощаемой) выкупала контрольный пакет акций поглощаемой компании с помощью заёмного капитала, который возвращался после продажи активов поглощенной компании. Поглощение вызывало быстрый рост курса акций поглощаемой компании (иногда в полтора – два раза), и тот, кто накануне поглощения скупал большой пакет этих акций, а после повышения продавал, мог хорошо заработать. Хотя такие операции считались противозаконными, так как были основаны на инсайдерской информации, в годы увлечения поглощениями многие разбогатели на этом. Трудно было проверить и доказать, о чём шла речь в частных переговорах, и если операции по скупке акций велись с анонимного банковского счёта, на них удавалось за короткое время получить миллионы.

Обычно при LBO использовались собственные средства поглотителя (около 10% всей суммы LBO) и заёмный капитал – банковские кредиты (около 60%) и капиталы от размещения «мусорных» облигаций (около 30%). LBO применялось и раньше, но если в 1960-е или 1970-е годы поглощения касались небольших компаний, то волна поглощений крупных корпораций началась именно в 1980-е годы. В 1982 г. Drexel организовала финансирование двух LBO, в 1983 г. – трёх. А затем занимавшийся LBO Леон Блэк и руководивший компанией Фред Джозеф поняли (скорее всего, с подсказки Майкла Милкена), что если с помощью выпуска мусорных облигаций можно легко получить заёмные капиталы для дружественного согласованного поглощения, то их можно так же легко получить и для недружественного агрессивного поглощения.

Схема использования «мусорных» облигаций для агрессивных поглощений отработывалась постепенно путём

проб и ошибок<sup>241</sup>. В начале 1984 г. небольшая компания Mesa Petroleum (ей владел Томас Бун Пикенс-младший) попыталась поглотить крупную компанию Gulf Oil, хотя и без успеха – Gulf объединилась со Standard Oil of California. Вскоре компания Reliance Стейнберга поглотила Disney. За этим последовали другие поглощения. Они финансировались «мусорными» облигациями и принесли сотни миллионов долларов и поглотителям, и компании Drexel вместе с Милкеном. Но пока ещё мир крупных корпораций не относился ко всему этому серьёзно. Классическим примером милкеновского поглощения стала история, когда Coastal Corporation приобрела American Natural Resources Company за 2,46 млрд долларов, из которых 1,6 млрд были получены через банковские кредиты, а остальное – на рынке junk bonds. Drexel в то время не была лидером поглощений, но благодаря Милкену и отработанной технике привлечения капиталов с помощью выпуска мусорных облигаций, в этой компании были созданы все условия для того, чтобы вплотную заняться LBO. И она этим занялась.

Когда Уильям Э. Саймон, бывший министр финансов США, вместе со своей инвестиционной группой Wesray поглотил Gibson Greetings, он реструктуризировал компанию и продал её с большой выгодой, заработав на этом 70 млн долларов. Слух об этом быстро разнёсся в финансовых кругах, после чего все заговорили о выгодности поглощений. Только за один 1984 год совокупный объём LBO всех компаний вырос в четыре раза и достиг 18,6 миллиарда долларов. А в середине 1980-х годов интерес к поглощениям усилился у всех – на этом бизнесе можно было быстрее всего заработать крупные капиталы.

В 1987 г. годовая стоимость слияний и поглощений достигла 300 млрд долларов. С 1985 по 1990 г. общее их количество увеличилось в три раза. В этой волне поглощений лидировали крупнейшие инвестиционные банки – Morgan Stanley, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Salomon Brothers, Lazard Freres и др. Крупные компании за год проводили до 200 операций по слиянию и поглощению, и на них прибыль каждого из банков достигала 100 млн долларов в год при комиссионных порядка 1–2%.

---

<sup>241</sup> Taggart R. Junk Bond Market's Role in Financing Takeover / R. Taggart // *Mergers and Acquisitions* / Ed. A. Auerbach. – Chicago: University of Chicago Press, 1988. – P. 5–24; Gaughan P. *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring* / P. Gaughan. – N. Y.: John Wiley & Sons, 2002. – P. 338–339.

Не мог пройти в стороне от этого и Милкен. К агрессивным поглощениям его подталкивало ещё и то обстоятельство, что у него в распоряжении оказались десятки миллиардов долларов, которые он не знал, куда вложить. Перспективных молодых компаний, которые нуждались в кредитах, было не настолько много. При этом Милкену необходимо было продолжать выпускать «мусорные» облигации, чтобы удовлетворять растущий спрос на них. Если бы он сделал остановку, то весь механизм получения прибыли мог бы нарушиться. И тогда агрессивные поглощения недооценённых компаний стали подходящим направлением применения огромных свободных капиталов.

Так вдруг оказалось, что команда партнеров Милкена по агрессивным поглощениям<sup>242</sup> может подступиться к таким гигантам, как Revlon, Phillips Petroleum, Unocal, TWA, Disney, AFC, Crown Zeilerbach, National Can и Union Carbide. В какой-то момент Перельман (а через него Милкен) даже пытался скупать крупные пакеты акций Salomon Brothers, главного конкурента Drexel, и если бы не помощь Уоррена Баффета, то кто знает, чем бы вся эта история закончилась. Под угрозой перераспределения собственности оказалась вся американская корпоративная система, и это погубило Милкена. Он настроил против себя слишком многих владельцев больших корпораций, и они решили избавиться от него при первом же удобном случае.

К концу 1986 г. бизнес на агрессивных поглощениях с помощью «мусорных» облигаций настолько расцвёл, что Милкен решил распространить эту практику на Японию, где в ноябре провел конференцию для инвесторов, напоминающую калифорнийские фестивали, разве что в меньших масштабах. Он считал, что даже осторожные и консервативные японцы на волне общего экономического подъёма уже были готовы к «мусорным» облигациям. Для начала он хотел завлечь клиентов, расписывая им выгоды высокодоходных облигаций, а когда механизм мобилизации капитала будет налажен, перейти и на японской почве к агрессивным поглощениям. То, что в Штатах заняло у него семь-восемь лет, он хотел организовать в Японии за два года и выйти на операции по поглощению объёмом 10–20 млрд долларов – намно-

---

<sup>242</sup> Она состояла из Рональда Перельмана, Буна Пикенса, Карла Айкена, Мервина Дэвиса, Ирвина Якобса, Джеймса Голдсмита, Нельсона Пельтца, Сэмюэла Хеймана, Саула Штейнберга, Эшера Эдельмана, Виктора Познера и др.

го больше, чем до того. В этом был весь смысл японского проекта. Возможно, он развивался бы и дальше, если бы вся империя Милкена не пошатнулась.

### *Виктор Познер*

В 1988 году одно из поглощений закончилось для Милкена совсем не так, как он рассчитывал. Среди его клиентов и партнеров был Виктор Познер (1918–2002) из Майами, потомок эмигрантов из Российской империи, уехавших в начале XX века<sup>243</sup>. Виктор начал заниматься недвижимостью ещё в 1930-е годы и разбогател на этом. В 1950-е годы он на время отошёл от дел и жил в своё удовольствие в Майами-Бич. В 1966 г. Познера заинтересовали поглощения, и он стал скупать контрольные пакеты акций сравнительно небольших производственных компаний. В 1969 году, используя небольшую NVF Company с объемом продаж 30 млн долларов, Виктор решил поглотить Sharon Steel с продажами 220 млн. Тогда рынка «мусорных» облигаций ещё не было, и Познер использовал «китайские бумаги», купив за эти облигации большинство акций Sharon Steel. Всего в 1969 г. он поглотил 8 компаний и получил 10 млн долларов прибыли, а в 1975 г. – уже 22 млн. Приобретая контрольные пакеты акций, Виктор продавал все активы компаний, после чего ликвидировал их, не интересуясь дальнейшей судьбой сотрудников и миноритарных акционеров.

Познер был одиозным персонажем – его всё время сопровождали несколько охранников с пистолетами и многочисленные юные любовницы, хотя ему уже было около семидесяти. Виктор был известен агрессивным стилем ведения дел, и после контактов с ним операции Drexel по недружественным поглощениям стали ещё более рискованными.

А в 1988 г. Познер решил поглотить строительную компанию Fischbach и купить большинство её акции. Милкен обеспечил быстрое размещение junk bonds Познера, снабдив его необходимым капиталом. Однако по закону контрольный пакет акций не мог приобрести один человек, кто-либо ещё должен был купить не менее 10% акций. Мил-

---

<sup>243</sup> Любопытно, что среди корпоративных захватчиков 1980-х годов не только Познер был потомком евреев, эмигрировавших из Российской империи, но и Айвен Бозски, а также не менее знаменитый своими агрессивными поглощениями Генри Кравис. Его дедушка, спасаясь от службы в царской армии, уехал в Америку в 1890 году.



кен поручил купить эти акции одному из своих партнёров, Айвену Боэски. Неожиданно история получила огласку, начался скандал и Айвен был арестован.

### *Айвен Боэски*

Айвен не любил говорить о своём происхождении, хотя его история была любопытной. Сам Айвен (в действительности – Иван) родился 3 июня 1937 г. в Америке, а отец Уильям – в 1900 г. в украинском городе Екатеринославе. В 1912 г. отец со своими родителями эмигрировал в США и со временем открыл в индустриальном Детройте несколько ресторанов со стриптиз-барами, тогда ещё не очень распространёнными в Америке. Айвен эту подробность не афишировал и говорил, что его отец был хозяином сети гастрономических магазинов. Бизнес шёл не очень хорошо, и в 1960-е годы, когда центр Детройта стал приходить в упадок из-за массового переселения среднего класса в пригороды, рестораны пришлось закрыть.

В университет Айвену поступить не удалось, и в начале 1960-х он оказался в Иране вместе со своим другом-иранцем. Что он там делал, неизвестно, но возникли слухи, что он стал агентом ЦРУ. Как бы там ни было, после поездки в Иран Боэски сразу поступил в престижную юридическую школу в Детройте. Два раза его пытались выгнать за неуспеваемость, но что-то помешало это сделать, и в 1964 г. он получил диплом.

В финансовых кругах Айвен появился в начале 1970-х годов. С полным отсутствием какой-либо репутации ему, тем не менее, удалось войти в мир Уолл-стрит благодаря деньгам своей жены Симы Сильберстейн, с которой он познакомился ещё в Детройте. Её отец, Бен Сильберстейн, был известным в Детройте девелопером, владевшим крупнейшим в городе офисным зданием, а также тем самым отелем Beverly Hills в Лос-Анджелесе, в котором Майкл Милкен потом стал устраивать свои фестивали.

Айвен хотел заниматься арбитражным бизнесом, но все попытки устроиться на работу в арбитражные компании не были успешными. Когда его в очередной раз уволили за рискованные операции на заёмные средства и за то, что он довёл до банкротства брокерскую компанию Edwards & Hanly, Боэски решил открыть собственную фирму Ivan F. Boesky Co, а родители жены дали 700 тыс. долларов на но-

вый бизнес зятя. Айвен проводил рискованные операции с использованием заемного капитала, не раз нёс большие убытки, но в итоге через пять лет после открытия своей фирмы его состояние оценивалось в 100 млн долларов.

К середине 1980-х годов Айвен приобрёл популярность – его считали неплохим управляющим. Вскоре он стал крупнейшим арбитражёром и начал заниматься модными в те годы поглощениями. Айвен находил недооценённые компании, чтобы потом выкупать их контрольный пакет акций. В этом бизнесе он познакомился с Деннисом Ливайном из Drexel Burnham Lambert, и так начались общие дела Боэски с этой банковской компанией.

В 1986 году Айвен основал инвестиционный фонд Hudson Fund, а компания Drexel выразила готовность собрать для финансирования фонда 600 млн долларов за счёт выпуска облигаций. Совокупный капитал его фирмы достиг 1 млрд долларов, и он мог бы на законных основаниях привлекать заёмные средства до 3 млрд долларов. За размещение облигаций Боэски должен был выплатить вознаграждение Drexel в размере 24 млн долларов. Эта история вместе с другими подобными случаями стала предметом судебного расследования деятельности Боэски после того, как он был арестован в ноябре 1986 г. по обвинению в противозаконных операциях.

В мае 1986 г. почти случайно, по анонимному письму из Венесуэлы, арестовали Денниса Ливайна, собиравшего инсайдерскую информацию, использовавшуюся Боэски в операциях по враждебным поглощениям. Вначале Ливайн хвастался, говоря друзьям, что он будет всё отрицать, иначе «русский пустит ему пулю в лоб». Но когда дело дошло до ареста, Ливайн сдал всех, кого знал, в том числе и Боэски – в деловом дневнике Ливайна имя «русского» фигурировало почти на каждой странице. Когда Боэски узнал об этом, то понял, что ему будет непросто спасти себя. И тогда он решил добровольно сдаться властям, став официальным осведомителем Министерства юстиции 17 сентября 1986 года. Но тюремного заключения избежать всё равно не удалось. Айвена приговорили к трём с половиной годам заключения и штрафу 100 млн долларов, но он отсидел лишь половину срока и вышел на свободу, что вызвало очередной скандал. Расследование по делу Боэски и переговоры его адвокатов с властями длились несколько месяцев и тщательно скрывались, чтобы не вызвать паники на биржах. Когда об этом было объявлено официально, пресса стала обвинять Комис-

сию по ценным бумагам и биржам в том, что она, утаивая расследование дела Боэски, дала тому возможность распродать свой портфель ценных бумаг на 400 млн долларов и стала соучастником крупнейшей операции Айвена. На самом же деле, чтобы уплатить обещанным им штраф в 100 млн долларов, Боэски неизбежно пришлось продавать свои ценные бумаги – такой суммы у него, естественно, не было.

Но главное, что во время следствия Айвен Боэски 14 ноября 1986 г. дал показания против Милкена, к которому сходились все нити операций по враждебному поглощению, всколыхнувших в 1980-е годы корпоративную Америку. Наконец был найден повод убрать «короля мусорных облигаций», и тот был арестован по обвинению в мошенничестве.

### *Суд над Майклом Милкеном*

После ареста Милкена весь финансовый истеблишмент ополчился против него. На инвестиции в высокодоходные «мусорные» облигации были наложены ограничения из-за многочисленных жалоб в Конгресс. Вначале прокурор предлагал Милкену признать свою вину по двум эпизодам мошенничества и уплатить крупный штраф. Но Милкен гордо отказался, видимо считая себя правым, и это окончательно его погубило. Через неделю его по полной программе обвинили в более чем 100 случаях рэкета и коррупции. На суде Милкен утверждал, что такая практика поглощений «не была в основе нашего бизнеса», но судей это не убедило<sup>244</sup>.

В ноябре 1990 года он был осужден на 10 лет заключения вместе с уплатой нескольких крупных штрафов на общую сумму более миллиарда долларов. Кроме того, Милкену пожизненно было запрещено заниматься любой деятельностью, связанной с ценными бумагами. По словам судьи, «если человек, обладающий таким влиянием в финансовом мире, возглавляющий важный отдел одного из крупнейших инвестиционных банковских домов, снова и снова нарушает законы с целью обогащения... и усиления своего влияния, совершает финансовые преступления, которые особенно трудно выявить, – то для такого человека необходим длительный срок тюремного заключения», чтобы приговор стал

---

<sup>244</sup> Michael Milken's Guilt // The New York Times. – 1990. – Apr. 26.

предупреждением «для всего финансового сообщества»<sup>245</sup>. Одним словом, знайте меру, не увлекайтесь и соблюдайте приличия, иначе будет так, как с Милкеном.

В тюрьме Милкен провёл почти два года, потом у него обнаружили рак и выпустили. Но Майкл остался жив и написал книгу о пользе вегетарианской диеты для больных раком. А в конце 1990-х он основал компанию Knowledge Universe, связанную с образованием и финансированием медицинских исследований рака.

Деятельности Майкла Милкена трудно дать однозначную оценку. То, что она не всегда была законной, отрицать нельзя, но это только одна сторона истории. Он оказался финансовым гением, сумевшим превратить никому не нужные «мусорные» облигации в популярные в 1980-е годы высокодоходные инструменты, давшие возможность получить финансирование сотням новых компаний (в том числе таким как Duracell, MCI Communications и др.).

Подобно тому как Salomon Brothers в 1980-е привлекла всеобщее внимание к ипотечным закладным (собрав их в пулы и выпустив совершенно новый финансовый инструмент – ипотечные облигации), Drexel создала новый рынок высокодоходных junk bonds, привлекавших в те годы не меньшее, если не большее внимание, чем ипотечные бумаги. Затем Drexel стала доминировать не только на рынке junk bonds, но и на рынке агрессивных поглощений, достигнув своего максимального подъёма и оказавшись самой быстро растущей компанией на Уолл-стрит. Судя по всему, только благодаря Майклу Милкену.

По словам Милкена, финансирование любой компании – это искусство. «Одна из главных проблем – как правильно финансировать компанию. В определённые периоды за ней нужно больше контроля. Нужно обеспечить ей сбалансированную позицию, чтобы она могла развиваться и вместе с тем обслуживать свой долг. В одном случае компании лучше выпустить конвертируемые облигации вместо прямых, в другом – привилегированные акции. Каждая компания и, соответственно, каждая схема финансирования отличается от другой. Слепое копирование здесь недопустимо»<sup>246</sup>.

---

<sup>245</sup> Eichenwald K. The Milken Sentence; Milken Gets 10 Years for Wall St. Crimes / K. Eichenwald // The New York Times. – 1990. – Nov. 22.

<sup>246</sup> Брук К. Бал хищников / К. Брук. – С. 143. – <https://vk.com>.

После ареста Милкена рухнул весь рынок junk bonds<sup>247</sup>, а вслед за ним – и ссудо-сберегательные ассоциации. Вскоре прекратила своё существованием и компания Drexel. Финансовые трудности у неё начались ещё во время кризиса 1987 года, а с 1990 года возникли проблемы посерьёзнее. На её балансе было большое количество непроданных облигаций, и несколько сот миллионов долларов было выплачено в виде штрафов.

У Drexel начался общий дефицит финансовых средств, к тому же против неё были настроены и ФРС, и Комиссия по ценным бумагам и биржам. На финансовую помощь рассчитывать не приходилось, и в феврале 1990 г., ещё до суда над Майклом Милкеном, компания объявила о банкротстве. Через несколько месяцев она прекратила существование, а её брокерское отделение было куплено компанией Smith Barney.

По словам Ричарда Уилсона и Фрэнка Фабозци, «в конце 1980-х и начале 1990-х рынок облигаций спекулятивной категории бросало вверх и вниз. С огромных высот рекордного объёма новых выпусков в 1989 году рынок упал практически до нуля в 1990 году», когда ведущий андеррайтер, компания Drexel, объявила о банкротстве. «Многие крупные игроки, включая некоторых институциональных инвесторов, подверглись судебному преследованию... что привело к тюремному заключению и взысканию гигантских штрафов». Этот рынок упал «из-за банкротств, вынужденной продажи... и страха со стороны огромного числа участников рынка». После этого компании, вложившие крупные суммы в спекулятивные облигации, сделали поворот на 180 градусов и свернули свою деятельность... И всё же, несмотря на ощущение, что конец света близок, рынок всего за два года восстановился»<sup>248</sup>.

Рынок «мусорных» облигаций вырос с 6,6 млрд долларов в 1970 г., когда о нём ещё мало кто знал, до 14,9 млрд в 1980 г., 181 млрд в конце 1990 г. и 235 млрд в 1994 году<sup>249</sup>.

---

<sup>247</sup> Впрочем, во второй половине 1990-х годов он возродился, и к концу десятилетия капитализация этого рынка достигла 140 млрд долларов (Duka J. Democratization of America's Capital Market / J. Duka // Federal Reserve Bank of Dallas / Economic and Financial Review. – 2001. – Second Quarter. – P. 10–19).

<sup>248</sup> Уилсон Р. Корпоративные облигации: структура и анализ / Р. Уилсон, Ф. Фабозци. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – С. 229.

<sup>249</sup> В 1990-е годы одной из ведущих компаний, занимавшихся «мусорными» облигациями, стал инвестиционный банк Donaldson, Lufkin & Jenrette (DLJ), основанный в 1959 году. К 1997 году он вышел на первое место по объёму

Впрочем, новые выпуски этих облигаций к 1999 году практически прекратились, после чего рынок стал сокращаться.

### *Милкен через 25 лет*

«Майкл Милкен вернулся на Уолл-стрит» – сообщала 9 декабря 2015 г. The New York Times. «Через 25 лет он снова появился в Нью-Йорке на ежегодном приёме в нью-йоркском отеле Hilton», на котором обычно присутствуют «титаны Уолл-стрит». Милкен стал известным в Калифорнии филантропом и основателем Milken Institute, финансируя научные исследования (в том числе и новых методов лечения рака). Дениэл Оч (Daniel S. Och), исполнительный директор хедж-фонда Och-Ziff Capital, произнёс краткую речь, посвящённую Милкену, назвав его «человеком, изменившим медицину»<sup>250</sup>.

Институт Милкена – некоммерческая организация, цель которой – повышение мирового благосостояния «с помощью продвинутых решений, расширяющих доступ к капиталу, создающих новые рабочие места и улучшающих здоровье. Мы делаем это с помощью независимых исследований... и политических инициатив». Девиз института – «Changing the World in Innovative Ways» («Изменяем мир инновационными способами»), а «формула богатства» по Милкену такова: богатство состоит из финансовых технологий, умноженных на сумму человеческого капитала, социального капитала и реальных активов<sup>251</sup>.

В том же самом отеле Beverly Hilton, где Милкен проводил знаменитые «балы хищников», он сейчас организует ежегодные конференции своего института (Milken Institute

---

операций с этими высокодоходными инструментами. «В то время DLJ была самой крутой фирмой на Уолл-стрит, в ней работало намного меньше банкиров, чем в Goldman Sachs, Morgan Stanley или First Boston, но зарплаты, бонусы и прочие прелести были намного больше», – вспоминали её сотрудники Джон Рольф и Питер Трууб. «Это была гламурная фирма, наполненная молодыми и агрессивными банкирами, многие из которых ранее работали в Drexel Burnham Lambert. Это были те люди, кто определял лицо Уолл-стрит в 1980-х годах и кто не утратил дух авантюризма... мастера сделок, и “мусорные” облигации... были их коньком. DLJ был родным домом для высокодоходных облигаций, и их продажи росли как на дрожжах» (Рольф Д. Мартышкин труд. Уолл-стрит изнутри / Д. Рольф, П. Трууб. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – С. 25).

<sup>250</sup> Stevenson A. Michael Milken Returns to Wall Street for UJA-Federation Dinner / A. Stevenson // The New York Times. – 2015. – 8 Dec.

<sup>251</sup> The Milken Institute. – [www.milkeninstitute.org](http://www.milkeninstitute.org).

Global Conference). Они собирают многих из мира финансовой элиты, и там обсуждаются не только проблемы медицинских исследований. В 2015 году среди тем докладов были и замедление экономического роста в Китае, и колебания цен на рынке акций, и проблемы информационной безопасности компаний<sup>252</sup>.

Как часто бывает по прошествии лет, негативное забылось, и сегодня история Майкла Милкена вызывает интерес. Эдвин Кантор (Edwin Kantor), в прошлом один из топ-менеджеров Drexel Burnham Lambert, через пять лет после банкротства компании говорил в интервью «Нью-Йорк Таймс», что «люди стараются не упоминать Drexel в своих резюме», чтобы не дискредитировать себя<sup>253</sup>. Сегодня, когда прошло уже более 25 лет после её банкротства и эмоции успокоились, бывшие сотрудники с гордостью рассказывают о своей работе в Drexel и наоборот подчёркивают это в своих резюме. «Когда во время деловых поездок и встреч я упоминаю о своей работе в Drexel, меня сразу же начинают с интересом расспрашивать о подробностях» – сказал тот же Э. Кантор в 2015 г.<sup>254</sup>

### *Кризис ссудо-сберегательных ассоциаций*

Вскоре после избрания Дж. Буша президентом США разразился кризис ссудо-сберегательных ассоциаций (Savings and Loans Associations, S&L), вызвавший значительный незапланированный отток бюджетных средств. Эти ассоциации начали создаваться после Второй мировой войны для финансирования застройки пригородов и выдачи ипотечных кредитов. По сути, S&L выполняли роль сберегательных банков, отчего их иногда так и называют. Эти ассоциации, как и лоббировавшая их интересы Лига сберегательных институтов США (United States League of Saving Institutions), стали влиятельной политической силой. «Когда дело в конгрессе доходило до сберегательных учреждений,

---

<sup>252</sup> Goldfarb J. The M&A Predators at Michael Milken's Ball / J. Goldfarb // The New York Times. – 2015. – 29 Apr.

<sup>253</sup> Zuckerman L. Nostalgia Rules at Drexel Reunion / L. Zuckerman // The New York Times. – 1995. – 15 Feb.

<sup>254</sup> Alden W. Drexel, 25 Years After Its Collapse, Only Helps a Résumé / W. Alden // The New York Times. – 2015. – 13 Feb.

фактически властью становилась Лига сберегательных институтов США и многие её филиалы»<sup>255</sup>.

Клиенты этих ассоциаций размещали свои капиталы на сберегательных счетах под невысокий процент – 3% годовых, но эти счета были застрахованы государством и считались очень надёжными. Затем ассоциации, накопив капитал, выдавали ипотечные кредиты под 6% годовых сроком на 30 лет. Так они без особых трудов получали свою гарантированную прибыль, и сеть Savings and Loans Associations всё больше разрасталась. В 1987 г. их было 3600, а общая стоимость активов достигла 1,5 трлн долларов.

Ссудо-сберегательные ассоциации уже не раз пережили кризисы различных масштабов, особенно в инфляционное десятилетие 1970-х годов, когда сотни их были закрыты в результате ошибок в планировании и явного мошенничества. В 1980 г. деятельность Savings and Loans Associations активизировалась после принятия закона «О дерегулировании депозитных учреждений и денежно-кредитном контроле»<sup>256</sup> и закона Гарна – Сен-Жермена<sup>257</sup>, после чего регулирование ассоциаций было значительно упрощено и либерализовано.

Закон Гарна – Сен-Жермена, который Рональд Рейган считал первым шагом в комплексной программе финансовой дерегуляции, устранил многие регулирующие ограничения в сфере сбережений и кредитования, дав возможность депозитным учреждениям расширить сферу своей деятельности и заняться инвестициями в корпоративные бумаги, в том числе в «мусорные» облигации. По новым правилам банки и ссудо-сберегательные ассоциации могли конкурировать между собой за привлечение клиентов, назначая более высокие процентные ставки. Ассоциациям, как и банкам, теперь необходимо было самостоятельно искать источники дохода, после чего S&L, кроме ипотечных кредитов, стали заниматься рискованными инвестициями.

Так ссудо-сберегательные ассоциации начали проводить всё более рискованную кредитную политику, поскольку государство продолжало гарантировать их депозиты, т. е. брало риски на себя. Это ещё больше придавало смелости

---

<sup>255</sup> Morgenson G. Citigroup Hires Mr. Inside / G. Morgenson, A. Martin // The New York Times. – 2009. – 10 Oct.

<sup>256</sup> Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act – <https://www.bostonfed.org/about/pubs/deposito.pdf>.

<sup>257</sup> Garn – St. Germain Depository Institutions Act. – <https://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/8000-4100.html>.



Savings and Loans Associations, так как и вкладчики, и кредиторы были уверены, что в любом случае расплачиваться будет государство. В начале 1980-х ассоциации выдали большое количество ипотечных займов под фиксированный процент. Затем начала расти инфляция, а вместе с ней и процентные ставки. Это означало, что стоимость привлечения капиталов стала больше, чем доходы от выданных займов. Расходы превышали доходы, и к 1989 году большинство ссудо-сберегательных ассоциаций оказались неплатёжеспособными. Если бы вкладчики захотели забрать свои депозиты, ассоциации не смогли бы с ними расплатиться. Общие потери оценивались в 140 млрд долларов.

При объективной бухгалтерской оценке большинство ссудо-сберегательных ассоциаций оказались бы полными банкротами, но признавать это никто не хотел, так как в таком случае государству пришлось бы их спасать. Поэтому были разработаны хитроумные бухгалтерские уловки, позволяющие ассоциациям существовать и дальше. Однако реальная их стоимость приближалась к нулевой, и приобрести их можно было очень дёшево. Это стало поводом для многочисленных злоупотреблений, так как через ассоциации вне зависимости от их реальной стоимости можно было покупать и продавать рискованные высокодоходные бумаги – крупные пакеты junk bonds или ипотечных бумаг.

Особенно широко использовал ссудо-сберегательные ассоциации Майкл Милкен, продавая им крупные пакеты «мусорных» облигаций и быстро получая капитал, необходимый ему для недружественных поглощений. До начала бума поглощений в 1980-е годы считалось, что недружественные поглощения невыгодны. Когда начинался процесс поглощения, недооценённые бумаги поглощаемой компании росли в цене, и к моменту покупки контрольного пакета акций на них уже трудно было получить заметную прибыль. Милкен с помощью ссудо-сберегательных ассоциаций нашёл способ решить эту проблему, очень быстро собирая необходимый капитал и стремительно проводя поглощение. В качестве поощрения владельцы ссудо-сберегательных ассоциаций получали от Милкена опционы или варранты на право покупать акции поглощаемой фирмы по указанной цене.

Во многом кризис ссудо-сберегательных ассоциаций стал следствием краха рынка junk bonds, когда был объявлен дефолт по «мусорным» облигациям на сумму 40 млрд долларов. Портфели ассоциаций были переполнены junk bonds,

продать которые оказалось почти невозможно. Рынок этих облигаций и до того был фрагментированным и трудно прогнозируемым, а после событий 1987 года положение дел стало ещё хуже – цены на «мусорные» облигации оказались весьма нестабильными. А по новым правилам бухгалтерской отчётности ссудо-сберегательные ассоциации должны были учитывать свои junk bonds по рыночной цене, которая оказалась намного ниже номинала.

Так большинство «мусорных» облигаций скопилось в портфелях ссудо-сберегательных ассоциаций. После кризиса 1987 года оказалось, что «мусорные» облигации стали самым настоящим балластом – а их было выпущено на 200 млрд долларов. Вначале во всех бедах обвиняли эти инструменты с повышенным риском. Но потом выяснилось, что и управляющие ссудо-сберегательных ассоциаций часто использовали капиталы вкладчиков для своих личных целей, расходуя их на роскошные офисы, дорогие машины и т. п.

Одна из наиболее известных историй мошенничества среди руководителей ссудо-сберегательных ассоциаций была связана с именем Чарльза Китинга, учредившего Lincoln Savings & Loan. Его сотрудники продавали «мусорные» облигации доверчивым индивидуальным инвесторам, внушая им, что эти бумаги настолько же надёжны, как государственные облигации и депозитные вклады. Неопытных вкладчиков уговаривали снимать свои деньги с застрахованных сберегательных счетов, чтобы инвестировать их в сомнительные предприятия, бывшие под контролем Китинга. После краха Lincoln Savings & Loan одни только убытки по облигациям составили 250 млн долларов, а общая стоимость всех убытков достигла 3,4 млрд долларов. Когда началось расследование, всплыли факты участия не только Китинга, но и других управляющих ассоциаций в финансировании избирательных кампаний сенаторов (в том числе известного сегодня политика Джона Маккейна), что вызвало в 1990 г. политический скандал в Вашингтоне.

В результате накопившихся проблем ссудо-сберегательных ассоциаций с 1985 по 1992 г. около 2000 из них обанкротилось. За один только 1989 год, наиболее богатый на банкротства ассоциаций, прекратило существование 534 S&L (хотя в 1970-е годы за десять лет обанкротилось только 79 ассоциаций). В мошенничестве были обвинены более тысячи человек, а общие расходы государства, связанные с кризисом ссудо-сберегательных ассоциаций, достигли 54 млрд долларов.

Кризис ссудо-сберегательных ассоциаций мог создать проблемы для всей финансовой системы, не говоря уже о падении цен на недвижимость (с конца 1989 г. по начало 1993 г. – на 13%), а вслед за этим и спад в строительной отрасли. В середине 1989 г. Конгресс утвердил закон о реформе финансовых институтов (Financial Institutions Reconstruction, Recovery and Enforcement Act). После принятия закона была создана Трстовая корпорация по разрешению кризиса (Resolution Trust Corporation). Председателем наблюдательного совета корпорации был министр финансов Брейди, в состав совета входили министр жилищного строительства Джек Кемп, известный девелопер Роберт Ларсон и бывший управляющий ФРС Филипп Джексон.

Началось вливание капиталов в ссудо-сберегательные ассоциации. Корпорация брала у банков займы под обеспечение облигаций Казначейства США и выкупала у ссудо-сберегательных ассоциаций проблемные бумаги, обменивая их на свои собственные облигации. Они имели хороший спрос за счёт того, что были обеспечены казначейскими облигациями. Однако у самой корпорации стало быстро накапливаться огромное количество неликвидной недвижимости – недостроенные жилые дома, офисные здания, торговые центры и т. п. Чтобы решить эту проблему, накопившуюся недвижимость решили продавать с аукциона лотами стоимостью по 1 млрд долларов. Потенциальными покупателями были различные спекулятивные фонды и фирмы, занимавшиеся низколиквидной недвижимостью. После аукционных торгов первый лот был продан по убыточной для корпорации цене 500 млн долларов, но сам факт покупки привлёк внимание других инвесторов, цены на другие лоты сразу подскочили и через несколько месяцев все активы корпорации, казавшиеся безнадёжным балластом, были успешно проданы.

Корпорацию распустили в 1995 г. как выполнившую свою задачу. К тому времени было ликвидировано 744 ссудо-сберегательные ассоциации – более 25%. Первоначально на помощь ссудо-сберегательным ассоциациям хотели потратить 50 млрд долларов, однако через полгода было израсходовано 300 млрд, и это ещё был не конец. Но после продажи неликвидных активов итоговые расходы на помощь ссудо-сберегательным ассоциациям уменьшились до 87 млрд долларов. В конце концов, кризис утратил свою остроту. Многие клиенты ушли от ссудо-сберегательных ассо-

циаций, а пережившие кризис ассоциации начали преобразовываться в коммерческие банки.

Однако и у коммерческих банков в начале 1990-х наступили нелёгкие времена. Сотни мелких банков разорились, трудности ощущались даже у крупнейших Citibank и Chase Manhattan. Основной проблемой стало увлечение в середине 1980-х спекулятивными кредитами, выданными в том числе некоторым латиноамериканским странам, которые, судя по всему, не собирались отдавать долги. Чтобы отыграть и компенсировать убытки, коммерческие банки занялись ещё более рискованным кредитованием сферы недвижимости. После кризиса 1987 г., отразившегося и на этом рынке, стало труднее оценить изменившуюся реальную стоимость объектов недвижимости, бывших обеспечением по ипотечным кредитам. В обстановке общей неуверенности коммерческие банки стали отказывать своим клиентам в выдаче кредитов, и для многих мелких и средних промышленных и торговых компаний получение банковского кредита неожиданно превратилось в проблему.

### ***Рынок ипотечных ценных бумаг***

#### *Ипотечные закладные (home mortgage)*

Идея дать миллионам граждан США возможность владеть собственным домом возникла ещё в 1930-е годы, во времена Франклина Рузвельта. Тогда же стала распространяться практика использования ипотечных кредитов. Первая ассоциация ипотечного кредитования – Federal National Mortgage Association (её обычно называют в Америке Fannie Mae) – была основана по решению Конгресса в 1938 г., но известность приобрела с 1948 года, когда она стала участником программы помощи ветеранам войны в приобретении жилья на льготных условиях. В 1968 году была начата программа, обещавшая за десять лет построить дома для 26 млн семей. Этой амбициозной цели, по словам президента Джонсона, было трудно достичь «без правильного сочетания фискальной и монетарной политики»<sup>258</sup>. Благодаря государственным гарантиям этот рынок стал быстро расти. В 1968 г. Fannie Mae разделилась на государственную национальную

---

<sup>258</sup> Johnson L. The Vantage Point: Perspectives of the Presidency, 1963–1969 / L. Johnson. – N. Y.: Holt, Rinehart & Winston, 1971. – P. 331.

ассоциацию ипотечного кредитования (Government National Mortgage Association, Ginnie Mae) и частную компанию Fannie Mae<sup>259</sup>.

Кроме Fannie Mae и Ginnie Mae, в 1970-е годы ипотечные кредиты часто выдавались ссудо-сберегательными ассоциациями, имевшими ряд льгот со стороны государства (прежде всего налоговых), уменьшавших общую стоимость такого займа. Ипотечный бизнес этих ассоциаций был прост, но приносил большие доходы – при поддержке государства они брали крупные кредиты под 3%, чтобы потом выдавать индивидуальным клиентам ипотечные кредиты под 6% годовых. Сама идея дать возможность гражданам США приобрести собственный дом была настолько важной для общества, что всесторонняя поддержка ссудо-сберегательным ассоциациям была обеспечена. Сумма выданных ими ипотечных кредитов выросла с 55 млрд долларов в 1950 г. до 700 млрд в 1976 г. и 1,2 трлн в 1980 г.

В 1970-е годы, время нестабильного рынка акций, инвесторы стали вкладывать капиталы в недвижимость, справедливо считая, что этот надёжный и безотказный рынок их не подведёт<sup>260</sup>. К тому же, собственный дом с зеленой лужайкой перед ним был важной частью американской мечты вместе с хорошей работой, семьей и машиной. Наличие жилой недвижимости стало основой «демократии домовладельцев», столь значимой для англо-американского мира, где более 69% граждан владеют своим домом<sup>261</sup>.

На фоне бума жилищного строительства рынок ипотечных закладных (home mortgage)<sup>262</sup> до конца 1970-х был стабильным и постоянно расширялся, несмотря на повышение процентных ставок. В середине 1980 года рынок ипотечных закладных рос быстрее всех остальных, принося

---

<sup>259</sup> В 1970 г. появился еще один участник этого рынка – Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита (Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mac).

<sup>260</sup> С 1975 по 2006 г. цены на дома выросли в 10–15 раз, и тот, кто вложил свои сбережения в недвижимость в 1970-е годы, сделал правильный выбор.

<sup>261</sup> В 1920-е годы в США в собственных домах жило около 40% населения. Общий объём долгов по ипотечным займам с 1959 по 2006 г. вырос в 75 раз, с 38% до 99% ВВП (Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. – М.: Астрель, 2010. – С. 254).

<sup>262</sup> Закладная (home mortgage) – именная ценная бумага, выдаваемая банком или другой финансовой организацией при предоставлении ипотечного кредита на приобретение жилой недвижимости. Кроме поэтапного возвращения основного долга, владелец купленной в кредит недвижимости платит по закладной процент (фиксированный или плавающий). При этом сама приобретённая недвижимость становится залогом для получения кредита.

наибольшие прибыли – его объём вскоре начал превосходить объём рынка акций и он стал крупнейшим. Однако споры между Конгрессом и лоббистами, защищающими интересы ссудо-сберегательных ассоциаций, привели во время правления администрации Рейгана к их дерегулированию, что вызвало волну мошенничеств и сомнительных займов. Позже Конгресс признал свою ошибку и разрешил оздоровление этих учреждений, на что пришлось потратить 500 млрд долларов.

### *Mortgage backed securities*

Основная проблема ипотечных закладных была в том, что эти именные ценные бумаги сами по себе были непригодны для биржевой игры и спекуляций. Решение предложил в 1968 г. Уильям Мартин, в то время председатель ФРС. Он считал, что необходимо дать возможность Федеральной национальной ипотечной ассоциации (Fannie Mae) объединять закладные в пулы – иными словами, в пакеты. В этом случае можно было выпускать облигации, обеспеченные этими пакетами, и проводить с ними все операции, обычные на облигационном рынке. Закладные Fannie Mae не имели государственных гарантий, поэтому их разделили на четыре группы (A, B, C, D) по степени надежности. В 1968 году такую практику стала использовать и Государственная национальная ипотечная ассоциация (GNMA, Ginnie Mae). Она гарантировала погашение ипотечных закладных, что уже само по себе повышало их кредитоспособность до уровня государственных облигаций.

Ипотечные облигации, выпускавшиеся на основе объединённых в пулы закладных, получили название mortgage backed securities (MBS) – ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами. Выпуск ипотечных облигаций Fannie Mae вырос с 6,5 млрд долларов в 1968 г. до более 14 млрд в 1970 г. Но ещё быстрее увеличивалась масса облигаций Ginnie Mae, рассчитанных на небогатых клиентов типа бывших военных. В 1970 г. эта ассоциация выпустила свои ипотечные облигации на 475 млн долларов, а к 1979 г. этих бумаг было выпущено уже на 90 млрд долларов<sup>263</sup>. Появление

---

<sup>263</sup> Geisst C. Visionary Capitalism. Financial Markets and the American Dream in the Twentieth Century / C. Geisst. – N. Y.: Praeger, 1990. – P. 92. К середине 1990-х годов MBS превратились в США в один из крупнейших сегментов

ние MBS оказало гораздо большее влияние на облигационный рынок<sup>264</sup>, чем junk bonds Майкла Милкена. Ведь именно манипуляции с MBS вызвали обвал рынка в 2007–2009 гг., а не «мусорные облигации».

### *Секьюритизация активов*

В США одним из важнейших условий быстрого развития секьюритизации активов (в основном, ипотечных) стала заявленная на уровне правительства цель создания благоприятных условий для развития жилищного рынка. Были установлены чёткие стандарты, что обеспечило однородность ипотечных активов и легкую возможность объединения их в пулы. Операции по секьюритизации ипотечных активов начались в 1971 году, однако количество инвесторов, покупавших первые MBS, оказалось небольшим – бумаги с ежемесячными выплатами и погашением через 30 лет заинтересовали немногих<sup>265</sup>. И хотя об этих операциях мало кто знал за пределами Fannie Mae и Ginnie Mae, был создан прецедент трансформации неликвидных активов в высоколиквидные обрабатываемые ценные бумаги<sup>266</sup>.

Интерес к секьюритизации стал расти в 1980-е годы, когда всеобщим лозунгом финансовых рынков стало замещение традиционного банковского кредитования финанси-

---

рынка инструментов с фиксированной доходностью, уступая только государственным облигациям. При общем объёме этого рынка 5,1 трлн долларов, государственные ценные бумаги составляли 40%, MBS – 32%, ABS – 2%, корпоративные облигации – 15%, другие инструменты – 11%. В 1996 году 50–60% всех ипотечных кредитов в США были в секьюритизированной форме (Бэр Х. Секьюритизация активов / Х. Бэр. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С. 411).

<sup>264</sup> В 1985 г. MBS было выпущено на 372 млрд долларов, государственных облигаций казначейства – на 1438 млрд. Уже в 2000 г. объём выпуска MBS (3565 млрд) превысил объём облигаций казначейства (2952 млрд), а в 2009 г. составил 9788 млрд долларов (облигаций казначейства – 7605 млрд) (Инновации на финансовых рынках / Н. И. Берзон и др. – М.: Изд. Высшей школы экономики, 2013. – С. 33).

<sup>265</sup> Активность рынка секьюритизированных инструментов выросла после появления CDO в 1983 году, когда денежные потоки были распределены между различными траншами ценных бумаг, из которых каждая группа инвесторов могла выбрать наиболее удобные для себя.

<sup>266</sup> Вероятно, первым назвал это секьюритизацией активов (asset securitization) Льюис Раньери из Salomon Brothers в своём интервью 1977 года, данном Анн Монро, корреспонденту Wall Street Journal (Kendall A. A Primer on Securitization / L. Kendall, M. Fishman. – Cambridge (MA): MIT Press, 2000. – P. 31).

рованием с помощью выпуска ценных бумаг. Банки начали утрачивать значение главного финансового посредника, все заговорили о «дезинтермедиации» (desintermediation), а евробонды и другие бумаги пришли на смену синдицированным кредитам. Тогда же стала распространяться и секьюритизация активов<sup>267</sup> – инновационный механизм финансирования, способный превращать в ценные бумаги всевозможные долговые обязательства. Чаще всего это были ипотечные кредиты<sup>268</sup>.

С 1980 по 1986 г. общемировой объём кредитов снизился с 80 до 52 млрд долларов, а объём мирового рынка ценных бумаг вырос с 39 до 239 млрд долларов. Общая сумма эмиссий быстро превысила сумму выданных кредитов. Рост на 600% за шесть лет был беспрецедентным и отражал распространение секьюритизации активов<sup>269</sup>. Секьюритизация активов затронула страны с разными моделями финансовых рынков. В странах с англо-американской моделью, ориентированной на финансирование через рынок ценных бумаг, она началась в 1970-е годы. А в странах континентальной Европы, где преобладала банковская модель финансирования, секьюритизация активов стала распространяться не раньше 1980-х годов.

В США первыми стали использовать секьюритизацию активов Федеральная национальная ипотечная ассоциация (FNMA, Fannie Mae) и Государственная национальная ипо-

---

<sup>267</sup> В США в 1970 году в финансировании компаний 58% составляли банковские кредиты и 42% – секьюритизированные активы, на основе которых выпускались облигации. В 2009 г. доля банковских кредитов сократилась до 36%, а секьюритизированных активов выросла до 64%. Во Франции доля банковских кредитов с 1981 по 2009 г. сократилась с 55 до 20%, секьюритизированных активов выросла с 45 до 80%. В Англии только с 1980 по 1990 г. доля секьюритизированных активов выросла с 56 до 73% (Инновации на финансовых рынках / Н. И. Берзон и др. – М.: Изд. Высшей школы экономики, 2013. – С. 20).

<sup>268</sup> При секьюритизации активов они списываются с баланса предприятия и передаются специально созданному финансовому посреднику (special purpose vehicle), а затем рефинансируются с помощью выпуска обеспеченных активами ценных бумаг (asset backed securities, ABS). Разновидностью ABS являются MBS (mortgage backed securities). В 1996 г. в США объём рынка ABS составлял 2,5 трлн долларов, в Европе – 90 млрд. К концу 2003 г. объём американского рынка ABS достиг 7 трлн долларов, из них 5,3 трлн приходилось на секьюритизированные ипотечные активы – MBS (Бэр Х. Секьюритизация активов / Х. Бэр. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С. 4).

<sup>269</sup> В 1990-е годы объём финансирования, полученного через рынки ценных бумаг, составлял около 75%, а с помощью банковских кредитов – 25% (Бэр Х. Секьюритизация активов / Х. Бэр. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С. 68, 72).



течная ассоциация (GNMA, Ginnie Mae). FNMA выкупала у других финансовых организаций гарантированные ипотечные кредиты, повышая таким образом общую их ликвидность, и продавала их, когда на рынке появлялись свободные капиталы. Приобретение кредитов финансировалось с помощью выпуска обычных долговых бумаг, чем обеспечивалась стандартизация рынка ипотечных кредитов. Затем FNMA стала принимать участие в секьюритизации ипотечных активов, проводившихся различными финансовыми компаниями. При этом покупались пулы ипотечных кредитов, а FNMA выполняла роль посредника, выпускавшего новые ценные бумаги (mortgage backed securities, MBS) и выплачивавшего проценты по ним. Однако вся эта деятельность касалась только ипотечных кредитов, имеющих государственные гарантии, хотя негарантированных кредитов было гораздо больше.

Вторичный рынок ипотечных бумаг стал быстро развиваться после того, как в 1968 году из FNMA было выделено новое агентство GNMA, имевшее право приобретать негарантированные ипотечные кредиты, выданные ссудосберегательными ассоциациями. Выпуская ипотечные ценные бумаги MBS, агентство GNMA обеспечивало их государственной гарантией, распространявшейся на выплату основного долга и процентов.

До распространения секьюритизации активов банки либо оставляли у себя ипотечные закладные по выданным кредитам, либо продавали их Fannie Mae и Ginnie Mae, специализировавшимся на таких бумагах. Объединяя закладные в пулы и выпуская обеспеченные этими пулами ипотечные облигации, Fannie Mae и Ginnie Mae стимулировали банки выдавать ещё больше ипотечных кредитов. Благодаря тому, что каждая облигация MBS выпускалась на основе большого количества закладных, входивших в пул, риски дефолта по тем или иным закладным перераспределялись. Теперь инвесторы, вложившие свои капиталы в MBS, были совладельцами лишь небольшой доли каждого из ипотечных кредитов. Поэтому объявление дефолта по некоторым кредитам не создавало особых проблем для держателя MBS.

Слабая сторона такой схемы секьюритизации закладных была в том, что всякий ипотечный кредит можно было погашать досрочно в любой удобный для заёмщика момент. Это делало ипотечные облигации гораздо менее надёжными, чем государственные или корпоративные, имеющие чётко указанный срок погашения. Если держатель обычных обли-

гаций точно знал, что он сможет получать по ним фиксированный доход 10 или 30 лет, то у держателя ипотечных облигаций такого знания не было. Даже с учётом того, что входящее в пакет большое количество закладных вряд ли будет досрочно погашаться в одно время, облигации с неопределённым сроком погашения всё равно были более рискованными<sup>270</sup>.

В середине 1980-х годов секьюритизация активов была распространена в основном в США<sup>271</sup>. Даже десять лет спустя, во второй половине 1990-х, в Европе она не имела широкого распространения. Популяризация этого механизма на европейских финансовых рынках началась в середине 1980-х годов с Лондона на фоне общей экономической либерализации и отмены государственного регулирования рынков в странах Европы. Секьюритизацию активов, особенно ипотечных кредитов, стимулировали не только финансовые инновации, но и смена политических акцентов – приход к власти Маргарет Тетчер в Англии в 1979 году. Когда новое британское правительство отменило валютное регулирование, английская экономика оказалась открытой влиянию конкуренции, и длительный период протекционизма закончился. Вместе с общей либерализацией экономики это вызвало рост курса британского фунта.

Статус Лондона как глобального финансового центра продолжал расти, особенно после «большого взрыва» 1986 года, когда началась волна финансовых инноваций. Однако, в отличие от США, где возникновение рынка секьюритизации было вызвано экономическими причинами, зарождение европейского рынка секьюритизации активов в Лондоне было связано не столько с реальной экономической потребностью, сколько с активностью филиалов американских

---

<sup>270</sup> Массовое досрочное погашение ипотечных закладных скорее всего могло происходить при падении процентных ставок, когда многие заёмщики начинают рефинансировать свои ипотечные кредиты под более низкий процент. В этом случае держатель ипотечных облигаций MBS получал свои деньги, но при падении процентных ставок деньги не могли приносить тот доход, на который рассчитывал инвестор, покупая ипотечные облигации. Неопределённость доходов по ипотечным бумагам привела к тому, что вскоре Ginnie Mae стала выпускать фьючерсы на доход по mortgage backed securities (Sandor R. Good Derivatives. A Story of Financial and Environmental Innovation / R. Sandor. – N. Y.: John Wiley & Sons, 2012. – P. 90–95, 106–116).

<sup>271</sup> Американский ипотечный рынок с 1950 по 1990 г. вырос с 73,1 млрд долларов до 3,85 трлн долларов, став крупнейшим в мире. Этот рынок и стал основным источником капиталов для секьюритизации активов в США.

банков, продвигавших выгодный для них инновационный метод финансирования. По словам одного из лондонских банкиров, «в те дни любой мог ощутить лихорадку секьюритизации в лондонском Сити. Все старались приготовить к буму секьюритизации активов и откусить кусочек от этого пирога»<sup>272</sup>. Так Лондон стал центром европейской секьюритизации, и через него американские эмитенты предлагали европейским инвесторам ABS и MBS. Первая операция по ипотечной секьюритизации была проведена в Англии в середине 1980-х годов, когда были выпущены UK MBS – британский аналог американских MBS. Впрочем, такой популярности, как в США, они не имели.

Европейский рынок секьюритизированных активов начал реально развиваться лишь в 1990-е годы<sup>273</sup>. О потенциале европейских инвесторов говорил хотя бы уже тот факт, что ВВП Европы в 1993 г. составлял 7,2 трлн долларов и превышал ВВП США – 6,9 трлн долларов. Больше было и население Европы – 377 млн человек (в США – 260 млн). По идее, в Европе мог бы начаться стремительный рост рынка секьюритизированных активов. Крупнейшие банки (и американские, и британские), расположенные в Лондоне (Citibank, Merrill Lynch, Barclays Bank, National Westminster Bank, Deutsche Bank) стали создавать отделы секьюритизации активов, ожидая быстрого роста спроса на новые финансовые инструменты<sup>274</sup>. Но уже в середине 1990-х стало

---

<sup>272</sup> Бэр Х. Секьюритизация активов / Х. Бэр. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С. 425.

<sup>273</sup> К концу 1996 года его объём достиг 90 млрд долларов, и было совершено 230 операций 120 компаниями из 11 стран – Англии, Франции, Испании, Италии, Швеции, Бельгии, Ирландии, Голландии, Германии, Дании, Финляндии.

<sup>274</sup> В 1994 году во Франции были выпущены ABS, обеспеченные поступлениями по кредитным картам, в Италии – поступлениями по торговым контрактам, а инвесторы из Германии начали покупать обеспеченные активами ценные бумаги. В 1996 году в Англии была проведена секьюритизация поступлений по кредитным картам, в Германии – ипотечных кредитов, в Испании, Бельгии, Финляндии, Нидерландах – операции по секьюритизации неипотечных активов. Первая сделка по секьюритизации активов швейцарского предприятия была совершена в Лондоне в 1994 году. Затем секьюритизацией активов стали заниматься швейцарские банки Credit Suisse First Boston, Schweizerischer Bankverein, Schweizerischer Bankgesellschaft, ставшие в Европе первопроходцами. В Германии первые ABS были впервые выпущены в 1996 году компанией Volkswagen при поддержке Deutsche Bank и германского отделения First Boston. Был секьюритизирован пул из 32 тысяч договоров лизинга автомобилей на территории Германии. Учреждённый финансовый посредник (special purpose vehicle) – компания Volkswagen Car Lease № 1 Ltd, выпустила ABS на 500 млн марок

ясно, что европейский рынок секьюритизации активов растёт гораздо медленнее, чем ожидалось. В 1996 году американский рынок MBS, ABS и ABCP (Asset-Backed Commercial Papers) оценивался в 2,5 трлн долларов, а европейский рынок таких же инструментов – всего лишь в 50 млрд (по другим данным – около 90 млрд)<sup>275</sup>.

Основных причин замедленного роста рынка секьюритизированных активов было две. Во-первых, европейские компании обеспечивали свои потребности в финансировании за счёт банковских кредитов – у них, в отличие от американских, не было потребности в поиске альтернативных источников капитала. А во-вторых, во многих странах Европы существовали правовые ограничения для проведения операций по секьюритизации активов<sup>276</sup>.

В Европе не было государственных организаций, подобных американским FNMA или GNMA, поэтому отсутст-

---

(50 тыс. облигаций номиналом 10 тыс. марок) с ежемесячной выплатой прибыли.

<sup>275</sup> Основная часть эмиссии ценных бумаг, выпущенных за счёт секьюритизации активов, произведена в Великобритании (58,1%), на втором месте – Франция (21,3%). Доля других стран была гораздо меньше – 4,6% в Испании, 2,5% в Италии, 2,4% в Швеции, 11,1% в остальных странах. Среди выпущенных бумаг преобладали MBS (46,2%), секьюритизированные поступления по банковским кредитам (15,7%) и по лизингу автомобилей (13,7%) (Бэр Х. Секьюритизация активов / Х. Бэр. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С. 433).

<sup>276</sup> Секьюритизация активов сопровождалась передачей финансовой информации третьим лицам, что противоречило европейскому банковскому законодательству тех лет и, по сути, приравнивалось к разглашению банковской тайны. Поэтому в декабре 1990 года при подготовке к первой в Германии операции по секьюритизации активов банком KKB Bank AG орган банковского надзора BAKred рекомендовал воздерживаться от подобных операций. Свою позицию BAKred изменил только в 1996 году. Правовая неопределённость в отношении европейской секьюритизации в 1990-е была постепенно урегулирована. Во Франции 23 декабря 1988 г. был принят закон №88-1201 Loi Titrisation, разрешавший создание так называемых общих фондов (Fonds Communs de Creances). В Англии в феврале 1989 года, апреле 1992 г. и апреле 1996 г. были приняты директивы Банка Англии, подробно определявшие порядок операций по секьюритизации. Эти документы стали образцом для разработки соответствующих законов в других странах Европы. В июле 1992 года в Испании приняли закон о секьюритизации (Law 19/1992), разрешавший создание ипотечных фондов (Fondos de Titulization Hipotecaria) – финансовых посредников при ипотечной секьюритизации, а специальным постановлением Банка Испании отменили требование об обязательном уведомлении должников при передаче требования по ипотечным кредитам. В Германии федеральный орган банковского надзора BAKred в начале 1997 года принял постановление, разрешившее банкам и другим кредитным организациям проводить операции секьюритизации.

вовал общий стимул ипотечной секьюритизации. Да и сами ипотечные активы были неоднородны по сравнению с американскими. Кроме того, для Европы было характерно недоверие к новым финансовым технологиям – отчасти из-за того, что банки и финансовые организации жёстко регулируются государством. В Англии и Италии, где государство проявило инициативу в развитии рынка секьюритизации, дело пошло быстрее. Но более типичным для европейцев было отношение к секьюритизации активов в Германии или Швеции. Там уже существовал крупный рынок не только государственных облигаций, но и закладных листов Phandbrief. А потому и потребность в секьюритизации ипотечных активов долго вызывала сомнение.

Кроме того, в Европе просто не было достаточного количества инвесторов, представлявших себе как преимущества ABS и MBS, так и связанные с ними риски. В первых европейских операциях премии, выплачиваемые инвесторам с учётом новизны финансового продукта, были столь высоки, что экономически эти операции вообще не были выгодны для эмитента. Поэтому не так много было и желающих организовать подобные сделки. Да и объёмы однородных пулов, пригодных для секьюритизации, часто были недостаточно велики, чтобы появился смысл этим заниматься.

В 2001 году общая стоимость новых эмиссий ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации, достигла 150 млрд евро (149 млрд долларов). По сравнению с рынком США (где одних только MBS было выпущено на 1100 млрд долларов), объём европейского рынка оставался незначительным, хотя он рос в среднем на 61% в год. Больше всего эмиссий было произведено в Англии (35,2% от общего объёма эмиссий в Европе), на второе место вышла Италия (18,7%). В других странах объёмы секьюритизации и выпускаемых новых ценных бумаг были значительно меньше, в том числе во Франции 3,7%, в Германии – 2,9%<sup>277</sup>.

---

<sup>277</sup> В 1998 году в Европе с помощью секьюритизации и выпуска MBS был рефинансирован только 1% всей массы ипотечных кредитов (в Англии, Германии и Нидерландах сумма этих кредитов превышала в то время 50% ВВП), в то время как в США – 50%. В Англии этот показатель был немного выше – 5%, а в остальных странах Европы в подавляющем большинстве случаев источником финансирования ипотечных кредитов оставались обычные депозиты (Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Э. Дэвидсон, Э. Сандерс, Л. Вольф, А. Чинг. – М.: Вершина, 2007. – С. 492–493, 510).

Из инвестиционных банков Salomon Brothers первым проявил интерес к секьюритизации активов и ипотечным облигациям MBS. В сентябре 1977 г. занимавшиеся этими бумагами Боб Далл и Стив Джозеф<sup>278</sup> организовали первую эмиссию ипотечных облигаций, договорившись с Bank of America об использовании хранившихся в банке закладных. Ипотечные облигации они сумели продать институциональным инвесторам (преимущественно страховым компаниям), заинтересовав их высокой прибыльностью. Bank of America вернул свои деньги, а поступающие в банк платежи для погашения закладных передавались теперь инвесторам, купившим ипотечные облигации.

Боб Далл правильно почувствовал в ипотечных облигациях золотую жилу, и он сумел убедить в этом Джона Гутфренда, только что ставшего председателем совета директоров Salomon Brothers. Весной 1978 г. Гутфренд принял решение о создании в банке отдела ипотечных ценных бумаг (Mortgage security department). В первые пару лет своего существования он был убыточным, как и подобные отделы, созданные в то время в других крупнейших компаниях – Merrill Lynch, Goldman Sachs, First Boston. Начались даже разговоры о том, что отдел не оправдал себя и его необходимо ликвидировать.

После того как Пол Волкер решил бороться с инфляцией и в октябре 1979 года повысил процентные ставки, ограничив выдачу кредитов и несколько охладив экономику, ипотечное кредитование затормозилось, а за ним и деятельность ссудо-сберегательных ассоциаций. Чтобы не разрушить окончательно систему ипотечного кредитования, 30 сентября 1981 г. конгресс принял закон о налоговых льготах для ссудо-сберегательных ассоциаций. Этот закон дал возможность ассоциациям продавать свои закладные, что они и стали делать, часто по значительно сниженной цене – до 65% от первоначальной суммы. В октябре 1981 г. начался массовый бум продаж закладных на общую сумму около триллиона долларов. А главным их покупателем был отдел ипотечных бумаг Salomon Brothers. Так толчком для быстрого роста рынка ипотечных облигаций оказался не сам по себе бум ипотечного кредитования или постройка новых домов, а налоговые льготы.

---

<sup>278</sup> Брат Фреда Джозефа, генерального директора Drexel Burnham Lambert.

Решающую роль в успехе нового отдела сыграл приход в него энергичного маклера Льюиса (Леви) Раньери, до того занимавшегося облигациями энергетических компаний. «Мне нужен был хороший сильный маклер. Леви был не вполне то, что я хотел, хотя он и обладал волей и умом, нужными для раскручивания рынка. Он слишком упрям. Если ему было выгодно, он вполне мог скрыть от менеджера убыток в миллион долларов. Он не обращал внимания на моральные соображения... Я никогда не встречал человека, с образованием или без, который бы соображал быстрее. А лучше всего то, что он умел мечтать», – говорил Боб Далл о Раньери<sup>279</sup>.

Раньери был колоритным персонажем – толстым итальянцем, постоянно жуящим пиццу, шумным и временами грубым, любящим всякие приколы. Но именно он собрал вокруг себя такую же колоритную, сплочённую команду, прославившуюся своими невероятными доходами. Говорят, что когда отдел ипотечных бумаг был на подъёме и переживал свой расцвет, он получал за год больший доход, чем вся Уолл-стрит<sup>280</sup>. Бизнес Раньери был, в сущности, не сложен – он выбирал подходящий момент и покупал ипотечные облигации с номиналом 1000 долларов по 600 или около того, потом ждал, когда они поднимутся в цене, и продавал по 700 долларов. Пакеты облигаций были очень большими, соответственно крупной была и его прибыль.

Основными инвесторами, вкладывавшими капиталы в ипотечные облигации, стали всё те же ссудо-сберегательные ассоциации. В принципе они могли бы выбрать для инвестиций высокодоходные «мусорные» облигации, но предпочли им ипотечные бумаги, возможно по той причине, что в основе этих бумаг были хорошо знакомые ассоциациям закладные. Они продавали закладные тем финансовым посредникам, которые могли упаковать их в пулы и выпустить ипотечные облигации, а затем у них же покупали эти бумаги<sup>281</sup>.

Право домовладельцев досрочно погашать закладные усложняло весь финансовый инструмент – ипотечную обли-

---

<sup>279</sup> Льюис М. Покер лжецов / М. Льюис. – С. 61. – [www.booksgid.com](http://www.booksgid.com).

<sup>280</sup> В 1982 г. отдел Раньери имел 150 млн долларов прибыли, в 1983 г. – 200 млн, в 1984 г. – 175 млн, в 1985 г. – 275 млн (Madrick J. Age of Greed. The Triumph of the Finance and the Decline of America. 1970 to the Present / J. Madrick. – N. Y.: Vintage Books, 2012. – P. 358).

<sup>281</sup> С 1977 по 1986 г. запас ипотечных облигаций у ссудо-сберегательных ассоциаций вырос с 12,6 млрд долларов до 150 млрд.

гацию, но в то же время создавало возможность лёгкого и быстрого обогащения. Психология домовладельцев была такова, что они стремились при первой же возможности погасить свои ипотечные кредиты, взятые под 4%, 6% или 8% даже тогда, когда ставка по кредитам была совершенно не выгодна и доходила до 16%. Поэтому и в те годы, когда использование кредитов стало общепринятым, желание любой ценой избавиться от долгов часто перевешивало здравый смысл. Если маклер, занимающийся закладными и ипотечными облигациями, мог правильно предвидеть очередную волну досрочных погашений, он мог купить облигации с большой скидкой (доходившей до 60% номинала) и спустя недолгое время при досрочном погашении получить их номинальную стоимость.

Ещё одним источником лёгкой прибыли на рынке ипотечных облигаций во время его становления была разница цен. Эти бумаги можно было купить в одном городе у ссудосберегательной ассоциации по цене 94% номинала и сразу же перепродать подобной ассоциации в другом городе по 95%. На больших пакетах бумаг прибыль была весьма заметной (а эти операции имели смысл именно с большими пакетами). Когда информации стало больше, совершать такие выгодные операции уже не было возможности. Если ипотечные облигации удавалось купить по 94,5% номинала, то продать их можно было не больше, чем по 94,55%.

В 1984 г. был принят новый закон «О расширении вторичного ипотечного рынка», который помог разработать и провести через конгресс Льюис Раньери. Закон предоставил инвестиционным банкам возможность покупать любые ипотечные закладные, объединять их по своему усмотрению в пулы и выпускать на основании этих пулов mortgage backed securities – ипотечные облигации. После этого в 1985–1987 гг. на рынке ипотечных облигаций начался подъём. Отделы ипотечных бумаг создавались во многих крупных банках и финансовых компаниях, и туда стали переходить маклеры из Salomon Brothers. У них как раз возникли споры об оплате с руководством компании, считавшим, что они слишком много получают по сравнению с другими отделами. Так рассеялась удачная команда, под руководством толстяка Раньери начавшая продвигать этот бизнес в Salomon Brothers, однако центров по работе с ипотечными бумагами стало гораздо больше. Бывшие маклеры Раньери теперь работали на Goldman Sachs, Morgan Stanley, Drexel Burnham, Merrill Lynch, First Boston и другие крупные финансовые компании.



А Salomon Brothers недополучил сотни миллионов долларов прибыли и перестал быть лидером на этом рынке.

### *Появление Collateralized Mortgage Obligation*

Обеспеченные активами ипотечные облигации (Collateralized Mortgage Obligation, CMO) стали наиболее распространённым видом обеспеченных активами ценных бумаг (ABS). Впервые они были выпущены в США Федеральной жилищной ипотечной корпорацией (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC или Freddie Mac) с помощью финансовой компании First Boston Corporation<sup>282</sup>. После разделения эмиссии CMO на несколько траншей стал возможен выпуск ценных бумаг с разными условиями, предназначенных для различных типов инвесторов<sup>283</sup>.

В 1983 году в США была проведена первая операция секьюритизации неипотечных активов, а в 1985 г. производящая компьютеры компания Sperry провела первый публичный выпуск ABS (обеспеченных договорами лизинга компьютерной техники) на 192 млн долларов. В дальнейшем ABS выпускались по различным долговым обязательствам, от автомобильных кредитов до долгов по кредитным картам. Однако ипотечные MBS среди них преобладали.

Вместе с «мусорными» облигациями CMO стали одной из важнейших инноваций 1980-х годов на рынке ценных бумаг. При создании CMO пакеты ипотечных облигаций MBS, у которых не было чётко определённого срока погашения, передавались в доверительное управление трастовой финансовой компании. Траст выплачивал владельцам пакетов облигаций определённый процент прибыли и выдавал им сертификаты, подтверждавшие право собственности на облигации. Эти сертификаты и были CMO – Collateralised Mortgage Obligation.

---

<sup>282</sup> Создание CMO предложил Лоренс Финк (Laurence Fink) из First Boston.

<sup>283</sup> Эмиссия разделялась на несколько траншей (чаще всего четыре) с различными сроками погашения и процентом прибыли чтобы уменьшить риск досрочного погашения ипотечных кредитов. В первый транш входили облигации сроком погашения 2–3 года, во второй 4–7 лет, в третий 8–12 лет, четвёртый 13–20 лет. Краткосрочные облигации первого транша чаще всего покупали банки и ссудо-сберегательные организации. Пенсионные фонды больше интересовались долгосрочными облигациями четвертого транша, а страховые компании обычно покупали CMO второго и третьего траншей.

СМО имели различную стоимость, зависевшую от стоимости бывших в их основе крупных пакетов ипотечных облигаций (обычно на сотни миллионов долларов). Поэтому СМО и были поделены на транши, имевшие различный срок погашения. Так, эмиссия СМО стоимостью 300 млн долларов разделялась на три транша по 100 млн. Владельцы первого транша получали все процентные выплаты по основной сумме СМО (300 млн долларов). Владельцы второго транша начинали получать выплаты только после того, как владельцам первого транша погашались все обязательства, а владельцы третьего транша начинали получать выплаты только после того, как их полностью получали владельцы и первого, и второго траншей. В этом случае срок полного погашения первого транша составлял около пяти лет, второго 7–15 лет, третьего 15–30 лет<sup>284</sup>. Проблема с неопределёнными сроками погашения обычных ипотечных облигаций была решена, и у институциональных инвесторов сразу повысился интерес к рынку ипотечных бумаг. Так СМО полностью трансформировали этот рынок. Лидерами в операциях с ними стали Salomon Brothers, а затем First Boston.

Если до того пенсионные фонды не вкладывали капиталы в сами по себе ипотечные облигации MBS с неопределённым сроком погашения, то СМО вызвали у них интерес, и вскоре пенсионные фонды стали их основным покупателем. К моменту выпуска первых СМО пенсионные фонды в США владели активами на 600 млрд долларов, и в составе этих активов совершенно не было ипотечных бумаг. А уже через три года, в середине 1986 г., пенсионные фонды владели СМО на 30 млрд долларов, и эта часть их активов быстро росла. Всё больше вкладывали капиталы в СМО и другие инвесторы, раньше не покупавшие ипотечные бумаги и считавшие их более рискованными, чем традиционные государственные и корпоративные облигации. С середины 1983 г., когда появились первые СМО, до конца 1987 г. американские инвестиционные банки продали их на 60 млрд долларов. А после того, как лондонский филиал Salomon Brothers успешно продал иностранным банкам СМО на 2 млрд долларов, ими заинтересовались и другие иностранные инвесторы.

Эмитенты СМО начали экспериментировать с ними, выпуская эти бумаги не только с тремя, но с пятью и деся-

---

<sup>284</sup> Madrick J. Age of Greed. The Triumph of the Finance and the Decline of America / J. Madrick. – N. Y.: Vintage Books, 2012. – P. 359.

тью траншами. Наиболее интересным экспериментом стало разделение СМО на платежи по основной сумме кредита (Principal only, PO) и проценты по кредиту (Interest only, IO). Инвесторы могли покупать три различных инструмента – право на получение основной суммы кредита при его погашении, право на получение процента по нему (обычно около 8%) либо право и на то, и на другое.

Обычно такие операции проводились с крупными пакетами ипотечных бумаг, где даже процентные платежи составляли сотни миллионов долларов. Так процентные платежи по пакету ипотечных бумаг поступали одному инвестору, а выплаты по основной сумме кредита – к другому. К первоначальным залоговым всё это уже не имело отношения, и домовладельцы, взявшие ипотечные кредиты, ничего не знали (да и не должны были знать) о таких операциях.

По мере усиления конкуренции на рынке ипотечных бумаг постоянно появлялись новые и новые инструменты, в которых не сразу могли разобраться даже работавшие на этом рынке маклеры. Специалистов по ипотечным бумагам было ещё мало, и какой-нибудь вчера никому не известный трейдер завтра запросто мог оказаться среди сотрудников отдела ипотечных бумаг одного из крупнейших инвестиционных банков.

Общий объём выпущенных ипотечных бумаг вырос с 11 млрд долларов в 1984 г. до более чем 200 млрд в 1994 г. и почти 3 трлн долларов в 2007 г.<sup>285</sup> После такого успеха ипотечной секьюритизации, банки начали экспериментировать с другими видами секьюритизации, выпуская ценные бумаги, обеспеченные долгами по кредитным картам, кредитами для студентов и т. п.

---

<sup>285</sup> Джонсон С. 13 банков, которые правят миром. В плену Уолл-стрит и в ожидании следующего финансового краха / С. Джонсон, А. Квав. – М.: Карьера-Пресс, 2013. – Р. 101.

## ***Биржи и мировые центры операций с ценными бумагами***

*«Большой взрыв» 1986 года на Лондонской бирже*

В 1980-е годы рынок евробондов, центром которого был Лондон, стал в наибольшей мере международным, притягивая к себе капиталы со всего мира. В Лондон устремились финансовые потоки с Ближнего и Среднего Востока из-за отсутствия там развитых финансовых центров, которые могли бы обеспечивать операции с ценными бумагами. А японские капиталы перетекали на лондонский рынок евробондов из-за существовавших в Японии многочисленных ограничений в международных финансовых операциях. Даже после начала либерализации внутренних рынков облигаций и уменьшения налогов на операции с ними (в Германии и США – в 1984 г.), рынок евробондов оставался привлекательным и для инвесторов из стран с развитыми рынками ценных бумаг – США, Великобритании, Германии, Франции и Японии, не говоря уже о странах с менее развитыми рынками, таких как Швеция или Дания<sup>286</sup>.

Финансовая инфраструктура Лондона, оказавшегося в центре нового облигационного рынка, к тому времени значительно усложнилась. В конце 1980-х годов в Лондоне были отделения более 500 иностранных банков, финансовых компаний и брокерских фирм, в том числе таких гигантов как американские Merrill Lynch и Goldman Sachs, японской компании Nomura, а также филиалы основных страховых компаний, пенсионных и взаимных фондов. В Лондоне легко можно было получить любые финансовые услуги, поэтому он стал центром притяжения не только для рынка евробондов, но и для мирового рынка капиталов. Впрочем, в Нью-Йорке и Токио концентрация финансовых услуг была не намного меньше. По мере общей либерализации рынков и развития новых электронных средств коммуникации в середине 1980-х годов активизировался обмен финансовыми потоками между этими финансовыми центрами.

Лондонская биржа (особенно если вспомнить её типично британскую консервативность) уже не могла оста-

---

<sup>286</sup> В 1980-е годы рынок евробондов быстро рос – от 321 эмиссии на 19,8 млрд долларов в 1980 г. до 1692 эмиссий на сумму 221,7 млрд в 1989 г. Объёмы их оборота на вторичном рынке увеличились с 240 млрд в 1980 г. до 8833 млрд в 1991 г. (Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 274).

ваться монополистом на внутреннем рынке, навязывая свои собственные правила его участникам. Толчком к изменению стало принятое правительством в 1983 г. решение отменить многие ограничения на свободное движение капиталов, но при условии, что биржа откажется от фиксированных комиссионных при сделках (в Нью-Йорке это было сделано ещё в 1975 г.). Новые правила начали действовать в октябре 1986 г. и привели к взрывообразному расширению рынка, названному Big Bang – «Большой взрыв»<sup>287</sup>.

События в Лондоне в 1986 г. имели гораздо большее значение, чем на Нью-Йоркской бирже в 1975 г. Там это была всего лишь отмена фиксированных комиссионных, коснувшаяся преимущественно внутреннего рынка ценных бумаг и снизившая его прибыльность, и без того не самую высокую в середине 1970-х годов. На Лондонской бирже положение дел в 1986 г. было иным, и отмена фиксированных комиссионных стала лишь поводом для снятия многочисленных ограничений на рынке ценных бумаг и новых отношений между биржей и правительством. Банк Англии, представлявший в данном случае интересы правительства, регулировал внутренний рынок ценных бумаг через Лондонскую биржу, поэтому именно от него исходили многочисленные ограничения. Из-за этого сам рынок ценных бумаг стал чрезмерно регулируемым, а возможности банков участвовать в деятельности рынка сузились.

Кроме того, в 1986 г. в Англии появился аналог американской Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC) – Управление по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investment Board, SIB). Новая организация начала работу после принятия 7 ноября 1986 г. закона о финансовых услугах (Financial Services Act 1986). Закон стал попыткой сделать рынок ценных бумаг ещё более регулируемым, утвердив монополию Лондонской биржи на операции с любыми ценными бумагами. Но сделать это так и не удалось из-за масштаба рынка евробондов. К тому времени объём операций на этом рынке достиг 20–30% операций Лондонской биржи. Рынок контролировали 120 европейских банков и американские брокеры, и понятно, что им не нравилась монополия Лондонской биржи.

---

<sup>287</sup> Игра слов в этом названии связана с тем, что в космологии так называют бывший много миллиардов лет назад первичный взрыв, когда возникла Вселенная, расширяющаяся с тех пор.

События в Лондоне в 1986 г. принципиально отличались от изменений на Нью-Йоркской бирже в 1975 г. не только в том, что касалось отношений с правительством. На британском рынке ценных бумаг не было чёткого разграничения между банковским и брокерским бизнесом, как не было и огромных брокерских компаний типа американской Merrill Lynch с активами 1,3 млрд долларов в 1983 г. Активы одной из самых больших лондонских брокерских фирм, Hoare Govett, составляли всего 30 млн фунтов, а основной дилерской фирмы Akroyd and Smithers не превышали 40 млн фунтов<sup>288</sup>.

В середине 1980-х, когда крупнейшими участниками рынка ценных бумаг стали институциональные инвесторы, а новые компьютеризированные системы передачи финансовой информации обеспечили принципиально новый уровень связи между различными рынками, попытки Лондонской биржи быть монополистом выглядели совершенно нереалистично. Если биржа хотела сохранить своё влияние, ей необходимы были гораздо более радикальные реформы, чем просто отмена фиксированных комиссионных. В ином случае биржа уже не смогла бы вообще контролировать рынок евробондов, и управление им фактически перешло бы к американским брокерским компаниям (таким как Goldman Sachs и Merrill Lynch, а также крупнейшим европейским банкам – Deutsche Bank и Societe Generale). Поэтому при реформировании Лондонской биржи пришлось не только отменить фиксированные комиссионные, но и предоставить иностранным участникам право быть членами биржи. Немалую роль во всех этих инновациях сыграла позиция Маргарет Тетчер, считавшей, что у финансового бизнеса в Англии не должно быть никаких (или почти никаких) ограничений.

Инициаторы реформирования Лондонской биржи не хотели копировать систему торгов, сложившуюся на Нью-Йоркской бирже. К середине 1980-х годов уже стало ясно, что эта система оказалась не самой эффективной, и значение Нью-Йоркской биржи стало уменьшаться (около 40% операций проводилось с помощью быстро расширявшихся компьютеризированных торговых систем, таких как NASDAQ). Поэтому «Большой взрыв» на Лондонской бирже стал следствием не только либерализации и отмены многих регулятивных ограничений, но и внедрения новых электронных

---

<sup>288</sup> Michie R. The London Stock Exchange. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 1999. – P. 559.

торговых систем. Путь к этому был долгим и сложным – с 1983 г. продвигалось девять параллельных ИТ-проектов по созданию английской биржевой торговой системы. Биржа потратила на это 80 млн фунтов, но созданная система Taurus оказалась неудачной, и в 1993 году от неё пришлось отказаться. На смену ей пришла система SEAQ (Stock Exchange Automatic Quotation System), действующая и сегодня.

Что же касается предоставления иностранным компаниям права быть членом биржи, то это был удачный ход, сделавший Лондонскую биржу привлекательной для крупных участников финансового рынка (Merrill Lynch и японский банк Nomura первыми стали членами Лондонской биржи ещё в марте 1986 г.). В 1989 г. на бирже был 391 корпоративный участник, из них 248 были британскими, остальные – иностранными (52 из США, 17 из Франции и 14 из Японии). Так Лондон вновь, как и в XIX веке, стал одним из основных международных финансовых центров.

«Большой взрыв» в октябре 1986 г. создал новый рынок ценных бумаг, на котором доминировали крупнейшие банки и брокерские компании из всех стран мира – рынок, свободный от большинства существовавших ранее ограничений. На нём легко было заключать любые сделки по телефону, получая при этом новейшую информацию о ценах на бумаги. Лондонской бирже удалось сохранить своё влияние на этом рынке и она стала привлекательной для новых высокотехнологичных компаний (в сентябре 1986 г. на бирже котируются бумаги 508 компаний на общую сумму 1 млрд фунтов)<sup>289</sup>.

Тем временем, благодаря программе реприватизации крупных государственных промышленных предприятий, значительно увеличилось количество британских индивидуальных инвесторов, вкладывавших свои капиталы в ценные бумаги – с 3 млн в 1980 г. до 5 млн в 1986 г. и 11 млн в 1991 г. Влияние институциональных инвесторов (особенно пенсионных фондов) также росло – в 1981 г. они владели 71,8% всех акций, обращавшихся на рынке, а в 1989 г. – 78,7%<sup>290</sup>.

---

<sup>289</sup> Lonsdale C. The UK Equity Gap: The Failure of the Government Policy Since 1945 / C. Lonsdale. – Aldershot: Farnham (UK), 1997. – 124, 129, 144.

<sup>290</sup> Количество лондонских отделений иностранных компаний, занимающихся ценными бумагами, с 1980 по 1989 г. выросло со 104 до 158 (американских – с 43 до 55; японских – с 21 до 42; европейских – с 13 до 24). К 1990 г. на лондонском рынке обращались иностранные акции на общую сумму 1,3 трлн фунтов (по их рыночной курсовой стоимости) – 61% от

Всё это, вместе со снижением комиссионных (к февралю 1987 г. они уменьшились на 50%), активизировало лондонский рынок, и он привлёк к себе большое количество иностранных бумаг (не только евробондов, но и акций). С 1979 по 1989 г. общемировой объём международных операций с ценными бумагами вырос с 73,1 млрд долларов до 1,6 трлн долларов. Около 60% этих операций проходили теперь через Лондон, где рынок ценных бумаг приобрёл действительно глобальные масштабы<sup>291</sup>.

Лондонская биржа вместе с рынком евробондов притягивала к себе инвесторов из всех стран континентальной Европы, и отчасти поэтому на биржах этих стран в 1980-е годы не происходило каких-либо радикальных изменений. Когда крупным немецким инвесторам, таким как Siemens или Deutsche Bank, необходимо было разместить свои ценные бумаги, они обращались на Лондонскую биржу. Это было и проще, и быстрее, и дешевле, чем пытаться реформировать свои собственные биржи. Так же поступали и французские инвесторы. Хотя электронные системы начали внедряться на Парижской бирже с 1986 г. (на Амстердамской – с 1988 г.), а с 1989 г. в Германии начала использоваться своя собственная электронная система торгов IBIS, эти инновации больше касались финансовой информации, а на самих биржевых торгах в странах континентальной Европы реформ, по сути, не было.

### *Нью-Йоркская биржа в 1980-е годы*

В отличие от Лондонской биржи с её «Большим взрывом», на Нью-Йоркской бирже (New York Stock Exchange, NYSE) в 1980-е годы не было каких-то радикальных инноваций, а изменения были, скорее, количественными. Продажи ценных бумаг значительно выросли<sup>292</sup>, однако для новых

---

стоимости всех ценных бумаг на этом рынке. Годовой оборот иностранных акций достигал в это время 40 млрд фунтов (около 30% общего оборота ценных бумаг в Великобритании). Среди них преобладали французские, шведские и японские бумаги. Облигации (и государственные, и корпоративные) распространялись обычно иными путями, через банки и брокерские компании (Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 279).

<sup>291</sup> Объём операций Лондонской биржи в 1980-е годы возрос в 17 раз, Токийской – в 9 раз, Нью-Йоркской – в 4 раза.

<sup>292</sup> Со 108 млрд долларов в 1970 г. до 398 млрд в 1980 г. и 1,6 трлн в 1989 г. Количество наименований торгуемых акций увеличилось с 636 в 1970 г. до



высокотехнологических компаний (в том числе связанных с информационными технологиями, которые определили весь облик постиндустриальной эпохи) Нью-Йоркская биржа не была привлекательной. Все они устремились на биржу NASDAQ, где продажи ценных бумаг выросли с 68,7 млрд долларов в 1980 г. до 431,4 млрд в 1989 г. (с 17% до 27% от объёмов продаж на Нью-Йоркской бирже).

Такая привлекательность NASDAQ объяснялась компьютеризированной (на уровне середины 1980-х) системой торговли, использующей одну из ведущих в то время торговых платформ для операций с акциями – сеть Instinet. Она объединяла около 300 брокеров, работавших с 8000 наименований американских акций.

На Нью-Йоркской бирже доминировали крупнейшие американские инвестиционные банки – Merrill Lynch, Goldman Sachs, Salomon Brothers. Они всё чаще проводили операции для крупных институциональных инвесторов вообще без комиссии, получая прибыль на разнице цен при покупке и продаже.

Основным источником капитала были взаимные фонды, присутствие которых на рынке ценных бумаг значительно возросло в середине 1980-х годов, а также индивидуальные инвесторы – их количество, по приблизительным оценкам, достигло к концу 1980-х годов 50 млн.

Хотя на Нью-Йоркской бирже и не происходило столь радикальных трансформаций, как на Лондонской, она оставалась одним из важнейших глобальных центров операций с ценными бумагами. С этой биржей было связано два крупных рынка ценных бумаг – государственных облигаций США (в то время наиболее ликвидных в мире) и бумаг крупнейших корпораций.

Для новых и быстро растущих компаний, привлекавших инвесторов перспективами своего развития, более привлекательной была биржа NASDAQ. Сочетание этих трёх рынков, каждый из которых был крупнейшим в мире, ставило Нью-Йорк на первое место как центр глобального рынка

---

3030 в 1989 г.; облигаций – со 113 до 1412. По объёмам операций Нью-Йоркская биржа опережала биржу AMEX, на которой объём операций вырос с 15 млрд долларов в 1970 г. до 47 млрд в 1980 г. и 80 млрд в 1989 г., что было принципиально меньше, чем на NYSE (Bruchey S. Modernization of the American Stock Exchange, 1971–1979 / S. Bruchey. – N. Y.: Routledge, 1991. – P. 120, 170. Statistical Abstract of the United States. 1991. – Washington: U. S. Bureau of Census, 1991. – P. 514–517).

ценных бумаг – несмотря на все инновации, происходившие в Лондоне во второй половине 1980-х годов<sup>293</sup>.

### *Токийская биржа*

Не только биржи континентальной Европы сопротивлялись изменениям и новым веяниям – в Японии биржи и рынок ценных бумаг тоже занимали консервативную позицию. К концу 1980-х годов японский рынок ценных бумаг был одним из крупнейших в мире, а по капитализации Токийской биржи (2,7 трлн долларов к концу 1989 г.) она почти догоняла Нью-Йоркскую биржу (2,8 трлн долларов). На Токийской бирже преобладали акции крупных компаний, а операции с японскими государственными облигациями производились, как и в США, на внебиржевом рынке<sup>294</sup>.

Регулировался японский рынок ценных бумаг подобно американскому Комиссией по ценным бумагам (Securities Commission). На этом сходство заканчивалось, так как в Японии почти не было внебиржевого рынка акций, и это добавляло Securities Commission той исполнительной власти, которой не хватало американской SEC, не имевшей возможности контролировать внебиржевой рынок. Это в каком-то смысле упрощало регулирование японского рынка ценных бумаг и увеличивало влияние крупнейших брокерских компаний.

По сути, весь этот рынок (кроме государственных облигаций) находился под влиянием Токийской биржи. В 1990 г. на ней проводилось 84% всех операций японского рынка ценных бумаг. Поэтому государство, регулируя деятельность Токийской биржи, контролировало и весь рынок акций. Не только биржа стала монополистом, но и четыре крупнейшие брокерские фирмы, доминировавшие на рынке. Как и в Америке, японские банки не могли быть брокерами, и брокерские услуги предоставляли крупные компании.

---

<sup>293</sup> К тому же именно в Нью-Йорке располагались крупнейшие брокерские и банковские компании, такие как Merrill Lynch, Goldman Sachs и Salomon Brothers. Когда они действовали за пределами США, то были свободны от ограничений Закона Гласса – Стиголла и широко этим пользовались, сочетая в своей деятельности крупные банковские и брокерские операции с институциональными инвесторами.

<sup>294</sup> В 1960 г. общая сумма эмиссии государственных облигаций составляла 446,8 млрд иен; в 1970 г. – 3,6 трлн; в 1980 г. – 71,9 трлн; в 1990 г. – 168,5 трлн (Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 287).

Наиболее известной из них была Nomura Securities, имевшая в 1990 г. 51 отделение в 23 странах Азии и Европы, а также в США, и совершавшая в конце 1980-х годов 30% операций на токийской бирже (иностраные брокерские компании – только 5%).

Первичное размещение, покупка и продажа японских акций и облигаций не происходила на открытом рынке, как в Нью-Йорке или Лондоне, а была связана со сложными взаимоотношениями банков и промышленных компаний. В начале 1980-х годов, когда японское правительство ослабило контроль за исходящими и входящими потоками капитала, это сразу же вывело японских инвесторов на международный уровень.

Объём евробондов, выпущенных японскими компаниями, вырос с 562 млрд иен в 1978 г. до 11 831 млрд в 1989 г. К концу 1980-х годов 60–70% евробондов, выпущенных японскими компаниями, принадлежало японским инвесторам, и в Японии возник активный рынок этих облигаций. Выросла и доля ценных бумаг в финансировании японских компаний (традиционно ориентировавшихся на банковский кредит) – с 5% в начале 1980-х годов до 11% в конце десятилетия<sup>295</sup>.

### *Информационная революция на мировых биржах*

«Я активно нахваливал систему торговли выкриком» – писал Лео Меламед в 1977 году, веря в то, что торговый зал биржи «является единственным местом формирования высокой ликвидности», а электронная торговля «никогда не будет работать». Тогда никто ещё не слышал о персональных компьютерах, а Билл Гейтс был студентом. «Но ход вещей меняется. Сегодня, спустя десятилетие, я вынужден был пересмотреть свою позицию». Финансовые рынки стали международными, и расстояние перестало иметь значение.

---

<sup>295</sup> На Токийской бирже объём операций вырос с 90 млн акций в день в 1960 г. до 144 млн в 1970 г., 359 млн в 1980 г. и 500 млн в 1990 г. В 1970 г. общая стоимость ценных бумаг 1280 компаний, обращавшихся на бирже, составляла 16,2 млрд иен, а в 1990 г. стоимость бумаг 1627 компаний достигла 379,2 трлн иен. В 1990 г. 21% всех японских акций принадлежал индивидуальным инвесторам, 21% – банкам, 16% страховым компаниям, 4% – иностранным инвесторам, остальное – другим японским фирмам, перекрёстно владевшим акциями друг друга (Isaacs J. Japanese Securities Market / J. Isaaks, T. Ejiri. – L.: Euromoney, 1990. – P. 2–7, 27–29, 32–34).

За прошедшие десять лет «технологическая революция стала тем самым фундаментальным фактором, который способствовал всем этим изменениям, и мир заменил “золотой стандарт” на “информационный стандарт”. Поскольку информация теперь могла свободно распространяться со скоростью света... она превратилась в доминирующую силу международной финансовой системы. Я наблюдал за этими изменениями с беспокойством и страхом»<sup>296</sup>.

В США первые попытки использовать автоматизированные системы в 1960-е годы были связаны с биржей AMEX, но более продуктивно информационные технологии на рынке ценных бумаг применила Нью-Йоркская биржа NYSE. В 1976 г. на ней была создана автоматизированная система исполнения приказов на торговые операции (Designated Order Turnaround, DOT)<sup>297</sup>. В 1984 г. на смену ей пришла новая версия – Super DOT, и примерно в то же время возникла идея международной электронной системы совмещения приказов для торговли фьючерсами (International Electronic Order Matching System, INTEX). По замыслу эта система должна была заменить аукционную торговлю, но особых перспектив у неё не было, так как в её разработке не приняла участия ни одна из бирж. Примером успешного применения компьютеризации на рынках ценных бумаг было создание электронной биржи NASDAQ, история которой хорошо известна.

В 1985 г. на Чикагской бирже опционов начала работать автоматизированная система исполнения приказов (RAES) при операциях с опционами на акции. В этом же году подобная электронная система была создана на Новозеландской фьючерсной бирже. Но наибольшее внимание привлекло создание на Лондонской бирже в 1986 г. автоматизированной системы котировок акций SEAQ. Тогда и возникла идея глобальной системы торговли фьючерсными

---

<sup>296</sup> Информационная революция, начавшаяся в 1980-е годы, «диктовала совершенно другой ответ на наши проблемы, связанные с конкуренцией... те, кто не видел этого предзнаменования, были слепцами, не видящими реальности нашего времени... Наши рынки оставались динамичными», однако угроза им «исходила не только из-за рубежа. Новые виды конкуренции со стороны... внебиржевого рынка а также от не попадающих под регулирование организаций и новых технологий быстро росли и оказывали серьезное давление на нас» (Меламаед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламаед. – М.: Альпина Пабlisher, 2010. – С. 357, 358–359).

<sup>297</sup> В 1977 г. подобную систему организовали в Канаде на фондовой бирже Toronto Stock Exchange.

контрактами – GLOBEX, партнёром в создании которой стала известная компания Reuters Holding.

После возникновения этой системы в октябре 1987 года началась цепная реакция создания подобных систем на Токийской фондовой бирже (TSE), а также на биржах ценных бумаг Осаки (OSE) и Копенгагена (CSE), Датской (DOFEX) и Швейцарской (SOFFEX) биржах опционов и фьючерсов. К концу 1991 г. подобные системы начали действовать ещё на 15 биржах – от европейских до австралийской Сиднейской фьючерсной биржи (SFE). А система GLOBEX полноценно заработала в июне 1992 г. Время, конечно, было упущено, так как к этому моменту почти каждая мировая биржа уже имела у себя ту или иную систему электронной торговли опционами и фьючерсами.

### ***Итоги десятилетия***

Восьмидесятые годы, «как становится ясно теперь с позиции прожитых лет, были мини-репетицией первых лет нового столетия. Наиболее впечатляющее зрелище, подаренное ими, – магнаты в наручниках... Десятилетие стало гигантским генератором финансовых схем, оно обогатило человечество такими чудесными плодами его, как “бросовые” облигации, предложило инвесторам полную защищённость с помощью хитроумного механизма страхования портфеля»<sup>298</sup>. И, можно добавить от себя – создало рынок ипотечных бумаг, которому было суждено сыграть столь важную роль в событиях 2007–2009 годов.

В восьмидесятые годы значительно увеличились масштабы операций с ценными бумагами на всех мировых биржах. На Нью-Йоркской бирже их объёмы выросли в четыре раза, на Токийской – в девять раз, на Лондонской – в 17 раз. Кроме этих бирж, наиболее ликвидными и крупными были рынки ценных бумаг во Франкфурте, Париже, Милане, Сиднее<sup>299</sup>.

В эти годы вырос и глобальный рынок иностранных ценных бумаг. В 1980 г. вложения американских инвесторов в иностранные ценные бумаги составляли 53,1 млрд долла-

---

<sup>298</sup> Ливи Л. За кулисами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. – М.: Вильямс, 2004. – С. 11.

<sup>299</sup> Sobel A. Domestic Choices, International Markets: Dismantling National Barriers and Liberalizing Securities Markets / A. Sobel. – Ann Arbor (MI): University of Michigan Press, 1994. – P. 53.

ров (70% из них – облигации), операции иностранных инвесторов с американскими бумагами – 198 млрд долларов (50% вложено в облигации казначейства). Общий поток ценных бумаг, проходящий через Нью-Йорк, был немалым – на 250 млрд долларов. К концу десятилетия, в 1989 г. операции американских инвесторов с иностранными бумагами достигли 706,9 млрд долларов (облигации всё так же составляли 70%, акции – 30%). Иностранные инвестиции в американские бумаги выросли до 4,8 трлн долларов (90% в государственные облигации), а общий объём американских ценных бумаг, участвовавших в этих операциях, составил 5,5 трлн долларов<sup>300</sup>.

Нечто подобное было и в Токио, после Нью-Йорка вторым по значению финансовом центре. Японские инвесторы активно вкладывали капиталы в иностранные облигации, а иностранные инвесторы – в японские акции. Японцы хотели наиболее выгодно вложить свои капиталы (некоторые иностранные облигации, особенно американские и британские, были более прибыльными, чем японские), а иностранцы – вложить капиталы в быстро растущую японскую экономику<sup>301</sup>.

Восьмидесятые годы стали десятилетием финансовых инноваций, когда революция в сфере финансовых услуг, начавшаяся с либерализации американского финансового рынка<sup>302</sup>, распространилась затем в Англии («Большой взрыв» на Лондонской бирже), в основных странах Европы и в Японии. Среди этих инноваций были деривативы, высокодоходные «мусорные» облигации, ипотечные бумаги.

Главной инновацией восьмидесятых стало применение на финансовых рынках компьютерных технологий. И хотя им было ещё далеко до современных систем обмена информацией, это радикально изменило рынки, сделав их похожи-

---

<sup>300</sup> Statistical Abstract of the United States. 1991. – Washington: U. S. Bureau of Census, 1991. – P. 514–515.

<sup>301</sup> В 1990 г. общий объём иностранных инвестиций в японские акции составил 414 млрд долларов, а инвестиций в облигации – 3085 млрд долларов. В 1977 г. стоимость операций иностранных инвесторов с американскими акциями достигла 35,6 трлн долларов, с японскими – 1,8 трлн долларов (в 1989 г. – 416,7 трлн с американскими акциями и 55,2 трлн с японскими) (Sobel A. Domestic Choices, International Markets: Dismantling National Barriers and Liberalizing Securities Markets / A. Sobel. – Ann Arbor (MI): University of Michigan Press, 1994. – P. 52).

<sup>302</sup> Принятые законы Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (1980) и Garn – St. Germain Act (1982) заметно уменьшили вмешательство государства в работу финансовых рынков.

ми на бурлящий поток. Хотя «в отдельные моменты этот бурлящий поток выглядит достаточно гладко и легко поддаётся прогнозу», временами «он становится неуправляемым и непредсказуемым»<sup>303</sup>.

---

<sup>303</sup> Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меладмед. – М.: Альпина Паблишер, 2010. – С. 489.





## Часть 3

# Бурные девяностые

Девяностые – время самого длительного в XX веке экономического подъёма, по своему настроению (да и по сути) сравнимого с Belle Époque – «Прекрасной эпохой» конца XIX – начала XX в. Особенностью 1990-х годов были радикальные инновации в сфере информационных технологий (массовое распространение Интернета и мобильной связи), а также глобализация, в том числе финансовая. Всё это повысило мобильность капитала, придав динамизм финансовым рынкам.

Экономический подъём породил немало конструктивных идей, прозвучавших в те годы в обществе и на финансовых рынках. Были среди них и такие нематериальные инновации, как появление креативного класса, новых форм корпоративной культуры и стилей бизнеса. В отличие от нашего отечества, где эти годы у многих остались в памяти как «бандитские девяностые», когда на развалинах Советского Союза начался передел собственности и трудное, мучительное становление рыночной экономики, в мире это было очень оптимистичное и позитивное время.

Началось десятилетие с распада СССР, для многих совершенно неожиданного<sup>304</sup>. Тогда казалось, что постсоветские страны окончательно сменили свой курс, и вместе с созданием новой экономической системы там начнутся демократические преобразования, приближающие их к остальному миру. Время показало, что для многих из этих стран такие надежды не оправдались. Но в 1991 году распад СССР несомненно подтолкнул процессы глобализации и объединение мира. По словам Дж. Сороса, «когда советская система распалась, США остались единственной сверхдержавой. Они были и главным спонсором глобализации, которая... на них весьма благотворно сказалась»<sup>305</sup>.

---

<sup>304</sup> После этого формирование рыночной экономики и возрождение рынков ценных бумаг происходило и в постсоветских странах, и в странах Восточной Европы, входивших в «советский блок» --, от Польши и Болгарии до Восточной Германии.

<sup>305</sup> Сорос Дж. Эпоха ошибок: мир на пороге глобального кризиса / Дж. Сорос. – М.: Юнайтед Пресс, 2010. – С. 115.

## *И снова глобализация*

Глобализация вызвала массу дискуссий, и политических, и экономических. С ней связывают как рост единства мира, так и увеличение неравенства; как свободный обмен информацией, так и упрощение, стандартизацию общего ландшафта массовой культуры. Неудивительно, что у глобализации много сторонников и так же много критиков<sup>306</sup>. Обо всём этом написано множество книг – из них можно было бы сложить горы<sup>307</sup>. Написано разное – есть и безудержное восхваление, есть и критика; иногда написано интересно, а иногда – путано и невнятно.

Что такое глобализация? Это создание общемирового (или хотя бы транснационального) единого экономического и отчасти культурного пространства, в котором происходит свободное движение товаров, капиталов, информации и людей. Политически такое пространство единым никогда не было, так как существуют независимые государства с различными интересами. Все прежние попытки насильно создать политически единое транснациональное пространство, охватывающее разные континенты, заканчивались войнами и кровопролитием – как в древности, так и во времена Британской империи.

Волны глобализации уже бывали раньше, циклически повторяясь на протяжении веков. Александр Македонский, Римская империя, Арабский халифат, Монгольская империя, испано-португальская и голландская колониальные экспансии и, наконец, Британская империя. «Английская» волна глобализации конца XIX – начала XX в. экономически во многом напоминала «американскую» волну конца XX века. Отличия были больше в технологиях, модах и стилях жизни. Тогда были телефон с телеграфом и океанские пароходы, в наше время – Интернет и самолёты. А по сути эти эпохи похожи.

Новый виток глобализации начался после нефтяного кризиса 1973 года, когда продажа нефти за доллары создала избыток свободных капиталов в нефтедобывающих странах нефти. Эти капиталы они начали инвестировать в экономику

---

<sup>306</sup> Подробнее о критиках глобализации см.: Бхагавати Д. В защиту глобализации / Д. Бхагавати. – М.: Ладомир, 2005. – С. 5–49.

<sup>307</sup> Из этого множества хочется отметить книгу Гжегожа Колодко, два раза бывшего министром финансов Польши (Колодко Г. Мир в движении / Г. Колодко. – М.: Магистр, 2009), – книгу яркую и в то же время немного сумбурную, как вся современная жизнь.

стран – покупателей нефти, после чего мировой круговорот нефтедолларов стал толчком к глобальной финансовой интеграции. Процессы глобализации усилились в 1980-е годы, во времена Рейгана и Тэтчер, когда многие финансовые (да и не только финансовые) компании начали связывать перспективы своего развития с расширением деятельности до глобального масштаба, а слова «глобальные стратегии ради прибыли» стали лозунгом того времени.

В 1990-е годы (а также в начале XXI века до кризиса 2007–2009 гг.) глобализация стала наиболее заметной. Уменьшение вмешательства государства в экономику и финансы вместе с компьютерной революцией и развитием Интернета вызвали рост международных потоков капитала. Так возникла мировая сеть, связавшая основные финансовые центры – Нью-Йорк, Лондон, Токио, Цюрих, Франкфурт, Париж, Амстердам, Гонконг.

Казалось, что «у всех есть возможность получить выгоду от нового мирового порядка, этой *Economia Americana* с финансовыми потоками, устремившимися от развитых стран в развивающиеся»<sup>308</sup>. Все хотели быстрее включиться в этот «новый мировой порядок», вспоминая историю индустриальной революции. Тогда поднялись те страны, которые успели принять в ней участие, а остальные так и остались аграрными и отсталыми. Постиндустриальная революция с её новыми технологиями и глобальной сетью World Wide Web обещала заманчивые перспективы для всех, и трудно было сразу понять, что из этих обещаний реалистично, а что нет.

К концу 1990-х оказалось, что не всё было так гладко с «глобализацией по-американски», и что она во многом продвигалась усилиями финансовой и политической элиты в США, заинтересованной вместе с МВФ в свободном движении капиталов – прежде всего американских. Глобализация так и «не привела к выводу игры на новый уровень, что должно было произойти со свободным рынком», и мировая финансовая система всё равно «находится под контролем консорциума финансовых учреждений – представителей развитых стран»<sup>309</sup>.

---

<sup>308</sup> Stiglitz J. The Roaring Nineties. A New History of the World's Most Prosperous Decade / J. Stiglitz. – N. Y.: Norton, 2003. – P. 4.

<sup>309</sup> Эти страны одобрили Вашингтонские соглашения (разработанные в основном МВФ), определяющие условия предоставления финансовой помощи. По этим соглашениям США получили явные преимущества и возможность «проводить политику, направленную на предотвращение цик-

Действительно, была и такая сторона глобализации, и когда она стала осознаваться, то начала вызывать всё больше протестов. Однако это было ещё впереди – в середине 1990-х об этом мало кто задумывался, а будущее казалось ярким и безоблачным. Сейчас волна глобализации пошла на спад. Мир изменился, после кризиса 2007–2009 гг. настала эпоха «Великой рецессии», напоминающая «Великую депрессию» 1930-х годов. Политическая напряжённость вместе с международным терроризмом вызвала откат глобализации (а отчасти – и самой цивилизации).

Впрочем, несмотря на это, о конце глобализации говорить пока рано. За пару секунд я могу связаться с помощью Интернета и смартфона со своими друзьями и деловыми партнёрами в любом конце мира – от Стамбула и Амстердама до далёких Канады и Сингапура. Всё так же легко перевести деньги в любую точку мира (если не говорить о каких-то огромных суммах) или получить их там в банкомате. Всё так же легко выехать из нашей страны, заказав через Интернет билеты на самолёты с любыми пересадками в любую точку мира; несложно получить и визы в большинство стран, а кое-где они вообще не нужны. Думаю, что Кейнс, написавший столетие назад свои известные слова о жителе Лондона, который может по телефону заказать товары со всего мира, или вложить свои капиталы в ценные бумаги любой из стран<sup>310</sup>, нам бы только позавидовал. То, о чём он с таким восторгом говорил, для нас – само собой разумеющиеся вещи.

Однако вернёмся к волне глобализации 1990-х. Она зародилась в 1980-е годы с развитием информационных технологий и средств связи. В начале 1990-х годов произошла либерализация обменных курсов валют во многих странах мира, затем последовала отмена ограничений на транснациональное движение финансовых потоков. Уже ничто не мешало национальным финансовым рынкам и рынкам ценных бумаг объединяться в глобальный рынок, действующий

---

личности, в то время как развивающиеся страны... вынуждены решать свои проблемы самостоятельно. В итоге оказалось, что держать деньги в центре системы спокойнее, чем на периферии». И когда были сняты ограничения для международного движения капиталов, «все мировые сбережения всосал центр, и распределялись они уже оттуда» (Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – С. 114).

<sup>310</sup> Keynes J. M. The Economic Consequences of Peace / Keynes J. M. – Los Angeles: Indo-European Publishing, 2010. – P. 6.

в режиме реального времени после массового распространения Интернета. Создание в 1992 году единой экономической зоны ЕС и Всемирной торговой организации (ВТО) в 1995 г., а также появление в 1999 году евро<sup>311</sup>, новой валюты ЕС, стали знаковыми событиями в процессах глобализации.

К концу 1990-х годов многим казалось, что мир становится действительно единым, политические и национальные конфликты успокаиваются, богатые страны оказывают бедным помощь, а развивающиеся страны, следуя рецептам МВФ и Всемирного банка, скоро приблизятся к развитым. В действительности дело обстояло не совсем так, и сегодня это уже понятно. Но в 1990-е годы оптимистическое настроение преобладало в мире, породив моду на глобальные путешествия, ставшие гораздо более доступными, чем казалось раньше. Не самые богатые представители среднего класса, раньше разве что выезжавшие на пикник на природу, вдруг заинтересовались дальними странами – курортами Египта, древними храмами Индии и Тибета или пляжами тропических островов.

Новая волна глобализации создала потоки инвестиционного капитала, текущие от развитых экономик США, Великобритании, Германии и Японии к развивающимся странам<sup>312</sup>. В 1990-е годы доллар сохранял свои позиции основной международной валюты, обеспечивая влияние США на мировую финансовую систему в эпоху «американской» глобализации<sup>313</sup>.

Реальностью стал и глобальный рынок ценных бумаг. Его контролировали несколько крупных банков мирового масштаба (Barclays, Citibank, Deutsche Bank, Morgan Chase, UBS) и таких же крупных брокерских компаний (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Nomura). Каждая из

---

<sup>311</sup> Вначале новая валюта была только безналичной, банкноты и монеты появились в обращении с 1 января 2002 г.

<sup>312</sup> В США, основном источнике финансовых потоков, совокупный объем капиталов, инвестированных в другие страны, вырос с 82,8 млрд долларов в 1971 г. до 731,8 млрд в 1990 г. и 2674,2 млрд в 2000 г. В Англии в эти же годы – с 23,7 до 232,7 и 910,1; в Германии – с 7,3 до 125,0 и 505,3, в Японии – с 4,4 до 201,4 и 300,1 соответственно (Туруев И. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. – М.: МАКС Пресс, 2003. – С. 18).

<sup>313</sup> К концу десятилетия 50% облигаций выпускались в долларах, 30% в евро, 7% в иенах, остальное – в других валютах. Из 560 млрд наличных долларов 350 млрд (75% 100-долларовых купюр) находилось за пределами США (Туруев И. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. – М.: МАКС Пресс, 2003. – С. 23, 25).

этих компаний имела разветвлённую по всему миру сеть отделений и филиалов<sup>314</sup>. Кроме Лондона, другими ключевыми центрами глобального рынка ценных бумаг были Нью-Йорк, Токио, Франкфурт, Гонконг, Сингапур и Сидней. Во всех этих центрах крупнейшие мировые банки и брокерские компании имели свои отделения и офисы. Такая сеть не могла бы возникнуть и существовать, если бы не инновации в информационных технологиях, которыми были так богаты девяностые. Связь стала не только принципиально дешевле<sup>315</sup> (а затем и практически бесплатной, как в Скайпе), но и в корне изменилось её качество. В чём отличие использования Интернета на финансовых рынках от разговоров по телефону можно даже не объяснять, это очевидно.

А институциональные инвесторы – взаимные фонды, пенсионные фонды и страховые компании – объединили мелких индивидуальных инвесторов по всему миру, предоставив им доступ к рынку ценных бумаг. Это была реальная демократизация рынка, давшая возможность выйти на него тем, кто раньше об этом даже не помышлял. Расширилась и география индивидуальных инвесторов – владельцы сбережений из Латинской Америки, Восточной Европы и стран Азии смогли получить доступ к глобальному финансовому рынку.

### *Возникновение креативного класса*

Сегодня о креативном классе часто пишут, и многим хотелось бы отождествлять себя с ним – престижно. Впервые эти слова прозвучали в 2002 году, когда была опубликована книга американского социолога Ричарда Флориды *The Rise of the Creative Class*, сразу привлекавшая к себе внимание. «С помощью этой книги я попытался объяснить те ключевые, глубинные факторы, под влиянием которых на протяжении последних нескольких десятилетий происходит трансформация экономики и культуры. Когда я... приступил к её написанию, то был поражён тем, как много внимания уделяется поверхностным переменам. Я же хотел сфокуси-

---

<sup>314</sup> У Merrill Lynch в середине 1990-х годов была сеть из 475 филиалов в США и отделения в 45 странах мира, в том числе в Лондоне – одном из крупнейших центров операций с акциями, облигациями и деривативами.

<sup>315</sup> В 1927 году трёхминутный разговор по телефону между Лондоном и Нью-Йорком стоил 427 фунтов (в ценах 1966 года), в 1945 году – 63 фунта, в 1970 г. – 12 фунтов, в середине 1990-х – 0,5 фунта.

роваться на долгосрочных, поистине тектонических процессах, меняющих то, как мы живём и работаем. Мне казалось, что мир переживает период наиболее радикальных перемен со времен промышленной революции. И дело было не только в том, что Интернет, новые технологии и даже глобализация в корне изменили нашу работу и жизнь... Под поверхностью протекал почти никем не замеченный глубинный процесс... рождение нового социального класса – креативного»<sup>316</sup>.

Мысли Ричарда Флориды перекликались с другой популярной книгой, появившейся за пару лет до того – *Bobos in Paradise* Дэвида Брукса. Автор (известный обозреватель из *New York Times*) несколько иронично, хотя и со знанием дела, писал о появившейся в 1990-е годы «богемной буржуазии». Она соединила в своём стиле жизни мир крупного бизнеса с настроениями и увлечениями, характерными для творческой богемы. «На протяжении всего XX века отличить мир капитализма от богемной контркультуры не составляло труда... буржуа определяли традиционную мораль среднего класса. Они работали в крупных корпорациях, жили в пригородах и ходили в церковь», а представители богемы «пренебрегали общепринятыми нормами поведения. Это были художники и интеллектуалы». Но в 1990-е годы буржуазные и богемные атрибуты перемешались. «Отличить потягивающего эспрессо художника от поглощающего капучино банкира стало практически невозможно... Давно установленные границы стёрлись»<sup>317</sup>.

В 1990-е такое заигрывание с богемным стилем жизни стало особенно заметным. «Было принято не хвастаться своими успехами и своей работой, а косить под нищего... Профессионалы и трудоголики старались как можно больше походить на бродяг без гроша в кармане... Отныне полагалось носить старые “адидасы”, дырявую майку Gap, потёртые джинсы Helmut Lang и подбривать отросшую щетину так, чтобы она выглядела трехдневной... Чем чудовищнее было ваше богатство (с появлением Интернета ко многим состояниям прибавилось три дополнительных нуля), тем больше вам полагалось смахивать на бомжа. Все новые миллиардеры щеголяли в истасканных кроссовках»<sup>318</sup>.

---

<sup>316</sup> Флорида Р. Креативный класс: Люди, которые создают будущее / Р. Флорида. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2016. – С. 9.

<sup>317</sup> Брукс Д. Бобо в раю. Откуда берётся новая элита / Д. Брукс. – М.: Литрес, 2014. – С. 5.

<sup>318</sup> Бегбедер Ф. 99 франков / Ф. Бегбедер. – [www.book-online.com.ua](http://www.book-online.com.ua). – С. 30.

Ричард Флорида во время социологических опросов выяснил, что в 1990-е годы у сотрудников новых и быстро растущих компаний, составляющих ядро постиндустриальной экономики – и высокотехнологических, и финансовых, – сформировалось осознание самих себя как представителей новой социальной группы, которой раньше не существовало. Большинство из опрошенных не захотели отождествлять себя ни с «богемной буржуазией», ни с творческой богемой, ни с носителями альтернативных ценностей (связанных с духовными традициями и экологическим движением), но все они охотно называли себя «креативными».

Креативность связана не только с профессиями, традиционно считающимися творческими. Это способность самостоятельно мыслить и находить нестандартные решения, а не просто старательно выполнять то, что говорит руководитель. В 1950-е годы, классическое время расцвета больших корпораций, такая идея была непонятна и чужда, тогда ценились совсем другие качества – исполнительность и преданность компании. Сотрудник должен был быть прежде всего «человеком организации»<sup>319</sup>, а самостоятельность мышления в то время воспринималась как ненужная самостоятельность. Отношение к креативности стало меняться в 1960-е годы, и особенно во время общего подъёма 1990-х. Персональные компьютеры, Интернет, информационные технологии, новые быстро поднявшиеся компании, связанные с этими инновациями (такие как Google, Microsoft и многие другие), – всё это требовало совершенно иных акцентов. Цениться стали уже не «люди организации», «люди системы», а самостоятельные, независимые и талантливые креативные личности, способные создавать действительно новое. Так креативный класс стал характерной чертой постиндустриальной эпохи.

Во многом зарождение креативного класса было следствием общего экономического подъёма. Высокие доходы и свободные капиталы всегда создают благоприятные условия для поиска новых стилей бизнеса и новых идей. Недаром в это десятилетие было много разговоров об «индивидуализированной корпорации»<sup>320</sup>, «демократизации» компаний<sup>321</sup>,

---

<sup>319</sup> Так называлась знаковая книга тех лет – «Человек организации» (White W. *The Organization Man* / W. White. – N. Y.: Simon and Schuster, 1956).

<sup>320</sup> Ghoshal S. *The Individualized Corporation. A Fundamentally New Approach to Management* / S. Ghoshal, C. Bartlett. – N. Y.: Harper, 1997.



так же как о «корпоративной креативности», и нематериальной мотивации сотрудников, «командном духе» и сплочённости<sup>322</sup>. Дело было, конечно, не только в свободных капиталах, а и в самой логике развития постиндустриальной экономики, нуждавшейся как в принципиально новых технологиях, так и в принципиально новых идеях. Поэтому креативный класс благополучно пережил глобальный финансовый кризис 2007–2009 годов и наступившую за ним эпоху «Великой рецессии». И хотя в 2010-е годы трудно говорить об изобилии свободных капиталов в мире – скорее наоборот, – креативный класс продолжает чувствовать себя в целом неплохо.

Именно в мире финансов особенно необходима способность самостоятельно мыслить и проявлять творческий подход к поиску нестандартных решений. Когда читаешь книги Майкла Льюиса (да и других современных авторов, пишущих в таком же формате), в них много ярких, самобытных и творчески мыслящих личностей, сумевших сделать миллионы на пустом месте – вспомним хотя бы Раньери из Salomon Brothers («Покер лжецов»), стоявшего у истоков бума вокруг ипотечных бумаг. Да разве только Раньери – это касается многих финансистов постиндустриальной эпохи.

### *Спад 1990–1992 гг.*

После длительного восьмилетнего подъёма, в целом совпадавшего с президентством Рональда Рейгана, в 1990–1992 гг. начался экономический спад. Он сопровождался общим торможением деловой активности, которую не удалось оживить даже после уменьшения процентных ставок, начатого по инициативе управляющего ФРС Алана Гринспена в мае 1989 года. К июлю 1991 г. ставки были снижены с 9% до 5,75%, а в сентябре 1992 г. – до 3%, но это не дало желаемого результата, так как снижение было недостаточно быстрым. Затормозился и рынок ценных бумаг. В сущности, ничего необычного в этом не было – если не все, то большин-

---

<sup>321</sup> Грэттон Л. Демократическое предприятие. Раскрепощение бизнеса благодаря свободе, гибкости и приверженности / Л. Грэттон. – СПб.: Стокгольмская школа экономики в Санкт-Петербурге, 2005.

<sup>322</sup> Abramson P. Value Change in Global Perspective / P. Abramson, R. Inglehart. – Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1998.

ство опытных финансистов понимали, что подъём неизбежно должен смениться спадом.

Когда в 1993 году ФРС ужесточила условия для получения кредитов, началось снижение цен и на облигации (достигавшее по некоторым бумагам 10%). Ещё хуже положение дел было на рынке деривативов, цена на которые гораздо больше зависела от колебаний процентных ставок. Инвесторы обычно покупали у банков пакеты деривативов, которые начали быстро обесцениваться, создав проблемы и для самих инвесторов, терявших свои вложения, и для дилеров, занимавшихся деривативами. Так стало приходиться понимать масштабов рисков, связанных с производными инструментами. А когда 4 февраля 1994 года ФРС подняла ставку, убытки в миллионы долларов по крупным пакетам деривативов начали нести и крупные компании (Procter and Gamble и др.), предъявившие претензии своим дилерам (таким как Bankers Trust) и обвинявшие их в том, что они скрыли масштаб рисков, связанных с этими пакетами. Но ещё большие убытки понесли муниципальные власти округа Orange в Калифорнии, неосмотрительно вложившие огромные суммы в деривативы, проданные им Merrill Lynch.

### *Банкротство Orange County*

Округ Orange объявил о своём банкротстве 6 декабря 1994 года. Это было крупнейшее по масштабам муниципальное банкротство. Признавший себя виновным Роберт Ситрон (Robert Citron) был типичным представителем той породы финансистов, которые всю жизнь ходят в потёртом пиджаке, веря, что экономия каждого доллара поможет им обогатиться. Одевался и питался он скромно, ездил на старом «Крайслере» и все свои личные сбережения инвестировал в прибыльные хедж-фонды, где получал доход более 8%. В 1994 году, после того как были подняты учётные ставки, и прибыль стало получать труднее, Ситрон погрузился в совсем рискованные дела – стремление к богатству брало верх над здравым смыслом. Он вложил капиталы округа в большой пакет незнакомых ему производных бумаг, сущность которых не до конца понимал. Пришлось принимать на веру обещания брокера из Merrill Lynch, а тот, конечно же, обещал гарантированную высокую доходность с минимальным риском. Всё это напоминало недавнюю историю со ссудосберегательными ассоциациями, неосмотрительно покупав-

шими на большие суммы «мусорные» облигации – junk bonds.

История осложнялась тем, что около 180 других муниципалитетов доверили свои прибыли в управление администрации округа Orange, впечатлённые размерами доходов калифорнийцев. В общей сложности в рискованные деривативы было вложено около 8 млрд долларов, и одни только убытки от снижения цен на эти бумаги достигли 1,5 млрд долларов. Во всём обвиняли банк Merrill Lynch, который якобы не объяснил властям округа возможные риски.

Во время расследования Ситрон заявил, что он – наивный и неопытный инвестор, а в заблуждение его ввёл брокер из Merrill Lynch Майкл Стейменсон (Michael Stamenon). Однако тот говорил, что Ситрон произвёл на него впечатление весьма искушенного финансиста, и он сам у него многому научился. В конце концов Ситрону пришлось признать свою вину, после чего он отделался недолгим тюремным заключением. Но его финансовая карьера на этом закончилась. Умер он в 2013 году в возрасте 87 лет.

### ***Начало подъёма середины 1990-х годов***

#### *Наступление «быков»*

После окончания спада 1992–1994 гг. начался новый период «бычьего» рынка и величайший за всю историю США акционерный бум. Подъём 1990-х годов был основан на благоприятном сочетании технологических инноваций, низких процентных ставок и высокого спроса на акции со стороны взаимных фондов, переживавших в 1990-е годы свой подлинный расцвет<sup>323</sup>. В то время много говорили о «новой экономике». Что это такое, представлялось смутно, но слова «New Economy» привлекали. Ясно было только, что «в бизнес действительно пришло новое поколение с глобальными интересами, готовое к постоянным изменениям»<sup>324</sup>. И действительно, в середине 1990-х наконец «уста-

---

<sup>323</sup> В 1996 г. в США было более 5000 зарегистрированных фондов, предлагавших инвесторам самые разнообразные финансовые инструменты. Рекламу взаимных фондов в эти годы можно было найти везде, а три крупнейших фонда – Fidelity Fund, Vanguard Fund, Capital Research Fund – владели активами на общую сумму 850 млрд долларов.

<sup>324</sup> Rifkin G. The Media Business. A Young Perspective on Management / G. Rifkin // The New York Times. – 1993. – 30 Aug.

новился баланс между старой промышленностью и новыми технологиями, между правительством и рынком»<sup>325</sup>.

Возрос объём эмиссии всех ценных бумаг, от привычных акций до новых видов облигаций, обеспеченных активами<sup>326</sup>. Информационные технологии, особенно Интернет, создавали у инвесторов ощущение небывалого прорыва (как, в общем-то, и было) и веру, что наконец они заслужили своё право на то, чтобы разбогатеть. А ФРС, по инициативе Алана Гринспена начавшая снижать ставки, ещё больше подливала масла в огонь.

Непосредственные причины такого подъёма на американском рынке ценных бумаг были связаны как с перетеканием в США японских капиталов после кризиса 1990 года, так и с событиями в Мексике во время финансового кризиса 1994 года<sup>327</sup>. После девальвации национальной валюты тор-

---

<sup>325</sup> Stiglitz J. The Roaring Nineties. A New History of the World's Most Prosperous Decade / J. Stiglitz. – N. Y.: Norton, 2003. – P. XLIV.

<sup>326</sup> С 1982 по 1999 г. цены на акции в США устойчиво росли (в среднем на 13% в год), а их совокупная рыночная стоимость повысилась с 60% ВВП до 300% ВВП. Особенно быстрым стал этот рост в 1990-е годы.

<sup>327</sup> В Мексике, где есть запасы нефти, в 1970-е годы начался общий подъём, связанный с ростом нефтяных цен. Бум привлёк иностранный капитал, поступающий в основном в форме банковских кредитов – рынка ценных бумаг в то время в Мексике ещё практически не существовало. Этот бум закончился во время мирового кредитного кризиса 1979–1981 гг., вызвавшего мексиканский дефолт 1982 года. Из Мексики начался отток капитала, достигавший 6% ВВП в год. К концу 1980-х годов мексиканская экономика восстановилась и начался новый бум. Инфляция снизилась со 160% в 1987 г. до 7% в 1994 г., многие промышленные предприятия были приватизированы и ВВП стал быстро расти. Правительство поддерживало стабильный курс национальной валюты – песо, и в страну устремились иностранные капиталы, вкладывавшиеся в мексиканские акции и облигации (в 1990-е годы в Мексике уже сформировался рынок ценных бумаг). Но всё это процветание поддерживалось только за счёт постоянного притока иностранного капитала. Было понятно, что как только он ослабеет, в Мексике начнётся кризис. Так и произошло в 1994 году, когда иностранные инвесторы почувствовали шаткость положения мексиканской экономики и стали проявлять осторожность. Их беспокойство передалось на мексиканский финансовый рынок и его волатильность возросла. Однако правительство, вместо того чтобы повысить процентные ставки, ослабило кредитные ограничения, что вызвало ещё большую нестабильность. И совсем уж неудачным оказалось решение властей выпустить внешний облигационный заём, номинированный в долларах (в Мексике эти облигации называли *tesobono*) – шансы на успешное размещение облигаций в национальной валюте были невелики. Внешний долг вырос с 2 млрд долларов до 29 млрд, а потом и торговый дефицит достиг 19 млрд долларов в год. Приток иностранных капиталов сократился, и в Мексике начался финансовый кризис. Его наступление ускорило и то, что в 1990-е годы банки как источник заёмного капитала всё больше заменяли институциональные инвесторы. В случае Мексики это были преимущественно глобальные взаимные фонды, где происхождение

говый баланс Мексики внезапно перешёл от дефицита в 20 млрд долларов в 1994 году к профициту в 5 млрд в 1995 году. В Штатах, крупнейшем торговом партнёре Мексики, в 1995 году торговый дефицит увеличился на 35 млрд долларов. После этого в США потекли крупные мексиканские капиталы, вызвавшие рост цен американских ценных бумаг.

В эти годы найти финансирование для создания новых компаний не составляло труда. Венчурные капиталисты, готовые инвестировать капиталы в новые проекты (пусть рискованные, но обещающие высокую прибыль), сами искали молодые компании, чтобы успеть выгодно вложить деньги. Расчёт был на то, что через три – максимум пять лет новые компании смогут провести первичное размещение акций на открытом рынке, и тогда инвесторы выгодно продадут свои акции, полученные по очень низкой цене во время учреждения<sup>328</sup>.

Обычно при IPO акций какой-нибудь компании «новой экономики» их рыночная цена уже к концу первого дня значительно превышала цену размещения, а через несколько дней она увеличивалась в 3–4 раза. При таком росте акций основная часть их владельцев предпочитали не продавать свои пакеты, купленные по цене размещения. Количество акций этой компании на рынке сокращалось, а спрос на них продолжал расти. Соответственно, повышалась и цена. Всё это снова и снова, уже в который раз, напоминало финансовый вечный двигатель, производящий деньги из ничего – «из воздуха», как говорили в прошлые века, а по сути – из настроения рынка, из его ажиотажа.

### ***Финансовая политика Билла Клинтона***

Подъём середины 1990-х по времени совпал с президентством Билла Клинтона (1993–2001), избранного от Демократической партии. Клинтон вошёл в историю не только

---

капитала было гораздо труднее проследить, чем при банковских кредитах. Мексиканские инвесторы быстро поняли, к чему идёт дело, и стали выводить свои капиталы из страны, вкладывая их главным образом в США (Morris Ch. Money, Greed, and Risk: Why Financial Crises and Crashes Happen / Ch. Morris. – N. Y.: Times Business, 1999. – P. 211–214).

<sup>328</sup> Проблема риска решается при венчурном финансировании распределением инвестиций по различным компаниям. Маловероятно, что все они одновременно понесут убытки или обанкротятся. А в случае успеха доходы венчурных инвесторов могут быть очень высокими.

как любитель играть на саксофоне и участник скандала вокруг его любовной связи с Моникой Левински, но и как президент с либеральными взглядами, в том числе в отношении экономической политики. Об экономике Клинтон много говорил ещё во время своей предвыборной кампании. Двенадцатилетнее правление представителей Республиканской партии, и в особенности преемника Рейгана Джорджа Буша-старшего (1989–1993), создало массу проблем – быстро растущие государственный долг, дефицит бюджета, безработица, инфляция. Билл Клинтон сделал верный ход, сосредоточившись на вопросах экономики и проводя свою предвыборную кампанию под лозунгом «Это экономика, дурачок», обращенным, как иронично говорили тогда, к самому Дж. Бушу.

У Клинтона были грандиозные (и, в общем-то, конструктивные) планы в отношении экономики. Он обещал снизить налоги для среднего класса, в два раза сократить дефицит бюджета, привлечь новые инвестиции. Во время предвыборной кампании все кандидаты не скупились на обещания, и необходимо было время, чтобы увидеть реальные успехи Клинтона. Главными проблемами стали дефицит бюджета и государственный долг. Об этом много говорили ещё в начале президентства Дж. Буша-старшего, но практически так ничего и не было сделано, и государственный долг США вырос до 3 трлн долларов. Клинтон не обманул избирателей – отчасти из-за того, что привлёк к работе в своей администрации хороших экономистов, отчасти из-за общего подъёма, одного из наиболее долгих и сильных в XX веке. Дефицит бюджета при нём стал быстро сокращаться, а во второй срок президентства государственный бюджет стал профицитным, что красноречиво говорило об успешности его экономической политики<sup>329</sup>.

«С Клинтонем я познакомился в начале декабря, когда его избрали президентом» – вспоминает Алан Гринспен, в те годы председатель ФРС США. – «Когда меня провели в приёмную, я смутно представлял себе, к чему готовиться... “А-а, господин председатель” – воскликнул появившийся наконец Клинтон, направляясь ко мне широкими шагами и с улыбкой протягивая руку. Я понял, что Клинтон не зря сла-

---

<sup>329</sup> Уровень инфляции снизился с 6% в начале 1990-х до 1,6% в 1998 г., а безработица сократилась за эти годы с 8% до 4%. Дефицит государственного бюджета США составлял около 300 млрд долларов в начале 1990-х годов, а к концу десятилетия возник профицит бюджета (200 млрд долларов).

вился умением демонстрировать “близость к народу” – ему практически удалось убедить меня в том, что он действительно рад нашей встрече»<sup>330</sup>.

К началу президентства Клинтона краткосрочные процентные ставки были низкими (порядка 3%), и экономика постепенно восстанавливалась после спада 1990–1992 гг. Однако долгосрочные ставки всё ещё оставались высокими, увеличивая стоимость кредита и тормозя экономический рост. Эти ставки отражали понятное стремление инвесторов получить дополнительный доход в условиях общей неопределённости. Если бы администрации нового президента удалось повысить доверие инвесторов и их оптимизм, то долгосрочные ставки естественным образом снизились бы, после чего облигации стали бы менее выгодны, и можно было ожидать подъёма на рынке акций.

Вскоре после избрания новый президент назначил министром финансов Ллойда Бентсена (Lloyd Bentsen), учтивого седого джентльмена со светскими манерами. Его заместителем стал Роджер Альтман (Roger Altman), инвестиционный банкир с Уолл-стрит, известный в финансовом мире интеллектуал-демократ<sup>331</sup>. Пост руководителя вновь созданного совета по экономической политике занял Роберт Рубин, сопредседатель правления Goldman Sachs. Такие назначения обнадёживали финансовый мир.

---

<sup>330</sup> Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 148. «Вторая половина 1990-х годов может стать очень успешной», – говорил Гринспен президенту Клинтону в конце 1992 года, – «а путь к будущему процветанию... лежит через снижение дефицита федерального бюджета в долгосрочной перспективе. К моему удовольствию, Клинтон слушал с большим интересом... и задал немало вопросов, которыми политики обычно не интересуются... Как оказалось, нас с Клинтоном объединяла не только игра на саксофоне. Я обнаружил в нём такую же тягу к знаниям, как и у меня... по уровню интеллекта Клинтон не уступал Ричарду Никсону, который, несмотря на его очевидные недостатки, был самым умным президентом из всех, с кем мне доводилось встречаться». К середине 1995 года «между мной и Клинтоном установились довольно непринуждённые отношения. На приёмах и ужинах в Белом доме он, бывало, отзывал меня в сторону, чтобы узнать моё мнение или обсудить какую-нибудь идею. Я не разделял его вкусов, сформировавшихся в эпоху бэби-бума, и не испытывал любви к рок-н-роллу. Возможно, он считал меня сухарём, не годящимся на роль приятеля... но мы оба любили книги, оба интересовались окружающей жизнью и в целом неплохо ладили» (Там же. – С. 150, 166).

<sup>331</sup> «Демократы остаются в меньшинстве на Уолл-стрит, но это меньшинство очень активно» – говорил Альтман (Billard M. The Executive Life / M. Billard // The New York Times. – 1992. – March 1).

Клинтон не раз предупреждали об опасности роста государственного долга, а вместе с ним и дефицита бюджета, что могло привести в XXI веке к финансовому кризису. Вскоре президентом была принята четырёхлетняя программа по сокращению бюджетного дефицита на 500 млрд долларов. Программу называли «грандиозной», хотя она предполагала налог на высокие доходы и на деле затрагивала почти всех (в том числе пенсионеров), кроме, разве что, самых малоимущих.

К концу 1993 года проблемы начала 1990-х были, наконец, преодолены. ВВП увеличился на 8,5% по сравнению с кризисным 1991 годом, темпы экономического роста повысились до 5,5% в год. Выросли инвестиции, так же как и потребительские расходы. Объёмы кредитования пришли в норму, и можно было начинать ужесточение финансовой политики. Учётная ставка длительное время оставалась сравнительно низкой – 3%. Но так как экономика находилась в стадии роста, необходимо было избежать её перегрева, чтобы спад (а он был неизбежной фазой цикла деловой активности) стал как можно более мягким. Никто не хотел ещё одного резкого обвала, поэтому постепенное снижение было предпочтительнее.

Когда спад начинается, повышать ставки уже поздно – обычно это не останавливает падение. А вот упреждающее повышение ставок до того, как инфляция будет усиливаться, было бы своевременным. Однако всякое повышение ставок создавало тревожное настроение на финансовых рынках, и тому немало было примеров в истории. После того как о повышении ставок было объявлено 4 февраля 1994 года, индекс Доу – Джонса сразу же снизился на 96 пунктов (около 2,5%).

Все критиковали политику ФРС, подрезавшую крылья бизнесу, который только начал оживать и пожинать плоды экономического роста. Такую логику понять было легче, чем мотивы ФРС. Когда начинается рост, им хотят наслаждаться прямо сейчас, а не задумываться о повышении инфляции или о том, что завтра будет надуваться очередной кредитный пузырь.

Говорили, что и президент Клинтон был недоволен повышением ставок, считая, что экономика недостаточно укрепилась для этого. Но публично он не критиковал ни ФРС, ни её руководителя. К концу 1994 года ставка достигла 5,5%, а в феврале 2005 г. – 6%. Несмотря на целенаправленное торможение, годовой рост составил 4%, прибыли ком-



паний увеличивались (к концу 1995 г. – на 18%), однако темп инфляции не повысился. Впервые с 1960-х годов она была стабильна и не превышала 3%, а рынок ценных бумаг демонстрировал максимальный за последние 20 лет подъём<sup>332</sup>. По прогнозам, в 1996 г. дефицит бюджета должен был сократиться на 110 млрд долларов.

Благодаря такой финансовой политике Билла Клинтона (избранного президентом на второй срок в 1996 году) началась новая волна подъёма, длившегося до 2000 года<sup>333</sup>. В декабре 1996 года председатель ФРС Алан Гринспен назвал происходящее в США «иррациональным изобилием»<sup>334</sup>. В сущности, первые признаки «иррациональности» финансового изобилия (а иначе говоря – спекулятивного пузыря на рынке акций) появились весной 1995 года, задолго до слов Гринспена<sup>335</sup>.

Ещё один толчок для раздувания пузыря на американском рынке был связан с серией азиатских кризисов 1998 года. После них начался массовый вывод капиталов из азиатских стран в США. На американский рынок устремился поток иностранных капиталов, ищущих более выгодного применения. Азиатские инвесторы стали скупать американские ценные бумаги, а продавшие их американские инвесто-

---

<sup>332</sup> Новым шагом в либерализации финансового рынка стал принятый в 1994 году закон Ригли – Нила (Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994), посвящённый устранению территориальных барьеров внутри США. Теперь банки и банковские холдинги могли покупать другие банки или создавать дочерние банки и отделения в любом из штатов.

<sup>333</sup> Индекс биржи NASDAQ, где котируются в основном бумаги новых высокотехнологических компаний, вырос с 500 пунктов в апреле 1991 г. до 1000 пунктов в июле 1995 г., 2000 пунктов в июле 1998 г. и 5132 пунктов в марте 2000 г. Во время бума было создано и беспрецедентное количество новых рабочих мест – 18 млн с 1993 по 2000 г. В 1994 г. уровень безработицы снизился до 6%, а к апрелю 2000 г. до 4%, впервые за тридцать лет. Принятый в 1999 г. закон Грэмма – Лича – Блайли о модернизации финансовых услуг (Gramm – Leach – Bliley Financial Services Modernization Act) отменил ограничения, существовавшие после принятия в 1933 г. закона Гласса – Стиголла, создав возможности для универсализации финансовых услуг. На практике такая универсализация и так всё больше распространялась в деятельности финансовых холдингов. А теперь они получили законное право предоставлять своим клиентам полный набор финансовых услуг.

<sup>334</sup> К тому времени индекс Доу – Джонса достиг отметки 6300 пунктов, индекс NASDAQ – 1300 пунктов. Но это был ещё не предел: к концу 1999 г. индекс Доу – Джонса поднялся до 11 700 пунктов, NASDAQ – до более 5000 пунктов. Рыночная стоимость торгуемых на этой бирже акций возросла до 80% стоимости акций на Нью-Йоркской бирже NYSE.

<sup>335</sup> В 1994 году цены на акции снизились на 2%, а за 1995 год они выросли на 35%, за 1996 год – на 25%.

ры чаще всего вкладывали полученные капиталы в покупку новых бумаг<sup>336</sup>, что ещё больше разогрело американский рынок.

### *«Новая экономика»*

Из-за удачно проведённого в 1994 году искусственного торможения роста 1990-е годы остались в истории как один из самых длительных периодов подъёма. В эти годы «биржевики всколыхнули человеческое воображение мечтами о богатстве. Они заставили абсолютно здравомыслящих людей заниматься спекулятивными операциями невиданного размаха»<sup>337</sup>. Этот длительный подъём проходил на фоне общей эйфории от технологических инноваций и от перспектив, раскрываемых глобализацией и массовым распространением Интернета.

В то время многие говорили о «технократическом экстазе», охватившем Клинтона. Судя по всему, этот экстаз тогда охватил не только президента, но и многих других, восторженно говоривших о «новой экономике». Подобные разговоры обычны для периодов роста, а бум вокруг новых технологий бывал и раньше. Ведь когда-то массовое распространение телефона, автомобилей и телевизоров изменило повседневную жизнь не меньше, чем компьютеры, Интернет и мобильная связь.

Начала расти производительность труда (с 1% в год в начале 1990 годов до 2,5% в год в конце десятилетия). Увеличение производительности было одним из основных аргументов сторонников идеи «новой экономики». В её существование поверил даже такой ветеран финансового мира,

---

<sup>336</sup> Неудивительно, что с середины 1998 г. по середину 1999 г. рыночная стоимость торгуемых на бирже NYSE акций выросла на 40%, с 9005 млрд долларов до 12 671 млрд. А на бирже NASDAQ – на 90%, с 1777 млрд до 3209 млрд долларов.

<sup>337</sup> В течение всего десятилетия Уолл-стрит «создавала возможности для бухгалтерских махинаций, способствовала превращению биржевых аналитиков в мелких жуликов, потакала и подстрекала махинации самых худших и недостойных представителей американского бизнеса. Но, наверное, самым непрослительным и чудовищным её грехом стала порождённая ею лавина плохих книг, написанных занудными инвесторами-миллиардерами, пытающимися нести в массы свои банальные размышления» (Ливи Л. За кулисами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. – М.: Вильямс, 2004. – С. 7).

как Алан Гринспен<sup>338</sup>, хотя многие в те годы предупреждали, что реальный рост производительности происходил только в информационных технологиях. Да и там при расчёте производительности труда она нередко оказывалась завышенной из-за потребительского бума – когда активность покупателей росла, увеличивалась и доходы и компаний, продававших товары и услуги, без особого увеличения эффективности производства.

Ещё в 1987 году Роберт Солоу говорил, что «эпоха компьютеров заметна повсюду, кроме статистики производительности»<sup>339</sup>. Впрочем, оставим теоретикам споры о том, как именно компьютерная революция повлияла на производительность труда. Сегодня уже очевидно, что она радикально изменила мир и нашу жизнь. Однако вскоре, в начале 2000-х годов, во время кризиса интернет-компаний, многие иронично вспоминали недавние радужные ожидания.

Однако, хотя в это десятилетие экономика и не была абсолютно новой, количество всевозможных инноваций, от политических до сугубо финансовых, действительно стало переходить в новое качество. Казалось, что глобализация, информационные технологии и креативный класс начинают изменять мир в лучшую сторону.

### *Эффект богатства*

Правда, неравенство доходов продолжало расти, несмотря на «эффект богатства» (wealth effect), столь характерный для 1990-х. Клинтон считал, что миллионеры эпохи Интернета являются неизбежным побочным продуктом прогресса, хотя лично ему хотелось бы, чтобы богатство в большей мере доставалось среднему классу. По его словам, «всякий раз при переходе к новой экономической модели неравенство усиливается. Именно так случилось, когда мы перешли от аграрного производства к промышленному. Огромные состояния нажили те, кто финансировал промышленную революцию, и те, кто строил железные дороги». А

---

<sup>338</sup> «Я наблюдаю за циклами деловой активности с конца 1940-х годов. Ничего подобного ещё не было. Такая глубина и постоянство технологических изменений отмечается раз в 50–100 лет» (Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 170).

<sup>339</sup> Solow R. We'd Better Watch Out / R. Solow // New York Times Book Review. – 1987. – 12 July. – P. 37.

на пороге «цифрового века появились интернет-миллионеры»<sup>340</sup>.

Слова «эффект богатства» часто можно было услышать в девяностые. Нежданное богатство тогда пришло ко многим – даже в странах бывшего СССР. Правда, здесь это было быстро полученное богатство от перераспределения собственности, начавшейся после распада Советского Союза, и от приватизации государственных предприятий, переходивших по сниженной цене в руки «своих людей». А в странах с рыночной экономикой нежданное богатство в те годы возникло совсем иным путём.

Во время роста экономики и стабильного повышения курсов бумаг стоимость портфеля инвесторов начала увеличиваться без каких-либо действий самих инвесторов. В 1990-е годы это повышение стоимости инвестиционного портфеля называли новыми словами, быстро ставшими модными, – «эффект богатства». А многие финансовые посредники, которых становилось всё больше и больше, соблазнительно предлагали и дальше вкладывать свою прибыль в ценные бумаги.

Это сильно повышало оптимизм инвесторов. Можно было сколько угодно говорить, что этот оптимизм иррациональный, и что такие повышения стоимости портфеля уже не раз бывали когда-то перед кризисами – инвесторы не слушали, потому что всё это было «когда-то», а не здесь и сейчас. Память о бывших в прошлом бумагах и крахах быстро стирается с естественной сменой поколений, а книг по финансовой истории большинство инвесторов не читает.

На фоне увеличения своего богатства инвесторы, чувствуя себя платёжеспособными из-за роста доходности их портфеля, активнее брали кредиты. Они покупали не только новые дома и машины, но и новые пакеты ценных бумаг. По оптимистичным прогнозам тех лет, в 1996 году инвесторы должны были вложить в них 50 млрд долларов. Многим этот прогноз казался нереалистичным. Ведь основную часть акций держали пенсионные фонды, и рядовые инвесторы не имели отношения к прибылям этих фондов. Но как бы там ни было, инвестировали в ценные бумаги в те годы многие. И достаточно крупные суммы. Росло и реальное потребление товаров и услуг (в среднем на 4,6% в год).

---

<sup>340</sup> Цит. по: Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 167.

## *Интернет-бум*

### *Доступность информационных технологий*

До начала 1990-х годов Интернет не только не имел массового распространения, но и был мало известен за пределами узких кругов специалистов по информационным технологиям. Идею Интернета в его нынешнем виде – «Всемирной сети» (World Wide Web) – предложил в 1989 году британский ученый Тим Бернерс-Ли, веривший, что «Интернет принадлежит всем»<sup>341</sup>. Доступной для обычных пользователей Сеть стала с середины 1990-х годов.

Началом интернет-бума считается 9 августа 1995 г., когда небольшая компания Netscape из Кремниевой долины произвела первичное размещение акций. Компания к тому времени существовала два года и не приносила прибыль, но её программный продукт – один из первых браузеров Netscape Navigator – произвёл настоящую революцию среди пользователей Интернета. Если раньше этой сетью пользовались преимущественно учёные, инженеры и разработчики компьютерного софта, то распространение удобного для простых пользователей Навигатора создало действительно глобальное «киберпространство», как его тогда называли. Я тоже когда-то начинал свой web-сёрфинг и познание Интернета с Навигатора, и он оставил хорошие воспоминания, хотя вскоре его сменили другие, более продвинутые браузеры.

В первый же день после размещения акций Netscape их цена выросла с 28 долларов до 71, удивив многих инвесторов. Желających купить эти бумаги было так много, что на банк Morgan Stanley обрушился шквал телефонных звонков, и для работы с заказами на эти акции пришлось установить отдельную «горячую линию». Рост акций продолжался, и к ноябрю этого года по капитализации Netscape обогнала некоторые крупные компании (в том числе Delta Airlines), не говоря уже о более мелких, а основатель Netscape Джим Кларк (James Clark), стал первым интернет-миллиардером. Уже через несколько месяцев после появления нового программного продукта компания стала признанным лидером.

---

<sup>341</sup> Историю создания Всемирной сети он описывает в своей книге: Berners-Lee T. Weaving the Web: Origins and Future of the World Wide Web / T. Berners-Lee. – N. Y.: Texere Publishing, 1999.

Начался общий ажиотаж вокруг бумаг компаний, связанных с информационными технологиями, ещё больше разогревая и без того активный рынок акций. Объёмы продаж новой операционной системы Windows 95 компании Microsoft за один только первый день достигли 700 млн долларов – спрос был просто ажиотажным. Вскоре у большинства офисных работников появились персональные компьютеры, а первые веб-дизайнеры не справлялись с потоком заказов на создание сайтов. Индекс Доу – Джонса превысил 4000, а потом и 5000 пунктов, и за 1995 год вырос более чем на 30%. Ещё больше, на 40%, вырос индекс биржи NASDAQ, ориентированной на высокотехнологические компании. Рост продолжался и в 1996 году.

Технологический бум середины девяностых, быстрое возникновение, подъём и исчезновение всевозможных интернет-компаний невольно вызывает воспоминания о старой идее «созидательного разрушения» Шумпетера. Хотя, в сущности, дело даже не в Шумпетере. «Старое уходит, новое приходит» – говорит древняя китайская мудрость. Так было всегда, и так всегда будет. В Кремниевой долине быстро появлялись и исчезали новые компании, некоторым из которых было суждено потом прославиться. В мае 1995 года Билл Гейтс распространил среди сотрудников Microsoft своё эссе «Приливная волна Интернета» (The Internet Tidal Wave), сравнивая массовое использование Сети с той революцией, которую вызвало появление персональных компьютеров. На той, первой приливной волне и поднялся Microsoft. А компании, которые, по словам Гейтса, не смогут приспособиться к новой «приливной волне Интернета», не выдержат конкурентной борьбы и будут вытеснены с рынка<sup>342</sup>.

Действительно, распространение Интернета создало принципиально новые возможности для сбора и распространения информации, что только ускоряло «созидательное разрушение», приводя к перемещению капиталов в наиболее конкурентоспособные компании. Хорошим примером этого являются судьбы General Motors и Google. General Motors, типичная крупная корпорация индустриальной эпохи, в ноябре 2005 г. объявила о планах сократить 30 тысяч сотрудников и закрыть 12 заводов. Её прибыли падали, отчасти из-за того, что она направляла миллиарды долларов на финансирование будущих пенсий для персонала, а не на иннова-

---

<sup>342</sup> May 26, 1995: Gates, Microsoft Jump on “Internet Tidal Wave” // Wired. – 1995. – May 26. – <http://www.wired.com/2010/05/0526bill-gates-internet-memo>.

ционные разработки. В то же время эти капиталы General Motors инвестировала через свой пенсионный фонд в самые прибыльные финансовые инструменты, в том числе в акции Google – одной из крупнейших и наиболее успешных интернет-компаний<sup>343</sup>.

Растущая доступность информационных технологий стала характерной чертой 1990-х годов, и это касалось прежде всего стоимости услуг. После того как массовое распространение получили персональные компьютеры, а потом Интернет, разговоры по телефону можно было заменить перепиской по электронной почте (которая сама по себе ничего не стоила), а в 2000-е – по Скайпу. В начале 1990-х мобильные телефоны стоили больше тысячи долларов и их могли себе позволить только состоятельные люди. К концу 1990-х ими уже широко пользовались студенты; купить телефон могли большинство жителей развитых стран.

Снижение стоимости связи ускоряло глобальную экономическую интеграцию, а также уменьшало стоимость финансовых операций. К тому же проводить эти операции между любыми странами и континентами теперь стало почти так же легко, как и внутри своей страны. Растущая доступность информации, в том числе и финансовой, привела к тому, что на смену золотому стандарту начала XX века пришёл «информационный стандарт», в чём-то гораздо более жесткий, чем золотой. Любую финансовую информацию становилось всё легче и легче получить, а главное – проверить.

### *Появление электронного трейдинга*

Массовое распространение Интернета создало действительно радикальную инновацию на рынке ценных бумаг – электронный трейдинг, позволявший с помощью подключённого к глобальной Сети компьютера не только получать

---

<sup>343</sup> Первая эмиссия акций Google была проведена 19 августа 2004 г. на бирже NASDAQ по цене 85 долларов за акцию, от их размещения было получено 1,2 млрд долларов. Акции стали быстро расти, и только за один 2005 год капитализация Google увеличилась в три раза и достигла 800 млн долларов. В ожидании дальнейшего роста за счёт спроса инвесторов цена на акции поднялась настолько, что к концу 2005 г. она в 11 раз превышала рыночную стоимость акций General Motors. А за 10 лет акции Google выросли на 1294%. Инвестор, вложивший в эти бумаги в 2004 году 10 тыс. долларов, сегодня мог бы получить за них 139 458 долларов.

самую свежую биржевую информацию, но и проводить операции по покупке и продаже ценных бумаг, что гораздо важнее, чем сама по себе информация. Электронный трейдинг сократил и время на проведение операций, и расходы на них. Место, где находится трейдер, утратило значение – ему уже не обязательно было быть присутствовать на бирже или в офисе компании, и он мог проводить сделки из своего дома. В 1990-е годы электронный трейдинг только начал зарождаться, чтобы расцвести в следующее десятилетие.

Ещё в первой половине 1990-х годов на многих биржах операции проводились, как и сто лет назад – в торговом зале, или «яме», как говорили биржевики. Там трейдеры толпились, выкрикивая заказы или подавая знаки руками. Те, кто мог протолкнуться ближе, громче крикнуть или выше поднять руку, получали самые выгодные сделки. Поэтому лучших результатов часто добивались крепкие молодые мужчины, имевшие отношение к спорту. Многие из них не имели никакого финансового образования – оно им было ни к чему, а успех зависел от способности чувствовать настроение рынка.

В брокерских компаниях операции проводились с помощью телефона, хотя там уже появились компьютеры, на экранах которых отражались свежие котировки бумаг. «Брокерский зал был просторным, примерно пятьдесят на семьдесят футов. Обстановка просто подавляла: все эти письменные столы, телефоны, компьютерные мониторы – и наглые яппи». Перед началом рабочего дня они «сидели без пиджаков, развалившись в своих креслах, читали “Уолл-стрит джорнэл” и явно наслаждались своим положением». А потом в зале раздался громкий звонок, объявивший об открытии рынка. «Через несколько минут все, кто был в зале, бешено расхаживали по нему, дико жестикулируя и крича в трубки, отчего в помещении стоял дикий рёв. Я впервые услышал рёв брокерского зала Уолл-стрит, больше всего похожий на рёв огромной толпы. Я никогда не забуду тот момент, ведь этот звук полностью изменил мою жизнь»<sup>344</sup>.

Всё изменилось с появлением электронной торговли, столицей которой в 1990-е на время стал Лондон. Почувствовав ветер перемен, в лондонский Сити стекались финансовые авантюристы, движимые извечной мечтой быстро разбогатеть. Биржевые «ямы» пустели, а крепкие спортивные парни с громкими голосами перемещались в новые

---

<sup>344</sup> Белфорт Д. Волк с Уолл-стрит / Д. Белфорт. – М.: Аст, 2016. – С. 5.



трейдинговые компании (такие как лондонская MacFutures и другие), где им предоставляли место возле компьютера. Костюмы стали не нужны, и трейдеры с облегчением сняли галстуки, перейдя на спортивную одежду. Крик в телефонные трубки тоже ушёл в прошлое – всё происходило молча, перед компьютерами, где сидели парни, погружённые в созерцание светящихся строк с котировками, бегущих по экранам. Теперь трейдеры уже не были посредниками (посредником в совершении операций стали компьютеры), и они совершали сделки на свой страх и риск, открыв для себя новую азартную игру – глобальное казино. А именно таким казино становился рынок ценных бумаг с появлением электронного трейдинга.

### *Ник Лисон*

Одним из знаменитых трейдеров того времени был двадцативосьмилетний Ник Лисон (Nick Leeson) из банка Barings, прославившийся тем, что довёл до банкротства один из старейших в Англии банков. Его приняли в 1989 году (до этого Лисон работал в нескольких других английских банках), и за три года он неплохо проявил себя в отделениях Barings в Гонконге и Джакарте. В 1992 году Лисона перевели в сингапурское отделение, где он стал управляющим по операциям с деривативами на Сингапурской международной валютной бирже (Singapore International Monetary Exchange, SIMEX). Так как до того Ник хорошо зарекомендовал себя, ему разрешили самостоятельно заниматься трейдингом с использованием капиталов банка.

Ник Лисон и находившаяся у него в подчинении небольшая группа трейдеров проводили операции с фьючерсами и опционами по поручению клиентов банка, а также арбитражные сделки с фьючерсами на индекс Nikkei 225, используя разницу их курса на сингапурской бирже SIMEX и на бирже японского города Осака. Считалось, что риск в таких арбитражных сделках небольшой, и поэтому операции Лисона практически не контролировались, тем более что в 1994 году они принесли банку 30% всей его прибыли.

Проблемы начались, когда один из трейдеров Лисона допустил ошибку, и чтобы не признавать потери, Ник открыл специальный счёт, на котором стал маскировать убытки. В конце 1992 года они достигли 2 млн фунтов, в конце 1994 г. – 208 млн фунтов. Так как потери скрывались, Лисон

и его трейдеры показывали высокую прибыльность своих операций. Отступать уже было поздно, и вся надежда была только на то, что когда-то при удачных сделках убытки можно будет покрыть, не привлекая внимания, а счёт ликвидировать.

Последней его операцией стала крупная сделка с опционами на индекс Nikkei 225. Позиция Лисона достигла 7 млрд долларов, и если бы всё шло по плану (а обычно колебания индекса Nikkei 225 были очень незначительны), он мог бы получить крупную прибыль и незаметно покрыть все накопившиеся потери. Но «счастливчику Нику» не повезло – 17 января 1995 года сильное землетрясение разрушило часть японского города Кобе, погибло 6,5 тыс. человек, после чего индекс Nikkei 225 за неделю упал на 7%. У Лисона назревали крупные проблемы, и он пошел на совсем рискованный шаг, ещё больше увеличивая свою позицию – стал активно скупать фьючерсы на индекс Nikkei 225, чтобы таким образом создать видимость спроса на них и остановить падение этого индекса. Но игра оказалась неудачной – индекс продолжал падать, а убытки Лисона росли. Потом руководство банка утверждало, что ничего не знало об аферах сингапурского филиала, однако все операции Лисона были зарегистрированы, и топ-менеджеры банка легко могли получить доступ к информации по ним, в том числе к данным о растущих потерях. Вероятно, на игру Лисона закрывали глаза, надеясь, что он как-то выкрутится. «Начальство Лисона считало, что он зарабатывает деньги на безопасных арбитражных операциях» и можно ни о чём не беспокоиться, так как «он уже успешно делал это в прошлом»<sup>345</sup>. Сам же Лисон говорил, что у руководителей банка, гордившихся своим аристократическим происхождением, «было слишком много голубой крови в голове, и она мешала им увидеть очевидное мошенничество» с его стороны. Они «боялись показать, что ничего не понимают во фьючерсах и опционах, и поэтому избегали задавать мне самые элементарные вопросы»<sup>346</sup>. 24 февраля, понимая, что игра окончена, Лисон срочно уволился, оставив после себя потери на 1,3 млрд долларов (что в два раза превосходило капитал банка) и записку со словом «Извините». Через три дня банк обанкро-

---

<sup>345</sup> Norris F. Market Watch; Is It Now Time For Gun Control On Wall Street? / F. Norris // The New York Times. – 1995. – March 5.

<sup>346</sup> Norris F. Upper-Class Twits Made Me Do It / F. Norris // The New York Times. – 1996. – March 31.

тился и его купила за символическую сумму 1 фунт нидерландская финансовая группа ING.

Что заставляло Ника идти на эти аферы? Вероятно, причина была сугубо психологической – желание любой ценой не показать, что удача отвернулась от трейдера. Так появился фиктивный счёт для сокрытия потерь, где эти убытки стали нарастать. Видимо, по этой же причине (во всяком случае, именно так считает Терри Бернхем), когда рынок явно пошёл вниз, Лисон вместо того, чтобы хотя бы сейчас признать убытки и избавиться от невыгодной позиции, упорно её увеличивал, что и привело к краху<sup>347</sup>.

Лисон понимал, что по законам Сингапура за открытие фиктивного счёта для сокрытия убытков его могли приговорить к смертной казни, и если дело дойдёт до суда и тюрьмы, то пусть это лучше будет в Англии. Он с женой уехал из Сингапура в Таиланд, а оттуда на несколько дней в Малайзию, чтобы отпраздновать свой день рождения (поразительно крепкие нервы у парня – в такой ситуации он празднует свой день рождения!). Арестовали его в аэропорту Франкфурта по пути в Лондон и выслали обратно в Сингапур, где он был осуждён на 6,5 лет. В тюрьме ему пришлось провести четыре года, пока он не заболел раком. К тому времени Лисон уже был знаменит, о нём писали все газеты, и сингапурские власти, заботясь о своём престиже, оплатили его лечение и освободили досрочно.

История Лисона обростала легендами – все говорили о его невероятных доходах в Сингапуре, об огромной квартире, которую банк оплачивал как служебное жильё, о роскошном «Порше» и приватной яхте, на которой он, по слухам, бежал в Таиланд. Слухи о яхте и дорогой машине были вымыслом – у Ника не было ни яхты, ни «Порше», а за квартиру банк платил около 4 тысяч долларов в месяц, что для Сингапура, где жизнь дорогая, вполне обычная цена. А вот его комиссионные были действительно немалыми – в общей сложности около четырех миллионов долларов, плюс зарплата за время работы в банке – 320 тысяч долларов. Хотя... если сравнить это с доходами трейдеров следующего десятилетия, получавших по миллиону в месяц, то успехи Лисона покажутся скромными.

---

<sup>347</sup> Бернхем Т. Подлые рынки и мозг ящера: как заработать деньги, используя знания о причинах маний, паники и крахов на финансовых рынках / Т. Бернхем. – М.: Эксмо, 2008. – С. 53.

Сегодня Ник Лисон разъезжает по миру и читает лекции на тему «Не нужно делать так, как я», на которых неплохо зарабатывает, как говорят – миллион в год (ведь билеты на лекции стоят по 500 долларов). А его книга «Rogue Trader», написанная в тюрьме (первое издание вышло в 1996 году), была опубликована в русском переводе<sup>348</sup>.

### *Спекулятивный пузырь на рынке акций*

В 1996 г. в США рост ВВП достиг 6% в год (по американским меркам нормой считались 2,5%) и налицо были все признаки бума. А в октябре 1996 г. индекс Доу – Джонса превысил рубеж в 6000 пунктов. Индивидуальные инвесторы массово вкладывали свои пенсионные сбережения в акции – их рынок демонстрировал наибольший рост. Кроме основной причины бума на рынке акций – радикальных инноваций в информационных технологиях – подъём усиливало благоприятное стечение целого ряда экономических (да и не только экономических) обстоятельств: быстрого роста производительности труда, ожидания повышения прибыльности акций со стороны инвесторов, дерегуляции рынков и ослабление корпоративного контроля, а также доступность кредитов. Хотя часто говорят и пишут, что всякий бум на рынке ценных бумаг уникален и неповторим, как и всякий крах (с этим трудно не согласиться), бум 1990-х очень напоминал бум в 1920-е годы.

Рост объёмов рынка акций действительно впечатлял. В 1990 г. он составлял 60% ВВП, и по этому показателю США уступали только Японии, бывшей на пике раздувания спекулятивного пузыря. В 1996 году капитализация американского рынка акций достигла 120% ВВП и составляла 9,5 трлн долларов. Такой бум на рынке акций способствовал общему экономическому подъёму, но не мог не беспокоить – в памяти ещё была свежа история японского коллапса 1990 года. При столь высокой капитализации американского рынка акций спекулятивный пузырь был налицо, и повышение цен акций отражало степень нереалистичности ожиданий инвесторов, чрезмерно увлечённых новыми технологическими достижениями постиндустриальной эпохи. Многие называ-

---

<sup>348</sup> Лисон Н. Как я обанкротил «Бэрингз». Признания трейдера-мошенника / Н. Лисон. – М.: Кейс, 2011.

ли оптимизм инвесторов иррациональным, а Роберт Шиллер даже написал об этом целую книгу<sup>349</sup>.

Тем временем пузырь продолжал надуваться и «блуждающие» настроения не ослабевали. В начале февраля 1997 г. индекс Доу – Джонса приблизился к 7000 пунктам, но экономика оставалась устойчивой. Чтобы затормозить раздувание пузыря, ФРС 25 марта повысила учётную ставку с 5,25% до 5,5%. После этого индекс Доу – Джонса упал почти на 500 пунктов (около 7%), но это длилось недолго и вскоре рынок поднялся на 10%, а индекс Доу – Джонса достиг 7800 пунктов. «В конце 1990-х годов в экономике наблюдался такой подъём, что по утрам, глядя в зеркало, приходилось говорить себе: “Не забывай, что всё это временно. Не этого следует ожидать от нашего мира”... История не раз показывала, что такие подъёмы не могут быть и не будут вечными»<sup>350</sup>.

Плоды роста почувствовали все: с 1993 по 2000 г. реальный годовой доход средней американской семьи стал больше на 8000 долларов. Настроение в обществе полностью изменилось – разочарованность и пессимизм 1980-х годов ушли в прошлое, и на смену им пришла уверенность в будущем. В то время как Европа вместе с Японией сползали в экономическую депрессию, Америка притягивала к себе эмигрантов со всего мира – особенно американские университеты и ИТ-компании из калифорнийской Кремниевой долины.

В эти годы уже мало кого интересовало консервативное долгосрочное инвестирование – всех привлекали краткосрочные спекулятивные операции, обещавшие прибыль прямо сейчас. По словам Джона Богла, «в 1951 году, когда я начинал свою карьеру, долгосрочное инвестирование считалось священным... Однако за последние несколько десятилетий сама природа финансового сектора... изменилась, и не в лучшую сторону. Культура краткосрочных спекуляций быстро распространилась, подменяя собой культуру долго-

---

<sup>349</sup> Шиллер Р. Иррациональный оптимизм. Как безрассудное поведение управляет рынками / Р. Шиллер. – М.: Альпина Паблишер, 2013.

<sup>350</sup> «Но этот экономический бум продолжался дольше, чем можно было предположить. На протяжении 1990-х годов экономика росла более чем на 4% в год... прирост американской экономики составлял примерно 400 млрд долларов в год. Вся экономика бывшего СССР “весила” столько же» (Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 185).

срочного инвестирования»<sup>351</sup>. Хотя эти две культуры существовали на финансовых рынках на протяжении всей их истории, в 1990-е годы краткосрочные спекуляции начали вытеснять стратегии долгосрочного инвестирования. Следствием этого стало появление сложных экзотических финансовых инструментов, характерных для этого десятилетия, и рост количества операций с деривативами.

### *Профицит бюджета*

Подъём 1990-х в США привёл к профициту государственного бюджета, возникшему с 1998 г. Дефицит, достигавший в 1992 г. 300 млрд долларов, постоянно сокращался на протяжении последующих пяти лет благодаря удачному сочетанию бюджетного консерватизма и экономического роста. По прогнозам, профицит ожидался немалый – с 1998 по 2008 г. он мог составить 660 млрд долларов (по другим оценкам – 1,1 трлн долларов). Представители демократической партии предлагали направить его на социальные программы, республиканской – на снижение налогов.

А профицит действительно продолжал расти – с 70 млрд долларов в 1998 г. до 124 млрд в 1999 г. и 237 млрд в 2000 году. Президент предлагал зарезервировать его, чтобы использовать на социальные нужды, но президентский срок Клинтона подходил к концу, а скандал вокруг его любовной связи (реальной или вымышленной политическими противниками) с Моникой Левински создал ненужную суету и дискредитировал Клинтона, как и многие его позитивные начинания.

Если вспомнить неконструктивную политику Джорджа Буша, сменившего Билла Клинтона в 2001 году, то понимаешь, что Клинтон был далеко не самым худшим американским президентом, а история с Моникой Левински к сути дела вообще не относится.

---

<sup>351</sup> Богл Д. Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком / Д. Богл. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2014. – С. 17.

## ***Кризисы развивающихся стран***

### *«Азиатский вирус»*

В конце 1990-х, когда Запад был на подъёме, в страны с развивающимися рынками (преимущественно в Азии и Латинской Америке) устремились потоки иностранных капиталов – в основном американских. В большинстве этих стран национальная валюта была привязана к доллару по фиксированному курсу, что, по идее, обеспечивало защиту американских и других иностранных инвесторов от валютного риска. Все считали, что раз в этих странах проводится консервативная фискальная политика, курсы валют стабильны, а экономика демонстрирует высокие темпы роста вместе с таким же быстрым накоплением сбережений. Поэтому возникновения кризисов нечего бояться. К тому же во многих странах Азии, Латинской Америки и Восточной Европы произошёл переход от авторитарных режимов к демократическим. Казалось, что они неуклонно приближаются к западному миру.

В действительности же привязка национальных валют к доллару оказалась самым слабым местом, тем более что она была формальной и ничего не говорила о реальной стабильности национальных валют. На практике заёмщики из развивающихся стран пошли по банальному пути – они конвертировали полученные долларовые кредиты в национальную валюту и начали выдавать займы внутри своих стран под более высокий процент с целью личного обогащения. Расчёт был на то, что после погашения внутренних кредитов они получат свою прибыль, причём немалую, затем конвертируют национальную валюту в доллары по фиксированному курсу и вернут внешние долларовые кредиты. Однако вскоре стало ясно, что национальные банки не могут долго удерживать фиксированный курс валюты, и они быстро израсходовали свои долларовые резервы.

В 1994 г. финансовый кризис начался в Мексике<sup>352</sup>, а во второй половине 1990-х годов серия кризисов охватила страны Азии, получив название «азиатского вируса». Кризисы были системно связаны, что само по себе было беспрецедентным явлением, и в основе этой связи были японские капиталы, выведенные за пределы Японии после начала

---

<sup>352</sup> Этот кризис стал продолжением долгового кризиса 1980-х годов – в истории он остался под названием *Tequila crisis*.

длительного спада. Когда в 1990-е годы в мире возникла настоящая эпидемия спекулятивных пузырей, она распространилась из Японии через Юго-Восточную Азию до США. Начался этот последовательный ряд событий с бума в Японии на рынках недвижимости и ценных бумаг во второй половине 1980-х годов, вызванного быстрыми темпами экономического роста и огромными свободными капиталами – накопленными сбережениями<sup>353</sup>.

После японского финансового кризиса, когда курс иены вырос, японские товары стали неконкурентоспособными. Чтобы снизить их себестоимость, японские компании решили перенести производство в Китай и страны Юго-Восточной Азии. Началось перетекание капиталов из Японии в эти страны, что вызвало во второй половине 1990-х годов спекулятивный бум в Таиланде, Малайзии, Индонезии и Гонконге, закончившийся серией азиатских кризисов. Разговоры об очередном экономическом чуде в Восточной Азии прекратились, и все заговорили о «кумовском», клановом капитализме (*crony capitalism*), который стал причиной всех этих кризисов.

Всем азиатским кризисам предшествовали крупные краткосрочные займы не только в иенах, но и в долларах. Иностранный капитал в большом количестве поступал в Таиланд, Индонезию, Южную Корею и Малайзию, в меньшей мере – в Сингапур, Гонконг и Филиппины. Кризисная волна началась после того, как 2 июля 1997 г. произошёл обвал тайского бата, а к концу года – и малайзийского ринггита, после чего в этих странах финансовый кризис перерос в глубокий спад. Затем кризисная волна затронула Гонконг, Филиппины, Сингапур, Индонезию. Как и в странах Латинской Америки, кризису предшествовала либерализация и дерегуляция финансовых рынков, сопровождавшаяся амбициозными планами – малайзийскую столицу Куала-Лумпур хотели сделать основным финансовым центром Азии.

---

<sup>353</sup> В это же время на рынке недвижимости в Финляндии, Норвегии и Швеции возник ещё один спекулятивный пузырь, также связанный с японскими капиталами. Когда японские банковские регулирующие органы ослабили ограничения на операции японских банков за границей, это совпало с ослаблением ограничения на объём иностранных кредитов в скандинавских странах. Туда устремился поток японских капиталов в форме кредитов филиалов японских банков, расположенных в Лондоне, Цюрихе и в различных офшорных центрах. Это привело к быстрому росту цен в северных странах и на недвижимость, и на акции.



Вскоре угроза нависла над Южной Кореей, занимавшей 11-е место в мире по размеру экономики. Там также был ослаблен контроль за колебаниями учётной ставки и за иностранными кредитами. После этого деятельность корейских финансово-промышленных групп (чеболов), оказалась бесконтрольной. Западные инвесторы, в том числе взаимные фонды, рассматривали Южную Корею (да и другие страны Юго-Восточной Азии) как безопасное и выгодное место для инвестирования своего капитала.

Однако в январе 1997 года южнокорейский чебол Hanbo объявил себя банкротом, затем проблемы начались у компаний Sammi Steel и KIA Motors. Японские банки предупредили ФРС США и МВФ, что положение финансовой системы Кореи нестабильное, поэтому они могут в любой момент прекратить кредитование. Все надеялись на то, что центральный банк Кореи располагает долларовыми резервами на 25 млрд, и это защитит страну от «азиатского вируса». В Корею сработала всё та же схема – правительство раздало долларовые резервы в виде кредитов, и когда представители МВФ спросили у корейских банкиров, почему они не выбрасывают на рынок резервы, оказалось, что их давно уже нет.

Так как финансовый крах Кореи создал бы слишком много проблем для мировой экономики, МВФ пришлось собрать беспрецедентную по своим размерам помощь – 55 млрд долларов. Такая помощь была плохим примером для инвесторов – те считали, что могут и дальше вкладывать капиталы в экономику нестабильных стран, веря, что МВФ или правительство США в критический момент всё равно придёт им на помощь.

### *Российский дефолт*

В августе 1998 г. вирус дефолтов снова напомнил о себе, на этот раз в России<sup>354</sup>. Толчком к нему стало падение цен на нефть до 11 долларов за баррель. МВФ был готов оказать помощь и выделил 23 млрд долларов, но российское правительство дало понять, что для него не приемлемы ус-

---

<sup>354</sup> Истории рынка ценных бумаг в России конца XX – начала XXI века посвящена обстоятельная книга Якова Миркина (Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я. М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002).

ловия МВФ (хотя они были обычными в подобных случаях) в отношении проведения экономических реформ. В ответ на такую позицию МВФ решил не помогать России и позволил событиям развиваться естественным путём, что закончилось падением курса рубля и полномасштабным финансовым кризисом. «Объективной причиной неплатёжеспособности правительства РФ... стала отрицательная динамика цен на все экспортные товары в 1997–1998 гг., например на нефть», а также «азиатский финансовый кризис... и, как следствие, сокращение объёмов денежных ресурсов, направляемых международными инвесторами на формирующиеся рынки ценных бумаг... включая Россию»<sup>355</sup>.

Незадолго до обвала рубля Джордж Сорос опубликовал 13 августа 1998 года в *Financial Times* письмо, в котором заявил, что началась завершающая стадия обвала российского финансового рынка. Он также призывал к немедленной девальвации рубля и его привязке к одной из мировых валют (судя по всему, подразумевался доллар). Это заявление многим напомнило его игру на понижение во время обвала британского фунта в 1992 году. Слова Сороса и в этот раз вызвали панику. Начались массовые продажи российской валюты, что ускорило её падение и валютный коллапс.

Вскоре в России был введён мораторий на уплату долгов, и российские бумаги почти полностью обесценились. Естественно, у многих возникли мысли, что Сорос имел свои корыстные цели. Он в тот же день сообщил прессе, что не ведёт игру на понижение российского рубля и не совершает операции с российскими бумагами, но это ещё больше усилило подозрения. Пресса, оправдывая Сороса, утверждала, что он и сам потерял 2 млрд долларов на российском дефолте. Однако работавшие с Соросом люди позже признались, что на самом деле его убытки были гораздо меньше.

Видимо, мы так и не узнаем правды о роли Сороса в российском дефолте. Как бы там ни было, этот кризис стал шоком для инвесторов, вложивших в Россию огромные капиталы. В какой-то момент казалось, что российский дефолт вот-вот вызовет общемировой финансовый крах. Многие считали, что Запад в любом случае будет помогать России

---

<sup>355</sup> Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я. М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – С. 280–281.

хотя бы потому, что в ней слишком много ядерного оружия. Но надежды инвесторов не оправдались.

Трудно сказать, было ли решение МВФ не помогать России правильным с точки зрения интересов самого фонда, но получилось, что с него началась цепочка событий, изменившая траекторию развития рыночной экономики России. Если до 1998 года казалось, что российская экономика вполне может влиться в общемировую, то потом она стала всё больше отклоняться от этого пути, а на смену рыночным принципам стали приходить другие, связанные с традиционным для России вмешательством государства в экономику. Впрочем, даже если бы МВФ тогда оказал помощь, думаю, что Россия всё равно бы пошла по тому пути, по которому она идёт сейчас, – слишком сильно влияние многовековых традиций<sup>356</sup>.

Российский дефолт имел гораздо большее влияние на американский финансовый рынок, чем азиатские кризисы. Прежде всего, из-за объёмов капитала, инвестированных в российскую экономику. В конце августа индекс Доу – Джонса упал более чем на 1000 пунктов (около 12%), а банки ограничили выдачу кредитов и повысили по ним ставки. Все опасались, что волна кризисов может стать той последней каплей, которая вызовет обвал на американском рынке и окончание семи лет непрерывного подъёма. Возможно, российский дефолт действительно приблизил кризис интернет-компаний в 2000 году, но в 1998-м период роста на американском рынке ещё не закончился – он продолжался до конца 2000 года<sup>357</sup>.

Кризисная волна докатилась и до Латинской Америки – в конце 1997 г. кризис начался в Бразилии (экономика которой была стабилизирована благодаря экстренной помощи МВФ), в 2000 г. в Аргентине, в 2002 г. в Уругвае. Казалось,

---

<sup>356</sup> Подробнее об этих традициях: Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг Российской империи. – London: Xlibris, 2014 (в частности, в главе «Русский Амстердам»).

<sup>357</sup> «Проблема Америки была не в том, что её экономика выдохлась, а в том, что технологическая революция и стремительная глобализация породили дисбаланс, который создавал напряжение в мировых финансовых системах... США физически не могут оставаться оазисом процветания посреди мира, в котором всё сильнее проявляются негативные тенденции... Нам никогда не извлечь максимальной выгоды из технологической революции, если другие государства тоже не воспользуются её результатами» (Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 194).

что кризисам волне не будет конца. Угроза глобальной рецессии становилась всё более реальной.

## *Управление рисками*

### *Первые хедж-фонды*

Вначале хедж-фонды создавались для хеджирования<sup>358</sup> рисков, иными словами, – чтобы подстраховаться от внезапного спада на рынке и уменьшить вероятность возникновения убытков. Создателем первого хедж-фонда был Альфред Уинслоу Джонс (1900–1988), американец австралийского происхождения, в прошлом вице-консул в Берлине, затем редактор журнала *Forbes*. Джонс предложил простую, но революционную по своей новизне идею – соединить в одном портфеле длинные позиции по акциям с короткими. Короткая продажа падающих акций в ожидании дальнейшего снижения их цены должна сопровождаться одновременной покупкой других акций с увеличением обеих позиций за счёт заёмных средств, чтобы застраховаться от риска получения убытков. Джонс считал, что поскольку предугадать поведение рынка невозможно, комбинированный инвестиционный портфель позволит получать прибыль и на растущем, и на падающем рынке. Использование такой «спекулятивной технологии», как он её называл, с открытием одновременно и коротких, и длинных позиций позволит получить прибыль и на стабильном рынке, и на нестабильном. Максимальной доходность такого портфеля будет на рынке без чётко выраженного тренда, когда акции в длинной позиции растут, а в короткой падают.

Новую схему вознаграждения управляющих хедж-фондов также изобрёл Джонс. Если в паевых инвестиционных фондах комиссия обычно составляла 2% от суммы находившегося в управлении капитала (что было стимулом не столько приумножить капитал, сколько сохранить его), то в хедж-фондах вознаграждение составляло 20% от прибыли. Это стимулировало управляющих не только сохранять капитал, но и получать прибыль.

В 1949 году Джонс создал первый хедж-фонд, вложив в него 40 тыс. долларов своих капиталов и 60 тыс. – инвесторов. К середине 1960-х годов успех фонда Джонса стал

---

<sup>358</sup> От англ. hedge– «ограничение».

очевидным. В 1961–1965 гг. его доходность на 100 процентных пунктов опередила самый популярный тогда взаимный фонд Fidelity Trend Fund. У Джонса появилось много последователей, и уже в 1967 году в США было 140 хедж-фондов.

Сама идея управления рисками была новой и многообещающей – кто из инвесторов не хотел бы избавиться от них в своих капиталовложениях, или хотя бы уменьшить эти риски? Вначале казалось, что хедж-фонды действительно могут решить проблему. Но вскоре стало ясно, что их название условное и часто имеет весьма отдалённое отношение к управлению рисками. По сути, хедж-фонды оказались теми же инвестиционными фондами, но только для богатых клиентов, занимающихся спекулятивными операциями с повышенным риском.

Хедж-фонды не имели права рекламировать свои услуги. Принимать вклады они могли только от опытных инвесторов с доходом минимум 200 тыс. долларов в год и состоянием не меньше 1,5 млн долларов. Считалось, что крупные и состоятельные инвесторы этих фондов – опытные участники рынка, и они сами отвечают за свои действия и за возможные убытки. Поэтому деятельность хедж-фондов практически не регулировалась, что открыло широчайший простор для спекуляций. И они этим пользовались, связываясь во всякие опасные операции и заполняя свои портфели самыми прибыльными, но и самыми рискованными деривативами. Никакого хеджирования, т. е. страхования рисков, в большинстве фондов уже не было – они стали просто фондами высокодоходных и высокорискованных инвестиций для богатых.

Многие управляющие хедж-фондов отошли от первоначальной идеи Джонса, что нужно одновременно открывать и короткие, и длинные позиции, и на растущих рынках увлеклись длинными позициями, агрессивно используя заёмный капитал. В сущности, это были уже не хедж-фонды, а обычные взаимные фонды, набравшие кредитов для финансирования операций. Многие из них понесли огромные убытки с началом спада на рынке в 1968 г., другие обанкротились во время нефтяного кризиса 1973 года. В 1984 году в США осталось всего 68 хедж-фондов, утративших популярность.

### *Джулиан Робертсон и хедж-фонд Tiger*

Чтобы совершить прорыв, нужны были управляющие нового поколения. Ими стали в 1980-е Джулиан Робертсон, Майкл Стайнхардт, Джордж Сорос и другие. В 1986 году после статьи в журнале *Forbes* все заговорили об успехах хедж-фонда Tiger Management Джулиана Робертсона (Julian Robertson), показавшего в 1980–1986 годах совершенно невероятную годовую доходность – 43%. С 1980 по 1990 год тысяча долларов, вложенная в фонд Робертсона, превратилась с учётом сложных процентов и реинвестирования прибыли в миллион. Успех Робертсона объяснялся тем, что он не отходил от стратегии Джонса. Не намного отставал от него и Джордж Сорос – среднегодовая доходность его фонда Quantum с 1969 по 2004 год составила 30%. Хедж-фонды по доходности явно опережали лучшие взаимные фонды – и Vanguard, и Vindsor Fund, и даже непотопаемую компанию Berkshire Hathaway Уоррена Баффета.

В 1990-е годы фонд Робертсона процветал – до самого начала XXI века. К тому времени Робертсон (как и Сорос) отошел от сравнительно простой и понятной первоначальной идеи хедж-фонда с сочетанием в одном портфеле коротких и длинных позиций в сторону глобального макроинвестирования (Global Macro), основанного на прогнозировании событий в мировой экономике, таких как колебания цен на нефть или курсов основных валют. В случае удачного прогноза сделанные хедж-фондом миллиардные ставки приносили огромные прибыли.

К началу 2000-х годов фонд Робертсона слишком разросся и стал негибким. Активы Tiger достигли 23 млрд в 1997 году, опередив Quantum Сороса (20 млрд). Но так как ёмкость рынка акций и других ценных бумаг имеет свои пределы, Робертсону стало всё труднее покупать крупные пакеты бумаг так, чтобы не влиять на их цену, не говоря уже о том, чтобы поддерживать на необходимом уровне норму прибыли фонда. Это ещё больше подталкивало его к глобальному макроинвестированию на рынках валют или фьючерсов, что могло дать 20–30% в неделю. Одной из самых известных его операций стало открытие крупной короткой позиции по тайскому бату в июне 1997 года. До конца года валюта Таиланда упала в цене на 30%, а Робертсон заработал миллиарды. Вероятно, его короткая позиция сыграла не последнюю роль в обвале бата, что вызвало затем целый ряд азиатских кризисов.

В следующем 1998 году ему не так повезло. Наступал пик бума интернет-компаний, все только и говорили об акциях «доткомов», и большинство инвесторов старалось избавиться от бумаг традиционных промышленных корпораций. Однако в портфеле Робертсона (как, впрочем, и Сороса) в длинных позициях преобладали бумаги как раз промышленных компаний, курсы которых снижались, а растущие бумаги «доткомов» он продавал вкороткую, что вело к небольшим убыткам его фонда.

В надежде поправить дела Робертсон сделал крупную ставку на падение иены и рост доллара, но и тут ему не повезло – центральный банк Японии начал активно поддерживать иену, и убытки фонда составили 2,1 млрд долларов. В 1999 году он потерял 19%, в 2000 г. – 13%. Что было дальше, представить нетрудно – инвесторы начали массово покидать фонд, и его активы за полтора года в 1999–2000 гг. сократились с 23 до 6 млрд долларов. Вскоре Робертсон объявил о ликвидации фонда. «Рынки стали совсем иррациональными, и худшие бумаги теперь считаются лучшими», – заявил он, всё бросил и уехал в Австралию, чтобы забыть там о неудачах, занимаясь дайвингом на Большом Барьерном рифе<sup>359</sup>. Хотя пузырь «доткомов» вскоре лопнул, это никак не оправдывает Робертсона. Он неправильно понял тенденции рынка – ведь при другой стратегии он мог ещё год-полтора зарабатывать миллиарды, а накануне краха «доткомов» спокойно закрыть позиции и выйти из игры.

Впрочем, потери в то время понёс не только Робертсон, но и Сорос, и многие другие «макрофонды», после чего их доля сократилась среди других видов хедж-фондов в пять раз – от 71,3% в 1990 г. до 14% в 2004 году, когда снова стала преобладать стратегия соединения в одном портфеле коротких и длинных позиций<sup>360</sup>. С началом упадка глобальных макрофондов, на смену им пришли хедж-фонды гораздо меньшего размера, работающие уже не в мировом масштабе, в отдельных секторах экономики. Стало понятно, что для хедж-фондов быть большими – далеко не всегда хорошо.

Из этих проблем фондов глобальных макроинвестиций выводы сделали не только управляющие фондов, но и инвесторы. Управляющие стали осторожнее относиться к разме-

---

<sup>359</sup> Hakim D. Hedge Fund Industry Creates a Dinosaur: The Macro Manager / D. Hakim // The New York Times. – 2000. – May 6.

<sup>360</sup> Котиков В. Хедж-фонды: игра на рынке по новым правилам / В. Котиков, Д. Нэйл. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – С. 37.

ру хедж-фондов, сдерживая их рост, чтобы они не достигали таких размеров, когда для поддержания доходности необходимо ввязываться в чрезмерно рискованные операции. А инвесторы поняли, что риск вложения своих капиталов в хедж-фонды можно заметно снизить с помощью «фонда хедж-фондов». В этом случае инвестор вкладывал свои капиталы не в один или два хедж-фонда, а в хорошо диверсифицированный и подобранный опытными менеджерами портфель инвестиций в несколько хедж-фондов<sup>361</sup>.

### *Джордж Сорос и Quantum Fund*

Пожалуй, наиболее легендарной фигурой в истории хедж-фондов был Джордж Сорос, один из богатейших людей мира<sup>362</sup>. «Я не предприниматель, создающий компании. Я – инвестор, который даёт им оценку... и мои критические оценки принимают форму решений о покупке и продаже»<sup>363</sup>, – говорит он о себе. В отличие от Моргана или Рокфеллера, Сорос не был владельцем какой-либо промышленной корпорации. Он получал свою прибыль благодаря способности мыслить глобально и предвидеть малейшие движения на финансовых рынках, а также имея возможности привлечь огромные капиталы для своих операций. Так он стал одним из наиболее ярких символов финансового капитализма в самом его чистом виде.

Джордж Сорос вспоминал, что сильное влияние на его формирование как личности оказали годы немецкой оккупации Венгрии, когда над ним и семьёй нависла угроза депортации как евреев, а может быть даже и смерти. «К счастью, мой отец был подготовлен к такому развитию событий: во

---

<sup>361</sup> Обычно количество этих фондов было от 10 до 30. В «фонде хедж-фондов» принципиально меньше стала и минимальная сумма инвестиций – порядка 100 тыс. долларов. К тому же инвестор освобождался от непростой задачи выбора оптимального хедж-фонда – за него это делали специалисты, хорошо знающие рынок. К 2004 году активы «фондов хедж-фондов» достигли 400 млрд долларов (35–40% всех активов хедж-фондов).

<sup>362</sup> Мне он симпатичен своей приверженностью идеям открытого общества и благотворительной деятельностью (гранты Фонда Сороса хорошо известны во многих странах). Он ведь не обязан это делать, и многие из миллиардеров не занимаются ничем подобным. А Сорос почему-то делает всё это, и тратит значительную часть своего личного богатства на продвижение идеи открытого общества. В этом отношении его деятельность, пожалуй, беспрецедентна.

<sup>363</sup> Слейтер Р. Джордж Сорос: жизнь, идеи и сила величайшего инвестора в мире / Р. Слейтер. – М.: Эксмо, 2010. – С. 24.



время революции в России ему довелось пожить в Сибири<sup>364</sup>, и это изменило его... Вернулся он другим человеком... Он растерял свои амбиции и хотел лишь наслаждаться самим процессом жизни», воспитав и в своих детях ценности, «сильно отличавшиеся от принятых в нашем окружении. Ему совершенно не хотелось сколотить состояние или занять видное положение в обществе», и он работал «не больше, чем требовалось для того, чтобы свести концы с концами... Мы были умеренно процветающей, но не типичной буржуазной семьёй, и гордились, что не такие, как все»<sup>365</sup>.

После войны Джордж решил повидать мир и хотел направиться либо в Москву, чтобы понять что такое советский коммунизм, либо в Лондон. Можно только гадать, кем бы стал Сорос, если бы поехал на учёбу в Советский Союз. Ясно лишь, что у него была бы совершенно другая судьба, и пропагандистом идеи открытого общества он бы, скорее всего, не был. Отец отговорил его ехать в Москву, и в сентябре 1947 года юноша с трудом добрался в Лондон, где хотел получить экономическое образование. Жизнь в послевоенной Англии оказалась нелёгкой для молодого венгерского эмигранта. У него не было ни денег, ни друзей, и вскоре он стал чувствовать себя там чужаком. Грела только надежда, что его примут в Лондонскую школу экономики. В то время Джорджу в руки попала книга Карла Поппера «Открытое общество и его враги», оказавшая сильное влияние на формирование системы ценностей и дальнейшую его судьбу. Поппер хорошо понимал, что такие репрессивные системы, как коммунизм и нацизм, по сути мало отличаются друг от друга, противопоставляя им демократическое открытое общество. Сороса, совсем недавно пережившего и нацистскую, и советскую оккупацию, эти идеи сильно впечатлили.

Свою профессиональную деятельность он начал в 1953 году в одном из банков Лондона, познавая на практике принципы арбитража, чтобы получать прибыль, используя

---

<sup>364</sup> С началом Первой мировой войны он добровольцем пошёл на фронт, попал в плен и оказался далеко за Уралом, в тайге. В лагере он организовал побег, решив построить плот и плыть к океану – отчаянный шаг, ведь Тивадар Сорос не знал, что сибирские реки впадают не в Тихий, а в Северный Ледовитый океан. Ему пришлось пережить в России множество приключений, особенно когда там произошла революция.

<sup>365</sup> Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – С. 36–37.

небольшую разницу в ценах бумаг на различных рынках. В 1956 г. Джордж переселился в США, где занимался европейскими ценными бумагами как аналитик и трейдер. Когда президент Дж. Кеннеди ввёл в 1963 г. уравнилительный доход на процентные доходы (interest equalization tax), на практике означавший 15% налог на операции с иностранными ценными бумагами, Сорос стал заниматься американскими акциями – вначале как аналитик, а потом став управляющим одного из первых хедж-фондов.

Этот фонд, основанный в 1969 году под названием Double Eagle Fund и зарегистрированный на карибском острове Кюрасао, был офшорным фондом, доступный для инвесторов, не являющихся гражданами США. Затем фонд был переименован в Quantum Fund. Название символично – «квантитативные фонды» (они же «кванты») используют методы квантитативного, т. е. количественного анализа<sup>366</sup>, применяя компьютерные программы для анализа колебания цен одних и тех же бумаг на различных рынках (например, в Лондоне и Нью-Йорке).

Именно Сорос был одним из главных авторов стратегии глобального макроинвестирования (Global Macro), при которой менеджер хедж-фонда может выбирать любые мировые рынки и любые инструменты на них. Главное – правильно спрогнозировать события и перетекание капиталов с одного рынка на другой, на чём можно получить прибыль. Именно так в 1989 году один из менеджеров Сороса, Стенли Дракенмиллер, вложил 2 млрд долларов в рост немецкой марки. Расчёт был правильным – после падения Берлинской стены в Западной Германии вырос дефицит бюджета из-за дополнительных расходов на восстановление Восточной Германии, а Бундесбанк (центральный банк Германии) поднял процентные ставки, чтобы контролировать инфляцию. Эта операция стала одной из наиболее успешных в истории фонда.

---

<sup>366</sup> Квантитативный анализ на финансовых рынках основан на применении методов прикладной математики и статистики для оценки торгуемых на рынках активов и принятия инвестиционных решений. Особенно часто используется при операциях с деривативами. Квантитативный анализ может приносить большие прибыли, если удастся распознать правильный тренд. Но он связан с большими рисками, возникающими, когда работающие на разных рынках фонды, пользующиеся похожими программами и методами квантитативного анализа, начинают одновременно продавать одни и те же акции, создавая панику.

Дракенмиллер вспоминал, как к нему в кабинет зашёл Сорос и спросил, какова его короткая позиция по доллару против немецкой марки. Дракенмиллер ответил, что один миллиард долларов. «И ты называешь это позицией?» – недовольно спросил Сорос, посоветовав как минимум увеличить позицию до 2 миллиардов. Он так и сделал, и эта операция принесла крупную прибыль. «Сорос научил меня, что когда ты очень уверен в сделке, нужно вкладывать в неё всё... Требуется мужество, чтобы не закрывать прибыльную позицию при огромном левеидже», потому что, как говорил Сорос, если ты прав, то позиция не бывает слишком большой<sup>367</sup>.

Наиболее известным примером глобального макроинвестирования стали масштабные манипуляции Сороса с курсом британского фунта в середине 1992 г., обещавшие большую выгоду. В 1990 г. Великобритания присоединилась к европейскому механизму регулирования валютных курсов (Exchange Rate Mechanism, ERM), бывшему промежуточным шагом на пути создания европейской валюты. На фоне рецессии в британской экономике это породило большие проблемы, и стал назреть валютный кризис.

И тогда Сорос решил его ускорить, играя на понижение британского фунта. Его фонд взял кредиты на 10 млрд фунтов, а потом довёл эту сумму до 15 млрд, после чего начал конвертировать фунты в немецкие марки (курс фунта тогда был привязан к курсу марки). Так Сорос создал себе длинные позиции в марках, играя на повышение их курса, и короткие позиции в фунтах. После этого он развернул пропагандистскую кампанию, в различных интервью рассказывая о том, что повсюду идут короткие продажи фунтов и что британская валюта скоро будет девальвирована. Такой приём давно уже был известен в биржевой игре: если постоянно говорить о том, что определённые бумаги скоро упадут, начиналось беспокойство, инвесторы на всякий случай избавлялись от этих бумаг, и курс их снижался. Сорос хотел, чтобы так произошло с фунтом, и его расчёт оправдался.

В августе 1992 г. за две-три недели британское правительство потратило почти 50 млрд долларов, чтобы удержать фунт от падения, но это так и не удалось сделать. В середине сентября пришлось повысить учётные ставки, что только усиливало недовольство в обществе и политическую

---

<sup>367</sup> Швагер Дж. Новые маги рынка: беседы с лучшими трейдерами Америки / Дж. Швагер. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – С. 281.

напряжённость. А через несколько дней Англия вышла из ERM и провозгласила свободный плавающий курс фунта. За счёт его падения на 19% по отношению к марке в «черную среду» 16 сентября 1992 года Сорос заработал миллиард долларов за один день, назвав его «белой средой». И хотя его роль в этом часто преувеличивают, миллиардер приобрёл славу самого знаменитого спекулянта всех времён и человека, победившего Банк Англии. Подобную игру в это время проводил не только Сорос, но и другие крупные валютные спекулянты, но, пожалуй, столь огромной суммой рисковал только Сорос.

Мог ли сохраниться неизменным курс фунта, если бы Сорос не участвовал в этой игре? Скорее всего, нет. Давление на фунт росло и до того, и многие предсказывали неизбежный выход Великобритании из ERM независимо от действий Сороса, хотя он действительно ускорил этот процесс. Для правительства премьер-министра Джона Мейджора это был, конечно, шок. Но для британской экономики снижение курса фунта имело позитивный эффект. Финансового кризиса не было, и после того как фунт стабилизировался на уровне на 15% ниже прежнего курса, больше не нужно было тратить значительные суммы на его искусственную поддержку. Процентные ставки снизились, что в следующие несколько лет вызвало общее оживление экономики, в том числе уменьшение безработицы. Поэтому слухи о заговоре международных валютных спекулянтов во главе с Соросом не имели особой популярности в Англии.

С 1992 по 1998 год дела в Quantum Fund шли хорошо – его совокупная прибыль за это время составила 400%. Но с конца 1990-х годов для Сороса, так же как и для Робертсона, началась полоса неудач. Сначала Джордж Сорос понёс убытки во время кризиса 1998 года в России (он владел там 25% акций компании «Связьинвест»), потеряв, по разным оценкам, от 1 до 2 млрд долларов. Затем во время разгара бума «доткомов» Сорос повторил ошибку Робертсона и стал заниматься короткими продажами акций интернет-компаний, считая, что эти переоценённые бумаги скоро начнут падать. Однако бум продолжался и бумаги всё не падали. Сорос потерял 700 млн долларов, а несколько ведущих аналитиков ушли их фонда<sup>368</sup>.

---

<sup>368</sup> Oppel R. Soros Names Executive for Fund Family / R. Oppel // The New York Times. – 1999. – Aug. 11.

Тогда он решил наверстать упущенное и стал открывать по этим бумагам длинные позиции, но время для этого уже было неподходящее. Через несколько месяцев наступил крах «доткомов», создав для хедж-фонда Сороса убытки на 3 млрд долларов. После этого он решил отойти от активного инвестирования, переключившись на финансирование своей благотворительной деятельности и пропаганду идей «открытого общества».

### *Уоррен Баффет – «провидец из Омахи»*

Говоря о Джордже Соросе, невольно хочется сравнить его историю с Уорреном Баффетом, крупнейшим в мире инвестором (его состояние в декабре 2017 года оценивалось в 79 млрд долларов). Баффет прославился не только богатством, но и своей успешностью – его компания устойчиво росла, а большинство инвестиций оказывались прибыльными. Путь Баффета был совсем не таким, как у Сороса. Да и его компания Berkshire Hathaway, расположенная в городе Омаха (штат Небраска) – это не хедж-фонд, а холдинг, управляющий большим количеством других фирм. Специализируется он на поиске недооценённых активов и поглощении других компаний<sup>369</sup>.

Родился Уоррен Баффет 30 августа 1930 года в городе Омаха, штат Небраска, в семье Говарда Баффета, биржевого брокера, ставшего затем политиком. В 1947 году отец победил на выборах в Конгресс и семья переселилась в Вашингтон. Говард оказал большое влияние на формирование Уоррена как личности – в домашнем кабинете Баффета, над его креслом висит на стене огромный портрет отца, встречающего своим взглядом каждого, кто заходит в комнату. Сохранил Уоррен и старый деревянный письменный стол отца – он стоит у него в кабинете, заваленный бумагами.

---

<sup>369</sup> В 2015 году Berkshire Hathaway была в пятерке самых больших акционерных компаний США, её капитализация составляла 354,8 млрд долларов (в конце ноября 2017 г. – 453 млрд долларов), и в неё входили крупные страховые компании GEICO (капитализация 20,496 млрд); General Re (6,264 млрд); Berkshire Hathaway Reinsurance Group (10,116 млрд); Berkshire Hathaway Primary Group (4,377 млрд); железнодорожная компания BNSF (23,239 млрд); энергетическая Berkshire Hathaway Energy (17,614 млрд); занимающая оптовой торговлей продуктов питания компания McLane Company (46,640 млрд), а также множество более мелких компаний.

Свои первые акции Уоррен купил в 11 лет – это были две привилегированные акции компании Cities Service (одну он купил для себя, а вторую для сестры) стоимостью по 38 долларов. Вскоре их цена опустилась до 27, и Уоррен нервничал – особенно неловко ему было перед сестрой. Как только акции поднялись в цене до 40, он быстро продал их, получив свою первую прибыль – около 4 долларов. Правда, через несколько дней цена этих акций поднялась с 40 до 202 долларов. Если бы Уоррен немного подождал, то заработал бы не 4, а более 300 долларов. Это был первый урок – не продавать ради краткосрочной выгоды и не паниковать, если цена начинает падать – с акциями это бывает.

Во время учёбы в Колумбийском университете на Баффета сильное влияние оказал Бенджамин Грэхем (Benjamin Graham), особенно его книга «Разумный инвестор» (The Intelligent Investor, 1949)<sup>370</sup>. «Я прочёл первое издание этой книги в начале 1960 года, когда мне было 19 лет. В то время я думал, что это самая лучшая из всех когда-либо написанных книг об инвестиционной деятельности. Я и сейчас так думаю... Для меня лично Бен Грэхем был не просто автором этой книги или моим учителем. После моего отца из всех мужчин он оказал наиболее осязаемое влияние на мою жизнь»<sup>371</sup>.

Основная идея Грэхема была в том, что долгосрочные инвестиции принципиально отличаются от краткосрочных спекулятивных операций. Они основаны на тщательном анализе перспектив компании, акции которой приобретаются, а не на временных колебаниях их цен. Под влиянием Грэхема Уоррен Баффет всю жизнь придерживался стратегии долгосрочного инвестирования (у него средний срок владения акциями составлял около 10 лет), и она его не подвела. А главное, что в рациональном подходе Грэхема всё было честно и прозрачно. Оноре де Бальзак написал когда-то в романе «Отец Горио», что «тайна крупных состояний, возникших неизвестно как, сокрыта в преступлении, но оно забыто, потому что чисто сделано». По словам Баффета,

---

<sup>370</sup> Грэхем Б. Разумный инвестор / Б. Грэхем. – М.: Вильямс, 2007.

<sup>371</sup> «Для достижения успеха в занятиях инвестициями вовсе не нужны сверхъестественно высокое значение коэффициента умственного развития, необычный подход к ведению бизнеса или обладание инсайдерской информацией. Для успеха необходимы разумный подход к принятию решений и способность сдерживать эмоции» (Баффет У. Предисловие к четвёртому изданию // Грэхем Б. Разумный инвестор / Б. Грэхем. – М.: Вильямс, 2007. – С. 17–18).

«это неприменимо в случае Berkshire»<sup>372</sup> – успех компании обеспечивает только рациональный подход к инвестированию.

После окончания университета, Баффет начал свой профессиональный путь в фирме Graham-Newman, совладельцем которой был Бенджамин Грэхем. Проработав на Грэхема шесть лет, Баффет накопил 140 тысяч долларов и решил открыть собственное дело. В 1957 году он учредил свою первую инвестиционную компанию Buffet Association с капиталом 105 тыс. долларов.

Вскоре появились инвесторы, доверившие Баффету управлять своими капиталами, и через пять лет акции выросли на 250% (индекс Доу – Джонса за это время поднялся только на 74%). Ещё через пять лет акции поднялись на 1150% (индекс Доу – Джонса на 122%). В 1969 году, когда активы компании выросли со 105 тысяч до 102 млн долларов, она выполнила свою задачу и была ликвидирована, а её активы были выгодно распроданы.

К тому времени Баффет стал владельцем текстильной компании Berkshire Hathaway, акции которой он начал скупать с 1962 года. Текстильная промышленность его не интересовала, к тому же эта отрасль находилась в то время в упадке, и он решил использовать Berkshire Hathaway для других целей. Баффет сохранил название компании – видимо, посчитал, что оно неплохо звучит. Текстильные фабрики скоро были проданы, и после приобретения National Indemnity в 1967 году компания Баффета переключилась в основном на страховой бизнес<sup>373</sup>.

В 2008 году Уоррен Баффет был назван богатейшим человеком мира. Основная часть его состояния – акции Berkshire Hathaway (он владеет крупным пакетом из 321 000 акций, рыночная цена каждой из них – 200 000 долларов). Несмотря на богатство, Баффет избегает показной роскоши, ест в сети быстрого питания (которая, впрочем, ему же принадлежит) и живёт в старом двухэтажном доме в Омахе (ку-

---

<sup>372</sup> Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. – М.: Манн. Иванов и Фербер, 2012. – С. 12.

<sup>373</sup> Продолжались и поглощения многочисленных других компаний – важнейшими из них стали приобретение в 2010 году за 44 млрд долларов одной из крупнейших в США железнодорожных корпораций Burlington Northern Santa Fe Corporation (BNSF), а в 2015 г. – производящей детали для самолетов компании Precision Castparts Corporation за \$31,7. В 2014 году в Berkshire Hathaway работало свыше 300 тысяч человек, а её чистая прибыль за год составила почти 20 млрд долларов, в 2016 году – 23 млрд. Средняя прибыльность Berkshire Hathaway за последние 40 лет – более 20% в год.

пленном ещё в 1957 году) в отличие от своего друга Билла Гейтса, прославившегося невероятно дорогим особняком стоимостью 125 млн долларов.

Дом Баффета, как и его манера одеваться, скорее консервативны, чем роскошны. В кабинете много старых фотографий родственников и друзей, памятные мелочи и сувениры с логотипом кока-колы – Баффет пьёт её каждый день по пять банок, считая, что она помогает ему сохранять ясность ума. Из атрибутов роскоши Баффета интересуют только приватные реактивные самолёты. «Некоторые материальные вещи делают мою жизнь более приятной. Многие, однако, нет. Мне нравится иметь дорогой частный самолёт», а быть владельцем десятка дорогих домов «было бы для меня в тягость» – говорит он. Поэтому потратить 60 млн долларов на новый Gulfstream G 650 для него гораздо интереснее, чем купить на эти деньги недвижимость. Консервативность проявляется и в инвестировании – несмотря на дружбу с Биллом Гейтсом, Баффет не спешит вкладывать капиталы в новые технологии, предпочитая более традиционные направления.

На протяжении 40 лет Баффет увеличивал активы своей компании на 22,2% в год, хотя в это время индекс S&P 500 рос всего на 10,4% в год. Тысяча долларов, вложенная в компанию Баффета в начале 1960-х годов, через 40 лет превратилась бы в 2 594 850 долларов, а инвестирование 1000 долларов в индекс S&P 500 дало бы только 47 430 долларов<sup>374</sup>.

Секрет инвестиционной стратегии Баффета состоит в поиске недооценённых активов, имеющих перспективу для инвестирования. И хотя покупка недооценённых компаний может дать гораздо больше прибыли, на практике компания Баффета чаще всего приобретает недооценённые акции.

Уоррен Баффет – не только один из богатейших людей мира, но и крупнейший благотворитель. В 2010 году он пожертвовал половину своего состояния – 37 млрд долларов – пяти благотворительным фондам; основная часть капитала поступила в благотворительный фонд, основанный Биллом Гейтсом и его женой Мелиндой (Bill & Melinda Gates Foundation). Это был самый крупный в истории акт благотворительности.

---

<sup>374</sup> Бернхем Т. Подлые рынки и мозг ящера: как заработать деньги, используя знания о причинах маний, паники и крахов на финансовых рынках / Т. Бернхем. – М.: Эксмо, 2008. – С. 79.



### *Ажиотаж вокруг хедж-фондов в 1990-е годы*

Хедж-фонды стали особенно популярными во время подъёма девяностых. И действительно, если рынок вырос за год на 5%, а любой мало-мальски уважающий себя хедж-фонд обещал минимум 10% годовой прибыли, то как тут не соблазниться. Особенно привлекало всё это богатых индивидуальных инвесторов, готовых вложить миллионы. Инвестировать эти миллионы в хедж-фонды стало среди них признаком хорошего тона – примерно так же, как быть членом элитного клуба.

Некоторые прославившиеся управляющие хедж-фондами стали культовыми фигурами – в 1990-е это были Джордж Сорос и Джулиан Робертсон, а в следующее десятилетие – Стиви Коэн, Кен Гриффин и Джеймс Саймонс. Масла в огонь ажиотажа вокруг хедж-фондов подливала недоступность для простых смертных самых прибыльных из них – минимальный размер инвестиций в фонд Робертсона составлял 5 млн долларов, а в фонд Сороса вообще допускали только инвесторов из узкого круга избранных. Другим в него попасть было в принципе невозможно.

Объём активов, управляемых хедж-фондами, вырос с 30 млрд долларов в 1990 году, когда этот бизнес только начинался, до 350 млрд долларов в 2000 году. В основе стратегии хедж-фондов в большинстве случаев был арбитраж. Так как они оперировали в основном заёмным капиталом, полученным от инвестиционных банков, те также весьма обогатились во время бума хедж-фондов. Однако банки не до конца осознавали огромные риски, связанные с деятельностью фондов. Так как она практически не регулировалась, фонды использовали заёмный капитал по своему усмотрению. Объёмы их сделок были огромными – ведь арбитражные спреды очень небольшие, и для получения заметной прибыли необходимы значительные суммы. Соответственно, велики были и взятые в кредит заёмные капиталы. Многие банки поняли это во время кризиса на развивающихся рынках в 1997–1998 гг., когда трудности начались и у хедж-фондов, отягощённых огромными кредитами.

Часть хедж-фондов находилась в офшорных зонах, где контролировать их операции вообще сложно (хотя при необходимости можно). Участниками хедж-фондов обычно были инвесторы с годовым доходом не менее 200 тыс. долларов, вкладывающие в фонд не менее миллиона долларов. В большинстве хедж-фондов инвесторы платили фонду 2%

от размера вложенных капиталов и отдавали 20% полученной прибыли. Такая схема обещала немалый доход, и в 1990-е годы лучшие менеджеры взаимных фондов стали переходить в хедж-фонды, где можно было быстрее разбогатеть<sup>375</sup>. Быстрый рост хедж-фондов был связан с тем, что их операции происходили преимущественно на рынке деривативов, в 1990-е годы разросшемся до невероятных размеров.

Если взаимные фонды получали хорошую прибыль в основном на растущих рынках, то хедж-фонды зарабатывали и на падающих, удачно используя короткие продажи крупных пакетов акций, которыми они не владели и брали в аренду у пенсионных фондов или других институциональных инвесторов. Арендованные акции продавались по текущей цене, а после максимального падения их выкупали по более низкой цене и возвращали владельцу, оставляя себе заметную разницу. Понятно, что если акции начинали расти, у хедж-фондов были убытки. Игра на понижение, расчёт на падающие рынки и на компании со снижающейся капитализацией позволяли хедж-фондам получать огромные прибыли и давали им конкурентные преимущества<sup>376</sup>. Такая стратегия приводила к тому, что курс акций вполне нормальной компании без признаков падения после того, как её бумаги заинтересовали хедж-фонд, начинал искусственно снижаться за счёт рыночных манипуляций. Чтобы избежать этого, в ряде стран были приняты законы, ограничивающие короткие продажи без покрытия<sup>377</sup>.

Около 70% всех хедж-фондов находились в США, где среди участников этих фондов около 30% – состоятельные частные инвесторы. Остальные капиталы поступали от «фондов фондов», выгодно распределявших активы по не-

---

<sup>375</sup> В одном из крупнейших английских хедж-фондов Odey Asset Management 12 партнёров, управлявших активами стоимостью 2,7 млрд долларов, в 2007–2008 гг. получили прибыль 55 млн фунтов, среди них владелец фонда Криспин Оди (Crispin Odey) – 28 млн. Фонд был основан в 1991 г., одним из его крупных инвесторов был Джордж Сорос, вложивший в фонд 150 млн долларов. Первой женой учредителя фонда была дочь известного магната Руперта Мэрдока, второй – дочь одного из учредителей Barclays Bank. Понятно, что такие родственные связи сразу же определили круг клиентов фонда (Clark A. How to Set Up a Hedge Fund / A. Clark // The Guardian. – 2008. – 6 Aug.).

<sup>376</sup> Во время кризиса «доткомов» в 2000 г. цены акций в США снизились в среднем на 30%, а капитализация хедж-фондов в целом не изменилась, – они прекрасно себя чувствовали на падающем рынке (The Incredible Shrinking Funds // The Economist. – 2008. – 25 Oct.).

<sup>377</sup> В США такое постановление было принято Комиссией по ценным бумагам и биржам в июле 2008 г.

скольким хедж-фондам, а также от пенсионных фондов. За счёт масштабов операций хедж-фонды обеспечивали от 35 до 50% всех объёмов сделок на американских и английских биржах, и 60% всех операций с деривативами<sup>378</sup>.

Однако хедж-фонды могут не только приносить масштабные прибыли, но и так же масштабно разваливаться. Слабая сторона их деятельности – в огромных заёмных капиталах, ведь большую выгоду можно получить только на больших капиталах, вложенных в дело. Поэтому при возникновении убытков они бывают такими же большими, как и прибыли.

### *Алхимия финансов*

К концу 1998 года, когда после паники в России волна кризисов развивающихся стран достигла своего максимума, хедж-фонды накопили огромные активы, состав которых часто был весьма сложным и с трудом поддавался пониманию для непосвящённых в эту «алхимию финансов», как называл свою деятельность Джордж Сорос<sup>379</sup>. Но было в активах хедж-фондов и нечто общее, указывающее на их рыночную стратегию. Чаще всего хедж-фонды занимали короткую позицию и по безопасным активам (стоимость которых вряд ли могла снизиться), и по ликвидным, которые можно было при необходимости быстро продать, чтобы получить наличные. При этом они имели длинные позиции по рискованным и неликвидным активам.

Для обычного, мелкого или среднего инвестора эта стратегия казалась странной. Такие инвесторы предпочитают открывать длинные долгосрочные позиции по безопасным и ликвидным бумагам, рассчитывая на их повышение. Они получают по ним не самую большую, но устойчивую прибыль и планируют держать их долго. А хедж-фонды как крупные участники рынка зарабатывали на рискованных бумагах. Имея огромные портфели, они покупали активы таким образом, чтобы компенсировать убытки по одним

---

<sup>378</sup> Farrel D. The World's New Financial Power Brokers / D. Farrell, S. Lund // McKinsey Quarterly: The Online Journal of McKinsey & Co. – [www.mckinseyquarterly.com](http://www.mckinseyquarterly.com). Особенно сильным бум хедж-фондов был в начале XXI века – в 2005 году в мире было 12 250 таких фондов с активами 1,4 трлн долларов. Заёмный капитал превосходил собственный примерно в три раза, и фонды оперировали в общей сложности 6 трлн долларов.

<sup>379</sup> Сорос М. Алхимия финансов / Д. Сорос. – М.: Диалектика, 2011.

бумагам прибылями по другим. Это и позволяло хедж-фондам получать столь большой доход.

Однако к 1998 году такая схема стала понятной для многих, и конкуренция между фондами возросла. Возможности для получения прибыли сужались, и некоторые фонды стали сворачивать деятельность, возвращая капиталы инвесторам. Другие занялись ещё более рискованными операциями, что повышало общую нестабильность мировых финансовых рынков. Если хедж-фонд держал, например, крупный пакет российских облигаций, обесценившихся после дефолта 1998 года, он нёс убытки. Инвесторы, давшие фонду в долг свои бумаги для операций по коротким позициям, начинали беспокоиться и требовали вернуть свои бумаги. Так как у фонда их в наличии не было, ему приходилось эти бумаги срочно покупать, для чего нужно было продавать другие активы. А крупные продажи любых активов вызывают падение их цены.

Когда возникает подобная волна, беспокойство охватывает многих инвесторов, связанных с другими хедж-фондами. Тем также приходится закрывать свои короткие позиции, избавляясь от активов, цены на которые падают из-за этих продаж. Начинается цепная реакция проблем для всех хедж-фондов, использующих похожие стратегии и часто владеющих сходными активами. Если все фонды продавали рискованные активы, то наступал момент, когда на рынке таких активов на них уже не оказывалось покупателей, так как, кроме хедж-фондов, они никому не были нужны.

Заккрытие рискованных позиций вело к уменьшению доли заёмного капитала и его замещению собственным капиталом фонда. Поскольку собственный капитал обычно был гораздо меньшим, чем заёмный, возникал порочный круг сокращения «рычага» (leverage) заёмного капитала. А при отсутствии заёмного капитала возможности фонда быстро сокращались, как и его способность к выживанию. Типичным случаем стала история хедж-фонда Long-Term Capital Management (LTCM).

### *Крах фонда Long-Term Capital Management*

Один из наиболее успешных фондов – Long-Term Capital Management (LTCM), расположенный в 40 километрах от Нью-Йорка в Гринвиче (штат Коннектикут), – был

основан в 1993 году Джоном Меривезером (John Meriwether) и группой его сотрудников, работавших раньше вместе с ним в отделе арбитражных операций Salomon Brothers.

Меривезер, родившийся в 1947 году, окончил Северо-Западный университет, был преподавателем математики в средней школе, а потом поступил в Чикагский университет, чтобы получить степень бакалавра по бизнесу. Для оплаты своего обучения Джон работал аналитиком в CAN Financial Corporation. Застенчивость Меривезера и «непроницаемое лицо игрока в покер отлично сочетались с его трейдерскими талантами». В 1974 году Меривезера, «превратившегося в крепко сложенного человека 27 лет с бегаящими глазами и круглыми щеками с ямочками»<sup>380</sup>, взяли на работу в Salomon Brothers – компанию, бывшую в центре великих перемен на рынке облигаций. Вначале Меривезер работал в финансовом отделе, где занимался операциями с облигациями государственных организаций, а в 1977 г. по его инициативе был создан отдел арбитражных операций. Там и сформировалась схема получения прибыли, которую в 1990-е годы использовал фонд LTCM.

Новый фонд быстро рос и выделялся среди других своей доходностью (прибыли увеличивались на 40% ежегодно). Вскоре в его управлении уже был инвестиционный портфель стоимостью 125 млрд долларов. Возможно, секрет успеха заключался в том, что в состав партнёров фонда входили бывший вице-президент правления ФРС Дэвид Маллинз и два известных экономиста – Майрон Шоулс и Роберт Мертон, математические модели которых использовались в работе фонда. Через три года они получили Нобелевскую премию по экономике за новый метод определения стоимости деривативов. К работе фонда привлекли лучших учеников Шоулса и Мертона. Они образовали интеллектуальное ядро фонда, высокомерно относившееся к финансовым кругам Уолл-стрит и не желавшее идти ни на какие компромиссы с банкирами. Теоретики из LTCM верили, что с помощью анализа исторических корреляций между активами они смогут создавать оптимальные портфели с длинными позициями по одним бумагам и короткими позициями по другим, дающие более высокую доходность, чем у фондово-конкурентов.

---

<sup>380</sup> Ловенштайн Р. Когда гений терпит поражение. Взлёт и падение компании Long-Term Capital Management, или Как один небольшой банк создал дыру в триллион долларов / Р. Ловенштайн. – М.: Олимп-Бизнес, 2006. – С. 9, 15.

В привлечении интеллектуалов в финансовый бизнес было главное новаторство Меривезера. Именно он ввёл в корпоративный мир людей, к которым до того здесь относились, мягко говоря, с пренебрежением. Если бы не инициатива Меривезера, то математики надолго остались бы в своих университетах. А так он создал хорошо изолированную от финансовой среды Уолл-стрит команду, о сплочённости которой тщательно заботился<sup>381</sup>.

Фонд LTCM успешно собрал основной капитал 1,25 млрд долларов (что уже само по себе привлекло внимание)<sup>382</sup> и завоевал доверие инвесторов, многие из которых скоро перестали задумываться о том, во что вкладываются их деньги. Вначале фонд зарабатывал на большом количестве мелких сделок. LTCM занимался в основном арбитражными операциями с облигациями (в том числе европейскими и японскими), используя разницу в ценах между только что эмитированными облигациями и более старыми их выпусками. Эта разница была небольшой, порядка 0,1%, но при операциях на сотни миллионов долларов прибыль оказывалась заметной. Такие операции проводились обычно на заёмные капиталы. Фонд выглядел весьма солидно, и ему легко давали кредиты более 50 банков.

Кредитное плечо фонда изначально было в 25 раз больше основного капитала. Инвесторы платили фонду ежегодно 2% от суммы вложенного капитала и 25% от полученной прибыли. На волне всеобщего доверия к фонду он расширил свой основной капитал до 7 млрд долларов в 1997 году, а его годовая прибыль достигла 2,1 млрд. Руководство фонда заявляло, что риск потери 20% капитала составляет всего один процент. Это звучало неправдоподобно, к тому же слова в названии фонда – «долгосрочное управление капиталом», – предполагали, что участники не смогут сразу выйти из фонда, даже если захотят. Такой подход руководства фонда не понравился некоторым крупным инвесторам, которым предлагали вложить капиталы в фонд, в частности Уоррену Баффету. Как вспоминал связанный с Баффетом Чарли Мангер, «мы были восхищены сообразительностью людей из Long-Term... Но нам казались подозрительными и сложность всей конструкции, и размер кредитного плеча.

---

<sup>381</sup> Тяга Меривезера к замкнутым командам была известна ещё по арбитражному отделу Salomon Brothers, где он за личные деньги ежегодно выводил своих сотрудников вместе с жёнами на карибский остров Аруба.

<sup>382</sup> Обычно хедж-фонды начинали с гораздо меньшими капиталами, порядка 25 млн долларов.

Мы знали, что если войдём в дело, за нами последуют другие»<sup>383</sup>.

Такое соотношение основного и заёмного капиталов (временами он был в 25 раз больше основного) стало сознательным решением руководства фонда – чтобы получить прибыль на арбитражных операциях с небольшой маржей, нужны были большие объёмы сделок и, соответственно, крупные капиталы. Операции были рискованными, но и приносили высокую прибыль. Особенно это касалось финансовых деривативов (позиции фонда по ним достигали 1,25 трлн долларов). Часть портфеля деривативов использовалась для хеджирования рисков портфеля самого фонда, а часть была чисто спекулятивной. Стратегия фонда, основанная на теории опционов, предполагала оценку будущей динамики доходности опционов на основе колебаний их цен в прошлом. Такой подход казался бесприигрышным, и первые несколько лет так и было.

До 1998 года дела у фонда шли неплохо – его доходность в 1995 г. составляла 59%, в 1996 г. – 57%. Тем временем у LTCM появлялось всё больше конкурентов, копировавших его методы, и прибыльность фонда стала снижаться. Чтобы сохранить её, в 1997 году фонд вернул инвесторам 2,7 млрд долларов, не меняя размера своих позиций и, соответственно, увеличил размер кредитного плеча. Фонд сделал ставку на рискованную стратегию – он продавал надёжные активы и покупал по сниженной цене дешёвые, но менее надёжные. Предполагалось, что когда рынки стабилизируются, то цена ненадёжных активов приблизится к цене надёжных. Теоретически, возможно, так и должно было быть. Но в середине 1998 года российский дефолт вызвал цепную реакцию событий, которые погубили фонд.

У LTCM были достаточно крупные позиции в российских государственных краткосрочных облигациях, которые управляющие фонда почему-то продержали до самого момента дефолта. Но не только эти позиции стали причиной проблем (подобные позиции у фонда были открыты и по облигациям других стран). После кризиса в России в августе 1998 г. несколько европейских банков приостановили платежи крупному хедж-фонду High-Risk Opportunities, что привело к его ликвидации. Это вызвало беспокойство среди других хедж-фондов (использовавших такие же методы, как

---

<sup>383</sup> Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – С. 572–573.

и LTCM). Им пришлось сокращать свои портфели за счёт продажи наиболее ходовых бумаг. Начала нарастать волна продаж – десятки хедж-фондов продавали одни и те же деривативы, выбрасывая их на и без того переполненный рынок, что вызвало падение цен на эти активы. Паника среди хедж-фондов и желание продать часть бумаг нарастали. В таких условиях открытые позиции LTCM в российских облигациях делали его особенно уязвимым.

После дефолта в России только за один день убытки фонда составили 5 млрд долларов. В следующие дни потери продолжали быстро расти. Попытки найти новых инвесторов, чтобы спасти положение, были безуспешными. За помощью обращались и в Merrill Lynch, и к Соросу, и даже к Баффету, расписывая ему потенциальные возможности фонда. Но тот ответил отказом – ему было совершенно ни к чему инвестировать деньги в чужие фонды, тем более оказавшиеся в критическом состоянии. Скрывать потери от инвесторов больше не было возможности, и Джон Меривезер написал им письмо, в котором признавал убытки, но уверял, что перспективы фонда сейчас лучшие в его истории. Поэтому он призывал продолжать вкладывать капиталы, обещая более выгодные условия в отношении комиссионных. Но вряд ли новые инвестиции могли спасти фонд и снова сделать его прибыльным<sup>384</sup>.

LTCM был обречён – его долги достигали 100 млрд долларов. Фонд был вынужден продавать свои активы – иного выхода уже не было, – что вело к падению рыночной цены на них и ускоряющемуся оттоку инвесторов. LTCM предложил банку Goldman Sachs выкупить половину компании, и банк начал переговоры о кредите с Баффетом, как крупнейшим инвестором. Но тот ответил отказом, хотя при этом заявил, что весь портфель активов и долгов он бы мог купить – видимо, он знал, что делать с этими активами. Когда в сентябре 1998 г. кредиторы потребовали, чтобы фонд либо положил больше денег на их депозит, либо полностью погасил кредиты, LTCM (не имевший возможности сделать ни того, ни другого) оказался на грани не просто краха, а грандиозного краха.

---

<sup>384</sup> По словам Баффета, это «потрясающий пример того, что происходит, если у вас есть: 1) десяток людей с уровнем IQ 160; 2) их общий опыт работы в данной области в сумме составляет 250 лет; 3) они используют большую часть чистого капитала в бизнесе; 4) используют тонну долговых обязательств» (Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – С. 575).



Были ли проблемы фонда результатом такого редкого стечения обстоятельств на рынке, которое невозможно предвидеть, или же компьютерные модели квантитативного анализа оказались несовершенными? Сейчас трудно дать однозначный ответ на это, но понятно, что реальное поведение рынков оказалось не таким, как предполагали теоретики фонда. Непосредственным толчком, вызвавшим падение фонда, стал российский дефолт 1998 года, а позиции LTCM в российских бумагах оказались той последней каплей, которая нарушила его и без того шаткое равновесие. Сказать, что этот дефолт был маловероятным событием, которое невозможно спрогнозировать, было бы неправдой. Полагать, что в государстве, возникшем после распада Советского Союза в 1991 году, должен был ожидаться безоблачный и стабильный экономический рост по сценарию МВФ было бы верхом наивности – для этого нужно было бы совершенно ничего не понимать в особенностях экономической и политической истории этой страны. Скорее всего, стремление руководства фонда к прибыли перевесило здравый смысл, что и вызвало покупку большого количества российских бумаг незадолго до дефолта в России.

Проблема была в том, что если бы LTCM, оказавшись на грани банкротства, начал избавляться от своего огромного портфеля ценных бумаг, это вызвало бы не только цепную реакцию дефолтов, но и обвал всего мирового рынка. Поэтому Федеральный резервный банк Нью-Йорка решил прийти фонду на помощь. Тем временем Баффет вместе с Goldman Sachs и AIG направил в LTCM официальное предложение о покупке фонда со всеми его долгами за 250 млн долларов при условии, что руководство фонда, включая Меривезера, подаст в отставку. Времени на размышления Баффет дал всего один час. Но получилось так, что в предложении о покупке была неточность – речь шла о покупке управляющей компании, а не её активов, которые на самом деле интересовали Баффета. LTCM просил отсрочки в принятии решения, но до Баффета не смогли дозвониться.

Так как вопрос с предложением Баффета оставался нерешенным, а время не ждало, ФРС ускорила события<sup>385</sup>. Два

---

<sup>385</sup> Луиджи Зингалес считает, что ФРС помогала фонду ради конкретного человека – Дэвида Маллинза, в прошлом – вице-председателя Федеральной резервной системы, и «этот случай стал примером коррумпированного капитализма на американский манер» (Зингалес Л. Капитализм для народа. Либеральная революция против коррумпированной экономики / Л. Зингалес. – М.: Изд-во Института Гайдара. 2016. – С. 15).

десятка крупнейших банков и инвестиционных компаний во главе с Федеральным резервным банком Нью-Йорка были готовы предоставить 3,65 млрд долларов помощи для фонда, чтобы он мог не объявлять банкротства, а осуществить плавную ликвидацию – спасти LTCM уже не было возможности. Потом оказалось, что помогавшие банки хорошо на этом заработали – по условиям соглашения, они получали 90% акций партнёров фонда.

Правда, ФРС пришлось три раза в течение семи недель снижать ставки, чтобы не допустить общего торможения экономики. За время, необходимое для плавной ликвидации фонда (а это заняло примерно год), никто из его сотрудников с голоду не умер, хотя им пришлось жить намного скромнее, чем при расцвете фонда. В дальнейшем почти все люди из команды Меривезера нашли для себя хорошую работу, а он сам основал новый фонд, проводивший гораздо более осторожную политику. Так что, несмотря на падение LTCM, его сотрудники легко отделались, хотя поставили всю финансовую систему на грань кризиса и вынудили ФРС прийти на помощь частной компании, чего она обычно никогда не делала. А Баффет потом долго сожалел, что по стечению обстоятельств он упустил одну из самых выгодных для него сделок.

### ***Бум «доткомов»***

После краха хедж-фонда LTCM в финансовом мире стало нарастать беспокойство. Вера в рациональные растущие рынки очередной раз пошатнулась, и многие задумались о том, что рынок остался таким же, каким был всегда – непредсказуемым и хаотичным. С начала 1990-х годов спред между доходностью американских государственных облигаций и более рискованных облигаций постоянно уменьшался, а осторожность инвесторов снижалась<sup>386</sup>. Казалось бы, что может произойти с облигациями развивающихся рынков в эпоху глобализации – ведь эти рынки поддерживает МВФ. Однако история с LTCM показала, что на деле всё обстоит не совсем так. Значительно сократился после 1998 года и

---

<sup>386</sup> Доходность по китайским гособлигациям была в те годы всего лишь на 3% выше, чем по американским. Только после краха LTCM этот разрыв вырос до 15% и потом остановился на уровне 8% (Китай в те годы считался гораздо менее надёжным заёмщиком, чем сейчас).

рынок «мусорных» облигаций, а кредиторы стали всё более неохотно предоставлять капиталы, намного осторожнее подходя к выбору кандидата на получение займа.

В сентябре 1998 года ФРС, обещавшая снизить процентные ставки, уменьшила их только на 0,25%. Это вызвало всеобщее разочарование, и на рынках начали усиливаться панические настроения. Процентная ставка по казначейским облигациям упала до наиболее низкого за 30 лет уровня. Инвесторы были готовы платить гораздо дороже за последние выпуски этих бумаг, бывшие наиболее ликвидными, хотя ранние выпуски стоили дешевле и были, по сути, не менее надёжными. Такая погоня за ликвидностью могла объясняться только ростом панических настроений. Инвесторы своим поведением как бы демонстрировали своё желание выйти из игры, пока ещё не поздно. Всё чаще вспоминались события времён «Великой депрессии» 1930-х годов и набег вкладки на банки, а в J. P. Morgan заявили, что в 1999 году можно ожидать глубокой рецессии.

Однако эти настроения были недолгими – 15 октября ФРС объявила о дальнейшем уменьшении ставки на 0,25%, пообещав, что снижение будет продолжаться и в будущем. Хотя реальное снижение ставки было не таким уж большим, оно имело психологическое значение – проверенный способ оживить рынок сработал. В настроениях на рынке произошёл перелом, и к концу 1998 года паника сменилась новой волной эйфории.

В наступившем 1999 году, последнем году уходящего тысячелетия, бум на американском рынке ценных бумаг продолжался. Энтузиазм инвесторов нарастал – видимо, они считали, что раз азиатские кризисы и российский дефолт миновали, дальше всё будет хорошо. Особенно сильным был бум вокруг бумаг «доткомов»<sup>387</sup> – интернет-компаний, количество которых быстро росло. Ажиотаж вокруг информационных технологий тогда был максимальным, и доходы, которые могло дать использование в бизнесе Интернета, больше всего переоценивались.

Как и в предыдущих бумах, всё было нацелено на прибыль от размещения акций. Продовольственный интернет-магазин Webvan.com от первичного размещения акций получил 375 млн долларов, магазин стильной спортивной оде-

---

<sup>387</sup> Dotcom, в смысле «название точка com» (например, amazon.com). Интернет-магазин Amazon.com – пример типичного «доткома», сохранившегося до наших дней и разросшегося до глобального масштаба.

жды Boo.com – 175 млн долларов. Везде были слышны разговоры о знакомых, быстро разбогатевших на растущих акциях компаний, продающих товары и услуги через Интернет. Большинству этих компаний оставалось жить недолго – год, максимум полтора, но в 1999 году об этом ещё никто не знал. Когда инвесторы увидели огромные доходы, полученные первыми покупателями акций Microsoft и нескольких других ключевых ИТ-корпораций, они поверили, что любые компании, хоть как-то связанные с компьютерами или Интернетом, будут давать такие же прибыли. Это, конечно, было заблуждение, но ажиотаж начался. Я хорошо помню эту великую акционерную лихорадку 1990-х годов. Правда, следя за событиями в Америке, по молодости лет и неразвитости нашего финансового рынка я ещё не очень понимал суть происходящих событий.

Особенно показательной была компания Amazon – в те годы типичный убыточный «дотком». В 2008 году, когда моему сыну Саше было девять лет, он увлёкся историей про Гарри Поттера. Книга «Гарри Поттер и Кубок Огня» поступила в продажу ещё летом 2000 года. В магазинах её быстро разобрали, и покупатели стали искать книгу в Интернете – конечно же, в Amazon. У компании появилось 63 550 новых клиентов. На волне популярности книги нереальной оказалась история, что продажи книги принесли Amazon убытки, но это было так. Общие потери достигли 5 млн (76,68 долларов на каждой книге, хотя её обычная цена была около 20 долларов). Я даже и не представляю, что нужно было делать, чтобы получить такие убытки.

Компания заявила, что убытки – дело временное, и что она их покроет от новых продаж. Наверное, собирались продавать следующую книгу про Гарри Поттера в пять раз дороже, чем она будет стоить в магазинах. По сути, Amazon и другие «доткомы» вообще не приносили прибыли, хотя старательно скрывали это. А инвесторы, ничего не зная о доходах «доткомов», могли воображать себе какую угодно прибыльность. И Amazon будоражил воображение больше всего. Так и представлялся себе денежный поток, огромный, как река Амазонка, текущая с гор через весь континент к океану. Но это была иллюзия. За первые три месяца 2000 года продажи Amazon составляли 574 млн долларов, однако чистые убытки достигали 308 млн, операционные убытки – 198 млн. По сравнению с предыдущим периодом 1999 года продажи выросли в два раза, а убытки – в четыре раза. Компания заявляла, что у неё есть 1 млрд долларов в деньгах и

ценных бумагах, но умалчивала про 2 млрд долгов и более 1 млрд накопленного дефицита, как и о том, что реальный собственный капитал составлял лишь 25,6 млн долларов<sup>388</sup>.

Бум достиг своего пика к концу 1999 года – индекс биржи NASDAQ, где котировались акции большинства интернет-компаний, за год вырос почти в два раза, индекс Доу – Джонса на 20%. Многим уже было понятно, что надувается опасный спекулятивный пузырь. Чтобы прекратить его рост нужно было заметно повысить процентную ставку, на что ни у кого не поднималась рука, так как это означало бы прекращение экономического подъёма. Впрочем, в середине 1999 г. ФРС всё-таки в несколько этапов подняла ставку с 4,75% до 6,5%. Однако цены акций продолжали расти и достигли пика к началу марта 2000 года. Бум закончился 10 марта 2000 года после обвального падения курсов акций «доткомов» на бирже NASDAQ.

### *Институциональные инвесторы*

Девяностые стали временем настоящего расцвета институциональных инвесторов – пенсионных фондов, взаимных фондов и страховых компаний, превратившихся в крупнейших участников рынка ценных бумаг. Рост доходов и сбережений в это десятилетие стал одной из основных причин такой популярности институциональных инвесторов. Они накапливали сравнительно небольшие капиталы индивидуальных инвесторов и выгодно их вкладывали, обеспечивая профессиональное управление инвестициями и диверсификацию рисков. Так институциональные инвесторы становились серьёзным конкурентом банков<sup>389</sup>.

Когда-то, во время знаменитого подъёма 1920-х годов, институциональные инвесторы не имели существенного значения ни в США, ни в Европе. Основная масса акций была сосредоточена в банках, а также рассеяна среди большого количества частных лиц – индивидуальных инвесто-

---

<sup>388</sup> Боннер У. Судный день американских финансов: мягкая депрессия XXI века / У. Боннер, Э. Уиггин. – Челябинск: Социум, 2005 – С. 26.

<sup>389</sup> Доля коммерческих банков в составе финансовых активов в США снизилась с 33,7% в 1970 г. до 31,7% в 1980 г., 24% в 1990 г. и 17,8% в 2000 г. Доля страховых компаний также сократилась от 16,4% до 13,8%, 13,6% и 11%. А вот доля пенсионных фондов выросла с 13,8% до 16,8%, 19,6% и 20,8%. Доля инвестиционных фондов составляла в эти годы 3,4%, 3,1%, 8,3% и 17,7%.

ров, покупавших их напрямую у биржевых брокеров. Только немногие из них владели настолько крупными пакетами акций, чтобы можно было говорить о попытках контроля над корпорациями.

А в 1990 году институциональным инвесторам принадлежало уже 26,2% акций (16,8% – пенсионным фондам, 6,6% – взаимным фондам, 2,8% – страховым компаниям), индивидуальным инвесторам – 50%, остальное – банкам и другим участникам рынка. В 2000 г. доля институциональных инвесторов ещё больше выросла – до 36% (18,5% акций владели взаимные фонды, 12,2% – пенсионные фонды, 5,3% – страховые компании). А вот доля индивидуальных инвесторов снизилась до 42,2%, так как они всё больше пользовались услугами институциональных инвесторов, особенно взаимных фондов. В то же время, благодаря массовому распространению институциональных инвесторов, общее количество индивидуальных инвесторов тоже быстро росло. В 1980 году 25% семей в США были владельцами акций, в 1990-м – около 33%, в 2000-м – более 55%<sup>390</sup>.

К концу XX века институциональными инвесторами были накоплены огромные финансовые активы, временами превышавшие объём ВВП<sup>391</sup>. Основными инвесторами такого типа стали пенсионные и взаимные фонды (значение страховых компаний на рынке ценных бумаг было гораздо меньшим)<sup>392</sup>.

### *Пенсионные фонды*

Небанковские финансовые институты, вкладывавшие свои капиталы в акции, стали появляться ещё в 1950-е годы. Наиболее крупными из них были частные, негосударственные пенсионные фонды (один из первых – корпоративный пенсионный фонд компании General Motors), вначале инве-

---

<sup>390</sup> При этом в 2000 г. только 49% держателей акций напрямую владели ценными бумагами корпораций, а остальные предпочитали акции, выпускавшиеся взаимными фондами (Туруев И. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. – М.: МАКС Пресс, 2003. – С. 68).

<sup>391</sup> В 2000 году в США эти активы составляли 185,1% ВВП, в Канаде – 105,3%, во Франции – 90,8%, в Германии – 90,4%.

<sup>392</sup> В США, где институциональные инвесторы были наиболее развиты, активы страховых компаний составляли 40,9% ВВП, их инвестиции в ценные бумаги – 36,9%; активы негосударственных пенсионных фондов – 77,4% (инвестиции – 75,1%), инвестиционных фондов – 66,1% (60,5%).

стировавшие свои капиталы в надёжные государственные облигации<sup>393</sup>. В 1990-е годы негосударственные пенсионные фонды изменили свою стратегию и отдавали всё большее предпочтение акциям<sup>394</sup>. В 2000 году по объёму активов пенсионных фондов лидировали США, где эти активы достигали 77,4% ВВП<sup>395</sup>.

В Великобритании до 70% активов пенсионных фондов также вкладывалось в акции (в странах континентальной Европы – в среднем около 30%). Пяти крупнейшим фондам (в том числе таким лидерам, как BT, Coal Pension Trustees Services и Electricity Pensions Services) принадлежала половина всех активов, управляемых английскими пенсионными фондами, а средняя доходность английских пенсионных фондов в 1990-е годы составляла около 8%<sup>396</sup>.

В 1990-е годы изменились и сами принципы деятельности негосударственных пенсионных фондов. Если раньше корпорации гарантировали выплату пенсий своим работникам на основе их заработной платы и стажа работы, то с появлением в США пенсионных счетов 401 (к)<sup>397</sup> выплата пенсий и их размер стали зависеть от пенсионных взносов работников. Владельцы счетов получили право управлять тем, как инвестируются их пенсионные сбережения. Однако на практике таким управлением обычно занимались не владельцы счетов, а взаимные фонды.

### *Взаимные фонды*

Взаимные фонды (mutual funds), ставшие особенно популярными в 1990-е годы, – разновидность инвестиционных фондов. Хотя первые инвестиционные фонды появились в

---

<sup>393</sup> Активы негосударственных пенсионных фондов выросли с 1,6 трлн долларов в 1990 г. до 4,6 трлн в 2005 г., государственных пенсионных фондов – с 1 до 3,8 трлн.

<sup>394</sup> В 1995–2000 гг. они вложили в ценные бумаги в среднем 80% своих капиталов (в том числе 44% в акции корпораций, 11–22% в акции взаимных фондов, 7–8% в корпоративные облигации, 2–4% в государственные облигации, остальное – в прочие ценные бумаги). Доля государственных облигаций в их портфелях уменьшилась с 16% в 1990 г. до 7% в 2000 г., а доля акций корпораций выросла с 37% в 1990 г. до 49% в 2000 г. (Туруев И. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. – М.: МАКС Пресс, 2003. – С. 85).

<sup>395</sup> В Канаде – 44,4%, Германии – 7,95%, Бельгии – 3,7%.

<sup>396</sup> Fund Management. – Л.: IFSL, 2005. – Р. 7. – [www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk).

<sup>397</sup> Эти сберегательные пенсионные счета появились в США в начале 1980-х, но широкое распространение получили в 1990-е годы, когда около 90% всех пенсионных счетов составляли 401 (к).

США в начале XX века, а закон об инвестиционных компаниях (Investment Company Act) был принят в 1940 году, быстрое развитие этих фондов началось только во второй половине XX века<sup>398</sup>.

Из двух типов инвестиционных фондов – открытых (open-end investment company) и закрытых (closed-end investment company) – наибольшее распространение получили открытые, называемые взаимными фондами (mutual funds). Взаимные фонды преобладают среди других инвестиционных фондов<sup>399</sup>, и они разделяются на многие виды по направленности их инвестиций: фонды акций, фонды облигаций, гибридные фонды (со смешанными активами) и фонды денежного рынка.

Взаимные фонды выпускают акции, не котирующиеся на биржах. Их приобретают индивидуальные инвесторы, решившие вложить свои сбережения в фонд. Открытые (взаимные) фонды обязаны выкупать акции по первому желанию вкладчиков, и это привлекает в них большое количество сравнительно мелких индивидуальных инвесторов. Закрытые фонды не обязаны выкупать акции по желанию инвесторов, но их бумаги котируются на бирже, что приближает такие фонды к обычным акционерным компаниям и даёт возможность привлекать более крупных инвесторов. Акции взаимных фондов были широко распространены – в США в 2002 году ими владели 33% населения<sup>400</sup>.

---

<sup>398</sup> В 1940 г. в США было всего 68 инвестиционных фондов, а в 2001 г. – уже 8638 открытых фондов и 498 закрытых. В 1980 г. всего 6% американских семей вкладывали свои капиталы во взаимные фонды, в 1990 г. – 25%, в 2000 г. – 49% (Туруев И. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. – М.: МАКС Пресс, 2003. – С. 99–100). Активы взаимных фондов только за пять лет, с 1995 по 2000 г., выросли с 2811 до 6965 млрд долларов (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 169).

<sup>399</sup> В 1992 г. в США 89,6% инвестиционных фондов были открытыми, 5,1% – закрытыми, 5,3% – инвестиционными трастами. В 2005 г. – 96,6%, 3,0% и 0,4% соответственно. В странах ЕС открытые фонды также преобладают – 81,6% в 1992 г. и 78,5% в 2005 году (Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – С. 81–82).

<sup>400</sup> Эти акции распространялись в основном через финансовых посредников – напрямую (через Интернет или по телефону) инвесторам продавалось лишь 12% таких бумаг. Через пенсионные планы распространялось 16% акций, через других институциональных инвесторов – 13%, через финансовые супермаркеты и дисконтных брокеров – 5%, а больше половины (55%) – через прочих финансовых посредников (брокеров, банки, страховых агентов, инвестиционных консультантов) (Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – С. 323–324).



Быстрый рост популярности взаимных фондов начался после принятия в 1980 г. закона «О дерегулировании депозитных учреждений и денежно-кредитном контроле» (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act), когда инвестиции во взаимные фонды стали более выгодны по сравнению с банковскими депозитами. Естественно, это вызвало массовый приток инвесторов во взаимные фонды, которые дали возможность участвовать в операциях на рынке ценных бумаг большому количеству мелких индивидуальных инвесторов с небольшими сбережениями, до того не имевшим реального доступа на этот рынок.

Новая волна увлечения взаимными фондами возникла во второй половине 1990-х годов<sup>401</sup>, когда высокие темпы экономического роста вместе с «эффектом богатства» сделали эти фонды привлекательными для многих индивидуальных инвесторов<sup>402</sup>. Это были преимущественно представители среднего класса со средним годовым доходом 60–70 тыс. долларов на семью и сбережениями порядка 125 тыс. долларов, которые они хотели бы выгодно вложить.

Индивидуальные инвесторы отдавали предпочтение взаимным фондам, так как они предлагали профессиональное управление инвестициями (включающее оценку их прибыльности и рисков), а также диверсификацию рисков за счёт разнообразного состава инвестиционного портфеля. Кроме того, взаимные фонды были доступны для инвесторов – размер первоначального взноса, хотя и отличался в разных фондах, был в целом небольшим, а доходность инвестиций прогнозировалась высокой<sup>403</sup>. Такая доходность обеспечивалась вложением капиталов в прибыльные активы. При этом в американских взаимных фондах 40% активов (около 3 трлн долларов) принадлежало в 2000 г. пенсионным фондам<sup>404</sup>. Так за счёт сбережений будущих пенсионеров,

---

<sup>401</sup> В США их количество выросло с 1643 в 1992 г. до 2812 в 1995 г., 6965 в 2000 г. и 8045 в 2005 г. В странах ЕС – с 793 до 1141, 3160 и 5309 соответственно (Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – С. 58).

<sup>402</sup> К 2000 году финансовые активы инвестиционных фондов достигли в США 66,1% ВВП (при объёме их инвестиций в ценные бумаги 60,5% ВВП), Германии 35,7% (34,1%), Канаде 35,7% (34,4%), Франции 28,9% (25,9%).

<sup>403</sup> При 10% прибыльности с учётом сложных процентов один вложенный доллар за пять лет давал прибыль 6,11 доллара, за 10 лет – 15,94, за 20 – 57,27, а за 40 лет 442,59 доллара (Fredman A. How Mutual Funds Work / A. Fredman, R. Wiles. – N. Y.: New York Institute of Finance, 1998. – P. 7).

<sup>404</sup> Богл Д. Битва за душу капитализма / Д. Богл. – М.: Изд. Института Гайдара, 2011. – С. 147.

накапливаемых на пенсионных счетах, взаимные фонды стали быстро расти<sup>405</sup>.

Рост взаимных фондов, дававших больше прибыли, чем банки, привел к тому, что начался отток капиталов с банковских депозитов в эти фонды. Банки, заметив такую тенденцию, стали создавать дочерние компании по управлению активами взаимных фондов. И даже в странах Европы, традиционно больше ориентированных на банковское финансирование, в 2002 году доля взаимных фондов среди источников финансирования стала сопоставимой с этой долей в США (17,3%)<sup>406</sup>.

Структура типичного инвестиционного портфеля взаимных фондов со временем менялась. В 1990 г. в него ещё входило больше 50% облигаций, в основном государственных и муниципальных, что было верным признаком осторожной инвестиционной политики. В 2000 г. в составе портфеля было уже более 70% акций. Так взаимные фонды стали одним из крупнейших институциональных инвесторов – если в 1950 г. они владели в США 3% всех акций, то в 2000 г. – 18,5%.

Однако, по словам Питера Линча, управляющего знаменитого своими масштабами Magellan Fund, «размер фонда и количество акций в портфеле ещё ничего не говорят о его способности превзойти рынок»<sup>407</sup>, так как фондом со слиш-

---

<sup>405</sup> Активы американских взаимных фондов увеличились с 2 млрд долларов в 1949 г. (91 взаимный фонд) до 1 трлн долларов в 1990 г. и 6,5 трлн в 2000 г. (около 6000 фондов) (Gremillion L. Mutual Fund Industry Handbook / L. Gremillion. – Hoboken (NJ): John Wiley, 2005. – P. X). К концу 1990-х годов наиболее известными фондами были AIM, Alliance, American Century, American Funds, Dreyfus, Fidelity, Franklin, T. Rowe Price, Scudder, Vanguard и др.

<sup>406</sup> Во Франции – 19,2%, в Италии – 16,2%, в Германии – 10,1%, а в Англии – всего лишь 3,7% (Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – С. 65).

<sup>407</sup> Линч П. Переиграть Уолл-стрит / П. Линч. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – С. 119. В 1983 году активы Magellan Fund достигли 1,6 млрд долларов, и в его портфеле было 900 наименований акций, хотя «на 700 из них приходилось менее 10% суммарных активов фонда». Линч объяснял их покупку тем, что когда владеешь некоторым количеством акций компании, легче понять, что реально она собой представляет. Так как большинство этих компаний были небольшими, а стоимость приобретаемых пакетов акций незначительна, никакого риска для общей стабильности фонда и его прибыльности не было. Критики говорили, что настолько большой фонд уже не может быть успешным и в принципе не способен превзойти среднюю для рынка доходность, так как из-за своих размеров и раздутого портфеля он превратился в копию рынка, хаотичного и непредсказуемого (Там же).

ком большим капиталом и портфелем акций трудно управлять. Для прибыльности фонда достаточно создать портфель из 50 наименований наиболее популярных акций, повторив рейтинг S&P 500 в миниатюре.

Доля акций различных корпораций в составе ценных бумаг американских индивидуальных инвесторов то повышалась, то понижалась в зависимости от общего состояния экономики и финансового рынка<sup>408</sup>. А вот доля акций взаимных фондов постоянно росла – с 0,2% в 1945 г. до 3,9% в 1985 г. и 12,1% в 2004 г. В странах Европы у индивидуальных инвесторов доля акций инвестиционных фондов была наибольшей в Великобритании – 18,5% в 1998 г., снизившись до 11,2 в 2002 г.<sup>409</sup> Среди стран континентальной Европы инвестиционные фонды больше всего были распространены во Франции<sup>410</sup>, Германии<sup>411</sup>, Люксембурге, Италии, Ирландии, Испании. Половина активов этих фондов приходилась на Францию и Люксембург.

---

<sup>408</sup> В 1945–1965 гг. эта доля выросла с 19,5% до 31,3%, в 1965–1985 гг. снизилась до 10,5%. Во время подъема на рынке ценных бумаг доля акций в активах домохозяйств выросла до 23,2% в 2000 г., и затем после кризиса «доткомов» снизилась до 17,7% в 2004 г. (Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – С. 61–62).

<sup>409</sup> Во Франции эта доля снизилась с 11,8% в 1995 до 9% в 2002 г.; в Германии выросла с 7,2% в 1995 г. до 11,5% году (Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – С. 61–62). В активах финансовых институтов США доля банков снизилась с 27% в 1985 г. до 18% в 1999 г., а доля взаимных фондов выросла с 5% в 1985 г. до 18% в 1999 г. В дальнейшем, в 2004 году доля банков немного выросла – до 19%, а доля взаимных фондов снизилась до 16% (Там же. – С. 64).

<sup>410</sup> Во Франции существовали инвестиционные компании и инвестиционные фонды. Отличие между ними в том, что инвестиционная компания является юридическим лицом, а инвестиционный фонд – нет. Французские инвестиционные компании, выпускающие акции, разделялись на компании открытого типа (*societe d'investissement – capital variable, SICAV*) и закрытого типа (*societe d'investissement – capital fixe, SICAF*). А инвестиционные фонды (паевые фонды и фонды предприятий) могли выпускать только паи.

<sup>411</sup> Инвестиционные фонды в Германии разделялись на публичные (*publikumsfonds*) и специальные (*spezialfonds*). Специальные фонды – закрытые, и они имели ограниченный круг инвесторов (чаще всего это сотрудники одного предприятия или группы компаний). Публичные фонды выпускали свои ценные бумаги, на которые могла проводиться открытая подписка. В 1995 г. в Германии было 3233 фонда (публичных – 609, остальные – специальные) с активами 565 млрд марок, в 2000 г. – 6447 (публичных – 1119) с активами 821 млрд евро (*Deutsche Bundesbank Capital Market Statistics, June 2005. Statistical Supplement to the Monthly Report 2.* – P. 52, 53. – [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)).

## *Институционализация рынка ценных бумаг*

К началу XXI века институциональные инвесторы всех типов стали одним из важнейших, если не самым важным участником рынка ценных бумаг<sup>412</sup>. Так собственность на значительную часть акций (а по сути – и на сами корпорации, их выпустившие) оказалась в руках сравнительно небольшого круга институциональных участников рынка. Все заговорили об институционализации не только рынка ценных бумаг, но и всего мира американских корпораций. В прошлое стала уходить сама идея *shareholders democracy* – «демократии владельцев акций», бывшая когда-то одной из основ демократии в англо-американском её понимании.

К началу XXI века в США 300 крупнейших институциональных инвесторов владели акциями на 7,5 трлн долларов – более половины совокупной капитализации всего американского рынка ценных бумаг (13,2 трлн долларов). При этом 100 крупнейшим институциональным инвесторам принадлежало 52% всех акций (на общую сумму 6,8 трлн долларов), обращавшихся на американском рынке.

В середине XX века, когда развитие институционального инвестирования только начиналось, инвестиционные и пенсионные фонды были чётко разграничены. А к 2000 году все крупнейшие институциональные инвесторы<sup>413</sup> стали компаниями по управлению активами, в которых пенсионная и инвестиционная деятельность оказались тесно переплетёнными.

Иногда преобладала инвестиционная деятельность (в таких крупных компаниях по управлению активами, как *Vanquard* или *Fidelity*), а иногда – управление пенсионными сбережениями (*State Street Global*, *Barclays Global*). Но в большинстве компаний, занимающихся институциональным инвестированием, это разграничение уже было трудно провести.

---

<sup>412</sup> В США их инвестиции в ценные бумаги достигли в 2000 г. 172,9% ВВП, в Канаде – 98,9%, во Франции – 84,8%, в Германии – 65,8%.

<sup>413</sup> В десятку крупнейших институциональных инвесторов в начале XXI века входили: *Fidelity Investment*, *Barclays Global Investors*, *Vanguard Group*, *State Street Global Advisors*, *Capital Group Companies*, *AXA Group*, *Mellon Financial Corp.*, *Northern Trust Global Investments*, *Wellington Management Co.*, *Citigroup*.

## *Глобальный рынок ценных бумаг*

### *Ценные бумаги в эпоху Интернета*

В 1990-е годы глобальный рынок ценных бумаг стал реальностью. Ценные бумаги всё чаще применялись для привлечения капитала, оттесняя такой традиционный источник, как банковский кредит. Замещение классического банковского кредитования финансированием с помощью ценных бумаг было одной из важнейших инноваций этого десятилетия вместе с общей дерегуляцией рынка ценных бумаг, глобализацией и распространением Интернета<sup>414</sup>. Правда, и банки в это десятилетие успешно приспосабливались к новым условиям, превращаясь в универсальные холдинги, предоставлявшие весь спектр услуг по финансированию и управлению активами. Обычным делом стало сращивание банков с институциональными инвесторами – страховыми компаниями, взаимными и пенсионными фондами.

В 1990-е годы биржи в мировых столицах капитала оставались основными центрами операций с акциями в отличие от облигаций, торговавшихся преимущественно на внебиржевом рынке. Организованные биржевые рынки (вне зависимости от того, были это традиционные биржи типа New York Stock Exchange или электронные торговые системы, такие как NASDAQ) предоставляли больше гарантий, что сделки будут завершены на оговорённых условиях.

В 1990-е годы наиболее динамично рос рынок деривативов<sup>415</sup>, операции с которыми проводились на внебиржевом

---

<sup>414</sup> Доля ценных бумаг в активах мирового финансового рынка составляла 58% в 1980 г. В 1990 г. она выросла до 63%, в 2000 г. – до 73%. При этом в 1980 г. общая стоимость глобальных финансовых активов равнялась мировому ВВП, а в 1993 г. финансовые активы превышали ВВП в 2 раза. В конце 2007 г. активы превышали ВВП приблизительно в 3,5 раза (Подробнее см.: Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С. З. Мошенский. – М.: Экономика, 2010. – С. 55). Доля банковских кредитов в активах финансовых компаний в США сократилась с 47% в 1970 г. до 20% в 2000 г. В Великобритании и Нидерландах во второй половине 1990-х годов эта доля не опускалась ниже 50–60%, а во Франции и Германии она была ещё большей, 70–80%. Но и в этих странах, где традиционно преобладало банковское кредитование, в структуре активов банков увеличилась доля ценных бумаг (White W. The Coming Transformation of Continental European Banking? / W. White // BIS Working Papers. – 1998. – № 54. June. – P. 28. – [www.bis.org](http://www.bis.org)).

<sup>415</sup> Опционов, фьючерсов, свопов, форвардных контрактов и других производных инструментов. Около 50% рынка деривативов составляли в это время свопы.

рынке<sup>416</sup>. Распространение деривативов имело революционный характер для глобального рынка ценных бумаг, так как основная функция этих инструментов – хеджирование рисков. Поэтому среди производных инструментов быстрее всего рос сегмент кредитных деривативов<sup>417</sup>, переносящих риск по кредитам с одного участника операций на другого.

В это десятилетие в центре глобального рынка была американская финансовая система, что было связано с экономическим лидерством США, в то время очевидным для всех, а также значением доллара в мировых финансах<sup>418</sup>. Наиболее привлекательными были практически лишённые риска государственные облигации казначейства США. Эти ценные бумаги, считавшиеся самым надёжным финансовым инструментом, широко использовались для хранения валютных резервов многих стран мира. А в портфели инвесторов их включали как для общей устойчивости при возможном колебании цен других бумаг, так и в качестве ориентира при формировании цен на различные финансовые активы.

Многие инвесторы вкладывали свои капиталы не только в государственные облигации, но и в акции, особенно крупных компаний. К концу десятилетия капитализация американского рынка акций приближалась к 50% мирового<sup>419</sup>, и этот рынок стал центром притяжения для иностранных инвесторов, преимущественно из ЕС и Англии<sup>420</sup>. Вы-

---

<sup>416</sup> С 1987 по 2005 г. номинальная стоимость базисных активов биржевых деривативов выросла в 79 раз и достигла 58 трлн долларов, а внебиржевых деривативов – в 240 раз и достигла 285 трлн долларов (при мировом ВВП 44 трлн) (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 73).

<sup>417</sup> Они включают в себя кредитно-дефолтные свопы (credit default swaps), свопы на совокупный доход (total rate of return swaps), опционы на кредитный спред (credit spread options) и связанные с кредитами бумаги (credit-linked notes). Только за три года, с 1998 по 2001 г., рынок кредитных деривативов вырос со 150–200 млрд до более чем 1000 млрд долларов.

<sup>418</sup> Влияние американского рынка на мировой объясняется не только его масштабами, но и уровнем информационной прозрачности, самым высоким в мире.

<sup>419</sup> Капитализация американского рынка акций повысилась с 8,354 млрд долларов (108% ВВП) в 1996 г. до 15,131 млрд долларов (155% ВВП) в 2000 году.

<sup>420</sup> Иностранные инвестиции в популярные акции крупнейших американских компаний с 1990 по 2000 г. увеличились с 6,9% (от общей их рыночной стоимости 3530,2 млрд долларов) до 9,2% (при общей стоимости акций 17 611,9 млрд долларов) (Туруев И. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. – М.: МАКС Пресс, 2003. – С. 149, 154).

росли и американские инвестиции в акции иностранных компаний<sup>421</sup>.

В континентальной Европе лидером по величине ВВП и общему экономическому потенциалу стала Германия, хотя её рынок ценных бумаг (по отношению капитализации к ВВП) в 1990-е годы уступал французскому, не говоря уже о рынках США, Великобритании и Японии. Владельцами ценных бумаг в Германии была лишь небольшая часть населения – 5%, так как по сложившейся традиции основное финансирование экономики обеспечивали банки. Индивидуальные инвесторы и предприятия свои потребности в кредитах и других финансовых услугах успешно удовлетворяли обычно с помощью банков<sup>422</sup>. В этом отношении Германия представляла собой классический пример финансовой системы, ориентированной на банки в отличие от англо-американской системы, ориентированной на рынок ценных бумаг. А те функции, которые в США и Англии выполняли финансовые компании, в Германии обеспечивали всё те же банки. Они же были основными и единственными посредниками на рынке ценных бумаг, выполняя все виды операций (кроме страхования)<sup>423</sup>.

Во Франции в 1990-е годы в финансовой системе и на рынке ценных бумаг большие перемены произошли после принятия закона о модернизации финансовых услуг от 2 июля 1996 года<sup>424</sup>. По величине акционерного капитала, а

---

<sup>421</sup> В 1985 г. их объём не превышал 40 млрд долларов, в 1990 г. достиг 160 млрд долларов, в 2000 г. – около 1500 млрд (Steil B. Building a Transatlantic Securities Market / B. Steil. – Zurich: International Securities Market Association, 2002. – P. 20).

<sup>422</sup> Банки в Германии разделяются на два типа: универсальные и специализированные (в том числе ипотечные). Пяти крупнейшим банкам – Deutsche Bank, Bayerische Hypo und Vereinsbank (HVB), Dresdner Bank, Commerzbank и Postbank в 2004 г. принадлежало 24% всех банковских активов.

<sup>423</sup> При этом германские банки тесно связаны со страховыми компаниями за счёт перекрёстного взаимного владения акциями. Банковско-страховые группы Allianz / Dresdner Bank и Munchner Ruck / HypoVereinsbank входили в группу крупнейших в мире по капитализации финансовых конгломератов.

<sup>424</sup> До того основными участниками рынка ценных бумаг были банки и компании по ценным бумагам (Entreprises d'investissement), а с 1996 года участники рынка ценных бумаг были разделены на два типа – кредитные учреждения и финансовые компании, имевшие одинаковые права по операциям с ценными бумагами. Ранее на рынке ценных бумаг было три группы участников: кредитные учреждения, биржевые общества и портфельные управляющие. Биржевые общества (Societes de Bourse) были главными участниками рынка и только они имели право совершать биржевые операции. Предшественниками биржевых обществ были небольшие компании,

также по использованию рынка акций как источника финансирования Франция в это время уже не уступала Англии и заметно опережала Германию<sup>425</sup>. Акции во Франции владели 10,1% населения<sup>426</sup>. Приближалась она к Англии и по уровню концентрации финансового капитала. Сфера финансовых услуг была сосредоточена в Париже, городе с многовековыми банковскими и биржевыми традициями.

Так в 1990-е годы возник глобальный рынок ценных бумаг, работающий в режиме реального времени и не имеющий какой-либо управляющей организации. Этот рынок обладал сетевой структурой, напоминающей собой сетевую структуру Интернета<sup>427</sup>. С наступлением постиндустриальной эпохи привычные линейные, иерархические структуры, управляемые из одного чётко определённого центра стали всё больше уходить в прошлое, а многополярность, полицентричность мировой экономики и финансовых рынков стали восприниматься как нечто само собой разумеющееся.

В основе глобального рынка 1990-х годов были национальные рынки, самостоятельно обеспечивающие ликвидность своих бумаг, и финансовые центры – столицы капитала, разбросанные по разным континентам. Крупнейшими из них в это десятилетие были Нью-Йорк, Лондон, Токио и Франкфурт. Так сложилась система финансового капитализма, фундаментом которой были рынки ценных бумаг.

Глобальный рынок ценных бумаг не был повторением общемирового рынка, существовавшего до Первой мировой войны в эпоху «британской» глобализации. Основным его отличием была возможность работать в режиме реального времени благодаря распространению Интернета и электронных торговых систем. Почему же потребовалось столько времени между 1914 годом и 1990-м, чтобы снова восстановить общемировой рынок? Главной причиной было наличие на протяжении десятилетий многочисленных барьеров для

---

называвшиеся биржевыми агентами, или агентами по обмену (*agents de change*).

<sup>425</sup> Капитализация рынка акций Франции в 1996 г. составляла 47% ВВП (Германии – 35%), в 2000 г. – 91% (Германии – 60%).

<sup>426</sup> Количество индивидуальных инвесторов, владевших ценными бумагами всех типов, выросло во Франции с 3,2 млн в 1982 г. до 14 млн в 1991 г., затем сократилось до 9 млн в 2000 г. и снова выросло до 11,2 млн в 2004 г. (*Les porteurs de valeurs mobilières en 2004* // Euronext, Banque de France. – [www.euronext.com](http://www.euronext.com)).

<sup>427</sup> Подробнее о сетевых структурах финансовых рынков: Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С. З. Мошенский. – М.: Экономика, 2010. – С. 40–46.



международного движения капиталов и недостаточное количество ценных бумаг, находящихся во владении иностранных инвесторов<sup>428</sup>.

### *Рынок облигаций*

В 1990-е годы операции с облигациями<sup>429</sup> были по сумме оборота крупнейшим сегментом глобального рынка ценных бумаг<sup>430</sup>. Таким этот сегмент остался и в начале XXI века – капитализация мировых рынков акций в 2005 г. составляла 45 трлн долларов, рынка облигаций – 59 трлн<sup>431</sup>. Расширение облигационного рынка, начавшись в США в середине 1980-х годов, продолжалось в Америке в 1990-е годы<sup>432</sup>. Подобный рост облигационного рынка происходил

---

<sup>428</sup> Объём таких бумаг снизился с 18% мирового ВВП в 1914 г. до менее 5% в 1945 г., затем вырос до 25% в 1980 г. и до 62% в 1995 г., когда их совокупная стоимость достигла 15,5 трлн долларов. Это были преимущественно акции и облигации, активно обращающиеся на рынках. Особенно много ценных бумаг, находящихся в иностранном владении, было сосредоточено в США. Там общий объём операций с иностранными бумагами вырос с 907 млрд долларов в 1900 г. до 7,1 трлн в 2003 г. Операции иностранных инвесторов с американскими акциями и облигациями выросли с 4,2 трлн долларов в 1900 г. до 30,7 трлн в 2003 г. Это были в основном ликвидные государственные облигации и акции крупных транснациональных компаний (Statistical Abstract of the United States. 2004–2005. – Washington: U. S. Government Printing Office, 2004. – P. 752–753).

<sup>429</sup> Рынок облигаций – часть рынка долговых инструментов, на 95% состоящего из облигаций разного типа. Остальное – депозитные сертификаты и коммерческие бумаги (commercial papers) денежного рынка. В США доля коммерческих бумаг достигала в это время 9%, в остальных странах – около 5%. Их эмиссия помогала эмитентам обойти законодательные ограничения на выпуск облигаций.

<sup>430</sup> Капитализация рынка облигаций (в отношении к ВВП) составляла в США в 1996 г. – 150%, в 2000 г. – 164%, в Великобритании – 75% и 80%; в Германии – 117% и 121%, в Японии – 162% и 184%; во Франции – 118% и 94%.

<sup>431</sup> Дневной оборот торговли акциями в 2001–2005 гг. в США достигал в среднем 70–80 млрд долларов, облигациями – 500 млрд. Объём рынка долговых инструментов с 1990 по 2000 год вырос в Великобритании с 409 до 825 млрд долларов, в Германии – с 995 до 2179, США – с 7433 до 11 078, Франции – с 827 до 1483, Японии – с 2922 до 5307 млрд. В 2000 г. 41–46% эмитентов долговых бумаг были частными компаниями, 54–59% – государственными организациями. Облигации внутренних займов (domestic bonds) в 1994 г. составляли в среднем 90%, облигации внешних займов (international bonds) – 10%. К 2005 году доля внешних займов выросла до 25% (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 65–67, 69, 71).

<sup>432</sup> Капитализация американского рынка составляла 150% ВВП в 1996 г. и 164% ВВП в 2000 году при ликвидности 10% и 9% соответственно.

и в других странах<sup>433</sup> – это был общемировой тренд. Рост интереса к облигациям объяснялся тем, что они были более надежными бумагами с фиксированным доходом, а значительную часть облигационного рынка представляли государственные облигации с гарантированной прибылью. Кроме государственных облигаций, инвесторов привлекали и корпоративные облигации – в США их объём устойчиво рос<sup>434</sup>.

Основными участниками рынка облигаций были институциональные инвесторы, вкладывавшие свои капиталы в крупные пакеты долговых бумаг с фиксированной доходностью. Одним из главных покупателей американских государственных облигаций стали иностранные институциональные инвесторы (в основном, японские). Государственные облигации Англии, Германии и Франции также имели хороший спрос у иностранных инвесторов<sup>435</sup>.

Среди индивидуальных инвесторов, вложивших свои капиталы в облигации, многие были людьми пенсионного возраста. Они хотели бы спокойно жить на проценты и не ломать себе голову вопросами о риске инвестиций. Но не всё было так просто, как могло казаться на первый взгляд – «молодым акции, пожилым облигации». Из-за инфляции реальные доходы по облигациям постоянно снижались, и пожилые люди получали не совсем то, на что рассчитывали. Вести в старости безбедную жизнь только за счёт дохода по облигациям не удавалось. Чтобы сохранять привычный жизненный уровень, им нужно было включать в свой порт-

---

<sup>433</sup> В частности, объём операций с международными облигациями (евробондами) вырос с 6 трлн за год в 1994 г. до 50 трлн в 2000 г. Две трети этих операций производились в Лондоне (Statistical Abstract of the United States. 2004–2005. – Washington: U. S. Government Printing Office, 2004. – P. 750).

<sup>434</sup> Только с 1978 по 1993 г. он увеличился с 447,6 до 2180,2 млрд долларов (Уилсон Р. Корпоративные облигации: структура и анализ / Р. Уилсон, Ф. Фаботци. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – С. 19). Однако рынок долгосрочных корпоративных облигаций, характерных для 1960-х или 1970-х годов, с 1980-х начал сокращаться. Долгосрочные облигации стали восприниматься как анахронизм, к тому же эти инструменты начали превращаться из средства финансирования корпораций в инструмент сугубо спекулятивный (Kaplan E. The Waning of the Long-Term Bond / E. Kaplan // *Dun's Business Month*. – 1985, June. – P. 40–42).

<sup>435</sup> В Германии количество иностранных владельцев государственных облигаций выросло с 38% в 1991 г. до 46% в 1996 г. Во Франции в 1996 г. около 70% государственных облигаций находилось в собственности иностранных инвесторов (Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 310).

фель ещё и акции, подготовившись к периодическим падениям их курса.

Даже если прибыльность облигаций повышается, это в большей мере выгодно правительствам (заинтересованным в продаже огромного количества облигаций для финансирования государственного долга), а не индивидуальным инвесторам. На протяжении семи последних десятилетий акции приносили своим владельцам в среднем 10,3% ежегодно, а облигации – только 4,8%, и от этого факта никуда не денешься. Причина большей доходности акций понятна – когда компании растут, они приносят больше прибыли; увеличиваются дивиденды и общая доходность акций.

Операции с облигациями проводились во всех финансовых центрах, где были филиалы и представительства основных глобальных банков. Наиболее динамичным был американский рынок облигаций с поистине огромной капитализацией – 11 612 млрд долларов в 1996 г. и 16 032 млрд в 2000 г. Японский рынок занимал второе место<sup>436</sup>, и в 2004 году общий объём задолженности по этим бумагам достиг 9 трлн долларов. Наибольшей была доля государственных облигаций (60%)<sup>437</sup> – они торговались преимущественно на внебиржевом рынке, однако их ликвидность заметно уступала ликвидности аналогичных бумаг других стран. Третье место по значению занимал британский рынок (а точнее – лондонский рынок евробондов), хотя по капитализации он отставал от рынка Германии. Именно евробонды сделали столь влиятельным лондонский рынок, а не британские облигации, объёмы операций с которыми были сравнительно небольшими<sup>438</sup>.

---

<sup>436</sup> Капитализация японского рынка облигаций составляла 4793 млрд долларов в 1996 г. и 5897 млрд в 2000 г. А по отношению капитализации к ВВП японский рынок (162% в 1996 г. и 184% в 2000 г.) даже опережал американский (150% и 164%).

<sup>437</sup> Корпоративных облигаций было гораздо меньше – 10%, банковских и муниципальных – по 7%, остальное составляли прочие долговые инструменты.

<sup>438</sup> Общая задолженность по корпоративным облигациям в 2004 году составляла в Великобритании 214 млрд фунтов для нефинансовых компаний и 218 млрд для финансовых. По сравнению с другими странами размеры рынка внутренних корпоративных облигаций были невелики, так как английские компании в основном использовали для финансирования международные еврооблигации. Суммарный долг по ним в это время составлял 869 млрд фунтов. Основными их эмитентами были банки, строительные общества и крупнейшие компании, такие как British Telecom и др. (The European Bond Markets. An Overview and Analysis for Issuers and Investors / Ed. N. Battley. – L.: Irwin Professional Publications, 1997. – P. 1471–1481). По капи-

В континентальной Европе в конце 1990-х годов возник свой облигационный рынок, успешно конкурировавший с Нью-Йорком, Лондоном и Токио<sup>439</sup>. Крупнейшими стали рынки в Германии и Франции, где объём операций с облигациями намного превосходил операции с акциями. Французский рынок уступал германскому по капитализации в абсолютных цифрах, но по капитализации в отношении к ВВП превосходил его<sup>440</sup>. Однако, в отличие от Германии, где основными (кроме государства) эмитентами облигаций были банки, во Франции их выпускали чаще всего нефинансовые компании<sup>441</sup>. В Германии банки были не только основными

---

тализации в отношении к ВВП (75% в 1996 г. и 80% в 2000 г.) британский рынок облигаций также отставал от других стран (162% и 184% в Японии, 150% и 164% в США, 119% и 94% во Франции, 117% и 121% в Германии).

<sup>439</sup> Важным его сегментом были итальянские государственные облигации. В 1992 г. общий объём их выпуска достиг 850 млрд, после чего итальянский облигационный рынок стал одним из крупнейших в мире. С 1988 г. на нём начала работу электронная торговая система MTS (*Mercato dei Titoli di Stato*), а в 1998 г. эта торговая система стала использоваться для государственных облигаций всех стран ЕС. В 2004 г. оборот операций MTS достиг 85 млрд долларов в день, значительно опередив рынок британских государственных облигаций с объёмом операций 20 млрд долларов. Центральный офис MTS находился в Лондоне – европейском финансовом центре с наибольшей концентрацией банков и финансовых компаний, в том числе представителей крупнейших глобальных институциональных инвесторов.

<sup>440</sup> Капитализация французского рынка облигаций в 1996 г. составляла 1481 млрд долларов (119% ВВП), в 2000 г. – 1446 млрд (94%); в Германии в эти же годы – 2204 млрд (117% ВВП) и 2572 млрд (121%). Ликвидность французского рынка долговых инструментов снизилась с 85% в 1996 г. до 3% в 2000 г.

<sup>441</sup> Основными эмитентами облигаций во Франции в 2000 г. были государственные органы (43,4%), нефинансовые компании (28%) и финансово-кредитные организации (28,6%, из них банки 11,5%). Среди инвесторов, вкладывавших свои капиталы в облигации, в 2000 г. на первом месте были страховые компании (38,8%), затем иностранные инвесторы (23,0%) и банки (10,4%). Доля индивидуальных инвесторов составляла 9,8%, небанковских финансовых институтов – 9,5%, нефинансовых компаний – 5,4% (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 468). В Германии облигации, выпущенные банками, составляли 62% в 1990 г. и 64% в 2000 г., государственные облигации – 38% и 36%, а доля корпоративных облигаций была совсем мала – 0,2% и 0,6% (*Deutsche Bundesbank Capital market statistics. June, 2005. Statistical Supplement to the Monthly Report 2.* – P. 26. – [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)). Среди банковских облигаций больше всего было ипотечных (*hypothekendarfandbriefe*) и публичных пфандбрифов (*öffentliche pfandbriefe*) – ценных бумаг, обеспеченных ипотечными закладными или кредитами, выданными государственным органам. Ипотечные пфандбрифы составляли около 20%. Рынок пфандбрифов по капитализации (826 млрд евро в 2000 г.) занимал шестое место в мире после рынков государственных облигаций США и Японии, рынка ипотечных облигаций США, коммерческих бумаг США и муниципальных облигаций США. Для пфандбрифов не было предусмотре-

эмитентами облигаций, но и главными инвесторами на облигационном рынке (36% в 2004 г.), на втором месте после них были иностранные инвесторы (33%)<sup>442</sup>.

### *Мировой рынок акций*

Глобальный рынок акций в 1990-е годы был меньше по объёму, чем облигационный рынок, но гораздо более сложным по своей организации. В отличие от облигаций – бумаг с фиксированной доходностью, риск дефолта по которым был невелик, прибыльность акций зависела от многих обстоятельств, которые трудно было заранее прогнозировать. Однако за счёт общего подъёма в это десятилетие объём операций с акциями стремительно рос<sup>443</sup>. С 1980 по 2000 г. капитализация мировых рынков акций увеличилась почти в 13 раз, хотя мировой ВВП – только 2,5 раза. Среднее для мирового рынка акций отношение капитализации к мировому ВВП повысилось с 23% до 118%<sup>444</sup> – верный признак опережающего развития финансового сектора. В последнее десятилетие XX века увеличилось и количество индивидуальных инвесторов, вкладывавших свои капиталы в акции. Лидировала Швеция, где в середине 1990-х акциями владело 35,3% населения. Затем шли США (21,1%), Англия (17,5%), Франция (10,1%), Япония (9%), Германия (5%).

---

но их досрочное погашение в отличие от американских и английских MBS. Операции с этими облигациями происходили в основном на внебиржевом рынке, где сделки с ними заключались по телефону (The Pfandbrief. The Europe's biggest bond market. Facts and Figures. – Bonn: Association of German Mortgage Banks, 2002. – P. 9. – [www.pfandbrief.org](http://www.pfandbrief.org)).

<sup>442</sup> Кроме того, институциональным инвесторам (преимущественно страховым компаниям) принадлежало 17% рынка, индивидуальным инвесторам 13% (Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1991–2004. Frankfurt. Sept. 2005. – P. 103). Доходность по облигациям в 1990 г. составляла в среднем 9% годовых, в 2000 г. – в среднем 5,5% (Deutsche Bundesbank Capital Market Statistics. June 2005. Statistical Supplement to the Monthly Report 2. – P. 36. – [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)).

<sup>443</sup> На бирже NASDAQ стоимость операций с акциями выросла с 452 млрд долларов в 1990 г. до 19 799 млрд в 2000 г. (ликвидность – с 146% до 550%). На бирже NYSE – с 1325 млрд до 11 060 млрд (ликвидность – с 50% до 100%) (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 57).

<sup>444</sup> В 2000–2002 гг. после краха интернет-компаний и общего спада, вызванного не оправдавшимися ожиданиями от «новой экономики», этот показатель снизился до 66%, затем снова вырос до 100% в 2003 г. (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 47–49).

Хотя в Германии до приватизации Deutsche Telecom в 1996 г. количество владельцев акций было небольшим – 5% населения, к 2001 году оно увеличилось до 20%. Подобный рост количества владельцев акций происходил и в других странах, в особенности восточноевропейских. В общей сложности за счёт приватизации во всех странах было получено около 1 трлн долларов, и благодаря участию в приватизационных программах в мире появились миллионы новых акционеров<sup>445</sup>.

Правда, рынок акций имеет первостепенное значение как источник капитала в англо-американской модели финансовых рынков. В странах Западной Европы и Японии, где эту роль выполняют банки, капитализация рынков акций в отношении к ВВП обычно меньше, чем в США, Англии и прочих странах с англо-американской моделью финансового рынка (Канада, Австралия и др.)<sup>446</sup>. Но это не является признаком слабого развития финансовой системы или экономики в целом.

В Гонконге, переживавшем в это десятилетие бурный подъём, капитализация рынка акций выросла с 359% ВВП до 378%, но это ничего не говорит о реальных размерах экономики Гонконга и его рынка акций. Капитализация рынка акций в отношении к ВВП показывает не столько степень развития экономической системы, сколько национальные особенности механизмов привлечения капитала. В Германии и Франции этот показатель значительно ниже, чем в Англии, хотя эффективность экономики в Германии и Франции вряд ли намного меньше, чем в Англии. Другое дело, что экономика стран континентальной Европы традиционно ориентирована больше на банковское финансирование, а не на рынок ценных бумаг. А то, что в Англии капитализация рынка акций в отношении к ВВП была заметно выше, чем в США,

---

<sup>445</sup> В развитых и развивающихся странах в 1980-е было приватизировано и превращено в акционерные компании 6800 государственных предприятий, в 1990-е – более 60 тысяч (Havrylyshyn O. Privatization in Transition Countries: A Sampling of the Literature / O. Havrylyshyn, D. McGettigan. – IMF Working Paper. Jan. 1999. – P. 5. – [www.imf.org](http://www.imf.org)).

<sup>446</sup> По капитализации рынка акций (в отношении к ВВП) лидерами были Великобритания (135% в 1996 г. и 170% в 2000 г.) и США (108% и 155% соответственно). В Японии, где началась рецессия, капитализация рынка акций снизилась со 105% в 1996 г. до 98% в 2000 г. В Германии капитализация рынка акций выросла с 35% до 69%, во Франции – с 47% до 91%. Ликвидность рынка акций выросла в эти же годы с 85% до 205% в США, с 36% до 71% в Англии, с 88% до 142% в Германии, с 212% до 243% во Франции, с 37 до 60% в Гонконге.

означает лишь то, что рост английского рынка акций опережал рост экономики в целом.

Структура собственности на акционерный капитал оставалась наиболее демократичной в США, где 50% акций в 1995 г. и 36% в 2002 г. принадлежало индивидуальным инвесторам несмотря на то, что институциональные инвесторы (пенсионные и взаимные фонды, а также страховые компании) всё больше проникали на этот рынок<sup>447</sup>. В Германии и других странах континентальной Западной Европы основными владельцами акций были банки и нефинансовые компании. При такой схеме собственности (её называют инсайдерской) обычным делом являются крупные пакеты акций и перекрестное владение ими, а держатели акций оказываются связанными с компанией, выпустившей эти бумаги. В США и других странах с англо-американской моделью рынка ценных бумаг значительная часть акций принадлежала индивидуальным и институциональным инвесторам, чаще всего не имеющим никакого отношения к компании-эмитенту.

В центре внимания инвесторов в 1990-е годы были акции компаний, связанных с информационными технологиями, что и понятно – эти технологии определили облик не только десятилетия 1990-х, но и всей постиндустриальной эпохи. Хотя эти бумаги не доминировали на рынке (по рыночной стоимости они составляли около 30% всех котируемых акций), ИТ-компании привлекали перспективами быстрого роста. Только у Microsoft рыночная капитализация была в десять раз больше, чем у всех горнодобывающих предприятий мира.

Акции большинства таких компаний торговались на американской бирже NASDAQ, влияние которой росло. По примеру NASDAQ подобные рынки ценных бумаг высокотехнологических компаний возникли и в Европе (EASDAQ, Neuer Markt в Германии и др.). Они были независимы от традиционных бирж в Лондоне, Франкфурте, Париже, Амстердаме, Милане и Брюсселе. Новые биржи, как и рынок акций в целом, привлекали к себе преимущественно внутренних инвесторов<sup>448</sup>. Для инвестирования в акции необходимо хорошо знать этот рынок, а также реальное положение и перспективы компаний, выпустивших акции. Внутренним

---

<sup>447</sup> В 2002 г. взаимным фондам принадлежало 19% акций, страховым компаниям и пенсионным фондам – 29%.

<sup>448</sup> В США в 2000 г. среди владельцев акций было только 7% иностранных инвесторов, в то время как среди владельцев корпоративных облигаций – около 20%.

инвесторам разобраться во всём этом было гораздо легче, чем иностранным.

Впрочем, после того как в 1990-е годы были сняты ограничения на международное движение капиталов, инвесторы могли размещать свои капиталы в любых частях мира, — там, где это было выгоднее. Так мировой рынок акций стал действительно глобальным, хотя при этом он оставался системой региональных рынков, как и раньше организованных вокруг крупнейших бирж и финансовых центров.

Среди мировых рынков акций наиболее динамично в 1990-е годы развивался американский<sup>449</sup>. Рост рынка обеспечивало большое количество его участников<sup>450</sup>, в том числе индивидуальных инвесторов и крупных институциональных инвесторов, а также развитый корпоративный сектор — из 500 крупнейших в мире компаний более 200 были американскими<sup>451</sup>. Основными по величине активов участниками американского рынка акций были институциональные инвесторы — они владели более 50% ценных бумаг, принадлежавших внутренним инвесторам<sup>452</sup>. Динамизм американскому рынку придавала конкуренция — и между корпорациями, и между банками<sup>453</sup>, и между крупнейшими брокерскими фирмами, а также биржами NYSE и NASDAQ.

---

<sup>449</sup> Капитализация рынка акций США выросла с 8354 млрд долларов в 1996 г. (108% ВВП) до 15 131 млрд (155%), ликвидность рынка — с 118% до 142%.

<sup>450</sup> В США профессиональными участниками рынка ценных бумаг считались коммерческие банки, ссудо-сберегательные ассоциации, пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные компании (взаимные фонды различных типов), а также брокерско-дилерские компании, специализирующиеся на операциях с ценными бумагами. В 2002 г. было зарегистрировано 6768 брокерско-дилерских компаний (Statistical Abstract of the United States, U. S. Census Bureau: 2004. — P. 759. — [www.census.gov](http://www.census.gov)). В конце 2000 г. в «индустрии ценных бумаг» (securities industry) работало 837 тыс. человек (в 1990 г. — 417 тыс.) (2001 Securities Industry Fact Book. — N. Y.: Securities Industry Association, 2001. — P. 28–30. — [www.sia.com](http://www.sia.com)). Крупнейшими брокерско-дилерскими финансовыми компаниями были Merrill Lynch, Paine Webber Incorporated, Prudential-Bache Capital Funding, Lehman Brothers и др. Они предоставляли полный ассортимент финансовых услуг, имея большое количество отделений и тысячи сотрудников. Ещё одной группой участников рынка были инвестиционные банки, работавшие только с крупными клиентами — Morgan Stanley, Salomon Brothers, Goldman Sachs, Bear Sterns и др.

<sup>451</sup> Citigroup, Exxon Mobil, General Electric, IBM, Microsoft, Procter and Gamble, Wal-Mart и др.

<sup>452</sup> Больше половины (около 60%) всех обращающихся американских бумаг принадлежало в 2000 году иностранным инвесторам.

<sup>453</sup> В 1990-е годы и особенно в последующее десятилетие после многочисленных слияний и поглощений границы между инвестиционными и ком-



Британский рынок акций<sup>454</sup> по темпам своего развития был близок к американскому. За счёт массовой приватизации крупных государственных компаний<sup>455</sup> количество британских акционеров выросло с 3 млн в 1980 г. до 11 млн в 1991 г. и достигло 13 млн в 2002 г.<sup>456</sup> Этот рынок привлекал к себе многих иностранных инвесторов, национальным финансовым системам которых не хватало глубины и развитости инфраструктуры, необходимых для работы с ценными бумагами крупных компаний. В 2000 году инвесторам из других стран принадлежало около 20% британских ценных бумаг.

Японский рынок акций в конце 1980-х годов по капитализации опередил американский и вышел на первое в мире место (40% общемировой капитализации). Затем во время кризиса 1990 года в Японии курсы акций быстро упали, а темпы экономического роста снизились с 4% в год до 1% по сравнению с 3% в США и 2% в крупнейших странах Западной Европы<sup>457</sup>. Количество японских индивидуальных инвесторов значительно выросло с 4 млн в 1950 г. до 35 млн в 2004 г. Однако их доля в акционерном капитале за эти годы снизилась с 70% до 20%, так как по сложившейся в Японии традиции инвесторы предпочитали вкладывать свои сбере-

---

мерческими банками, а также между банками и небанковскими финансовыми компаниями оказались размытыми и условными. К концу 1990-х годов американские банки превратились, по сути, в универсальные финансовые холдинги, крупнейшим из которых стал Citigroup.

<sup>454</sup> Капитализация английского рынка акций выросла с 1643 млрд долларов в 1996 г. (135% ВВП) до 2612 млрд (170%) в 2000 г.

<sup>455</sup> British Aerospace, British Petroleum, British Airways, British Airports Authority, Jaguar, Rolls-Royce, British Steel, British Telecom, British Gas, British Rail, London Buses, British Energy и др.

<sup>456</sup> В английских акционерных обществах среди владельцев акций преобладали пенсионные фонды (31,7% в 1990 г. и 17,7% в 2000 г.), страховые компании (20,4% и 21,9%), индивидуальные инвесторы (20,3% и 16,0%), а также иностранные инвесторы, доля которых быстро росла (11,8 и 32%). Доли других финансовых учреждений, включая инвестиционные трасты, были незначительными (Share Ownership: A report on the ownership of shares as at 31st December 2004. – P. 9 – [www.statistics.gov.uk](http://www.statistics.gov.uk)).

<sup>457</sup> В структуре акционерного капитала в Японии на первом месте в 1990 г. были финансовые учреждения – 45,2% (в 2000 г. – 37,0%), затем шли нефинансовые корпорации – 25,2% (22,3%), банки – 16,4% (19,5%), страховые компании – 13,2% (7,6%), инвестиционные трасты – 3,6% (2,2%), пенсионные фонды – 0,9% (4,3%) и прочие инвесторы (Shareownership Survey. – 2005. – P. 5, 15 – [www2.tse.or.jp](http://www2.tse.or.jp)).

жения не в ценные бумаги, а в пенсионные фонды и в банки<sup>458</sup>.

Иностранных владельцев акций в Японии было немного – их доля снизилась с 6,3% в 1983 г. до 4,2% в 1990 г. в основном за счёт взаимного перекрёстного приобретения акций японскими компаниями друг у друга<sup>459</sup>. Это делалось с целью предотвратить влияние на японский рынок иностранных инвесторов (прежде всего американских), проявлявших повышенную активность во время японского бума. В дальнейшем, во время спада японской экономики, доля иностранных инвесторов снова стала расти и достигла 20% в начале 2000-х годов. В целом же японский рынок акций не только не был основным источником финансирования экономики, но и не играл в этом финансировании заметной роли<sup>460</sup>, так как в японской финансовой системе доминировали банки – в 2004 г. им принадлежало более 50% активов<sup>461</sup>.

В Германии по сложившейся традиции инвестиции в акции никогда не были особо популярными<sup>462</sup>, и в середине 1990-х годов владельцами акций было только 5% населения.

---

<sup>458</sup> Отчасти это было связано с тем, что права японских акционеров значительно более ограничены, чем в США. Обычно они покупают акции не столько для получения прибыли, сколько для укрепления связей с компанией – владельцами акций становятся сотрудники компании, а не сторонние акционеры. Поэтому если американский акционер при снижении курса акций их продаст, японский так не поступит – для него отношения с компанией важнее, чем прибыль.

<sup>459</sup> В середине 1990-х такие корпоративные акционеры (которых называют инсайдерскими) владели до 38% акций. В этом Япония сильно отличалась от США, где больше половины акций находилось в собственности крупных и мелких индивидуальных инвесторов, заинтересованных в получении дивидендов.

<sup>460</sup> В 1991–2001 гг. с помощью эмиссии акций было получено около 2 трлн иен в год, что составляло всего 0,5–1,6% от общего объёма финансирования экономики (Stock Exchange Fact Book 2003. – Р. 39–40, 42–43. – [www2.tse.or.jp](http://www2.tse.or.jp)).

<sup>461</sup> Страховым компаниям принадлежало 9,4% активов, инвестиционным трастам – 2,6%, а брокерским и дилерским компаниям – всего лишь 1,1% (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 383). Вторичный рынок акций в Японии был преимущественно биржевым, и 90% его оборотов связаны с Токийской биржей (Tokyo Stock Exchange, TSE). Лидерами на рынке акций в 1990-е годы были крупнейшие японские корпорации – Toyota, NTT, Mitsubishi, Honda, Nissan, Sony, из финансовых компаний – Nomura Holdings.

<sup>462</sup> В структуре финансовых активов населения преобладали банковские депозиты и наличные сбережения. Они составляли 48% в 1990 г. и 35% в 2001 г., инвестиции в акции – всего лишь 6% и 9%, в облигации – 14% и 10%, вложения в страховые компании и прочие активы – 28% и 34% (Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1990–1998. – Frankfurt, 1999. – Р. 46–47).

Структура собственности на акционерный капитал напоминала японскую – в ней преобладали компании, перекрёстно владевшие акциями друг друга<sup>463</sup>.

Во Франции в это десятилетие владельцами акций было 10,1% населения, и в этом отношении французские акционеры опережали Германию и Японию. Распространение частных пенсионных фондов, предлагавших инвестировать капиталы в акции, заметно изменило психологию французских индивидуальных инвесторов, они стали больше склонны к риску и начали вкладывать свои сбережения в акции. А благодаря приватизации количество владельцев акций выросло с 1,3 млн в 1978 г. до 5,4 млн в 1991 г. и 5,6 млн в 2000 г. Капитализация французского рынка акций превосходила капитализацию рынка акций Германии, но отставала от крупнейших рынков<sup>464</sup>. Структура собственности на акции отличалась и от англо-американской, и от германской – основной группой инвесторов в 2000 г. были нефинансовые торгово-промышленные компании<sup>465</sup>. Доля государства в акционерном капитале была повышенной по сравнению с другими странами, хотя она и уменьшилась после масштабной приватизации.

### ***Столицы капитала***

#### ***Нью-Йорк***

Нью-Йорк, Лондон, Токио, Париж и Франкфурт были в конце XX века основными мировыми столицами капитала. Для возникновения финансового центра глобального масштаба необходимо сочетание многих условий: общей эко-

---

<sup>463</sup> Таких компаний было 64,0% в 1990 г. и 62,6% в 2002 г. Затем шли финансовые учреждения – 22,0% и 17,0%; индивидуальные инвесторы – 17,0% и 14,1%; иностранные инвесторы – 14,0% и 17,5%; банки – 10,0% и 7,5%; страховые компании – 3,2% и 5,1%; инвестиционные фонды – 3,3% и 4,4% (Deutsche Bundesbank. Securities deposits. August 2005. – P. 32 – [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)).

<sup>464</sup> Во Франции капитализация рынка акций (47% ВВП в 1996 г. и 91% в 2000 г.) была больше, чем в Германии (35% и 60%), но заметно уступала Японии (105% и 98%), США (108% и 155%), а также Англии (135% и 170%).

<sup>465</sup> В 2000 году доля этих компаний достигала 36,6%. На втором месте были иностранные инвесторы (21,6%), затем индивидуальные инвесторы (20,7%), банки (6,5%), другие финансовые организации (6,0%), страховые компании (4,6%) и государство (4,2%) (Shareownership Structure in Europe. 2004. – Federation of European Securities Exchanges, Nov., 2004. – [www.fese.eu](http://www.fese.eu)).

номической свободы, благоприятного правового климата, стабильности национальной валюты, системы эффективных финансовых институтов, активных и динамичных финансовых рынков, развитых технологий связи для интеграции финансового центра в мировой рынок. А главное – нужны люди, обладающие финансовыми знаниями и опытом, этот «человеческий капитал», который часто накопить гораздо труднее, чем капитал финансовый.

В разных финансовых центрах мира эти условия отличались. Поэтому Лондону понадобилось несколько веков чтобы стать таким центром, Нью-Йорку и Токио хватило для этого ста лет, а такие азиатские города, как Гонконг или Сингапур, стали столицами капитала за гораздо более короткое время. О масштабах каждого из финансовых центров наглядное представление даёт количество людей, работавших там в финансовом секторе. В Нью-Йорке (по данным за 2004 г.) – 314 тысяч, в Лондоне – 311, в Токио – 172, во Франкфурте – 90, в Гонконге – 80, в Париже – 65 тысяч<sup>466</sup>.

В 1990-е годы Нью-Йорк стал основным эпицентром финансовых инноваций и символом американского доминирования в глобальной экономике. В этом городе зарождались новые инвестиционные стратегии и инструменты, там располагались крупнейшие банки (Citigroup и Morgan Chase) вместе с основными финансовыми компаниями (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley). Старейшая и крупнейшая Нью-Йоркская биржа (New York Stock Exchange, NYSE) в 1990-е годы вложила более 1 млрд долларов в модернизацию, чтобы иметь возможность справляться с растущим оборотом ценных бумаг. По своей капитализации (11 000 млрд долларов в 2001 г.) NYSE значительно превосходила все другие биржи – NASDAQ (2900 млрд), Токийскую (2300 млрд) и Лондонскую (2150 млрд).

Однако эта биржа, долгие другие сохранявшая традиционные методы операций в биржевом зале<sup>467</sup> (что к концу 1990-х годов уже стало явным пережитком прошлого), утрачивала свою роль монополиста. Консерватизм NYSE тормозил её развитие в 1990-е годы, когда почти все биржи перешли к электронным торгам через Интернет, и лишь кое-где ещё сохранялась система принятия заявок на операции по

---

<sup>466</sup> Roberts R. The City: A Guide to London's Global Financial Centre / R. Roberts. – L.: John Wiley & Sons, 2004. – P. 246–247.

<sup>467</sup> NYSE перешла к электронным торгам только в 2006 году после поглощения торговой системы Archipelago.

телефону. Неудивительно, что всё больше клиентов NYSE переходило на биржу NASDAQ, специализирующуюся на бумагах компаний из сферы высоких технологий. Пример подавали лидеры этой отрасли – Microsoft и Intel (третья и пятнадцатая по размеру в списке крупнейших в мире компаний), – отдавшие своё предпочтение NASDAQ<sup>468</sup>. NYSE пока ещё оставалась крупнейшей в мире по своим совокупным оборотам (выигрывая за счёт операций с облигациями), но она всё слабее контролировала американский рынок ценных бумаг.

Однако и NASDAQ тоже теснили конкуренты. Работа этой биржи в то время была основана на получении информации с помощью компьютерных систем и телефонных заказов на проведение операций. А инвесторов во второй половине 1990-х годов гораздо больше интересовали полностью электронные торговые системы Instinet и Archipelago<sup>469</sup>, где и расходы на проведение сделок были ниже, и сами сделки было проводить гораздо проще с помощью персонального компьютера из любой точки мира. Биржевые посредники, принимавшие заказы по телефону, в этом случае уже были не нужны.

Третья по значению американская биржа AMEX (American Stock Exchange), также расположенная в Нью-Йорке, значительно уступала NYSE и NASDAQ, хотя именно AMEX в 1990 году первой ввела систему полностью электронных торгов<sup>470</sup>. На ней котировались акции второстепенных компаний, а также опционы, деривативы и бумаги иностранных эмитентов.

К концу 1990-х годов привлекательность Нью-Йорка и американского рынка начала снижаться. Отчасти это было связано с чрезмерным финансовым регулированием и борьбой за информационную прозрачность, что нравилось далеко не всем участникам мировых рынков. Кроме того, другие финансовые центры быстро росли и стали серьёзными кон-

---

<sup>468</sup> По размерам оборота акций американских эмитентов биржа NASDAQ (8 трлн в 2004 г.) уже догоняла NYSE (10,5 трлн долларов). Объём операций с акциями NYSE вырос от 1394 млрд долларов в 1990 г. до 11 217 млрд в 2000 г., биржи NASDAQ – с 452 до 19 799 млрд, биржи AMEX – с 65 до 915 млрд (Statistical Abstract of the United States 2004–2005. – P. 755. – [www.census.gov](http://www.census.gov)).

<sup>469</sup> Instinet был поглощён NASDAQ в 2005 году, а NYSE поглотила Archipelago в 2006 году.

<sup>470</sup> В 1998 г. эта биржа была поглощена NASDAQ, но в 2004 г. участники AMEX выкупили биржу.

курентами для американских бирж<sup>471</sup>. Там на биржах были созданы новые электронные торговые системы, более эффективные и выгодные, чем американские. Управляющие этих бирж часто прошли школу американского финансового бизнеса, где переняли весь необходимый опыт организации биржевой торговли.

### *Лондон*

Этот город, став в XIX веке финансовым сердцем мира, по сути никогда и не переставал им быть, несмотря на период относительного упадка с 1930-х по 1950-е годы. Главным преимуществом Лондона ещё со времен Британской империи была его открытость миру, и в этом он не знал себе равных, как и в развитости финансового сектора. В конце XX века в этом секторе работало около 1 млн человек, из них треть – в лондонском Сити<sup>472</sup>. Хотя Лондон уступал Нью-Йорку и Токио по капитализации рынка акций, во многом другом он был явным лидером – по операциям с иностранными ценными бумагами (45% всех операций в Лондоне, 22% в Нью-Йорке) и с иностранной валютой (32% в Лондоне, 18% в Нью-Йорке), а также по управлению активами (2600 млрд в Лондоне, 2400 млрд в Нью-Йорке).

Центром британского рынка ценных бумаг была старейшая Лондонская биржа (London Stock Exchange, LSE), на которой пересекались интересы многих групп инвесторов, в том числе из других стран. Их обслуживала целая система

---

<sup>471</sup> Если сравнить объёмы операций с одними и теми же акциями, зарегистрированными на разных биржах, то нетрудно заметить, какие биржи были более выгодными для участников рынка. В начале 1980-х более 50% таких операций происходили в США, к концу 1990-х количество операций на биржах других стран превысило количество операций в США.

<sup>472</sup> В Великобритании в финансовом секторе в 2000 г. производилось около 5% ВВП, и ещё 3–4% в таких смежных отраслях, как аудит, учёт, юридические и консалтинговые услуги. Банки и другие финансовые компании Лондона совершали 30% ежедневных валютных операций на сумму 500 млрд долларов в день, контролируя 60% первичного рынка еврооблигаций и 70% вторичного. В начале XXI века в Лондоне находилось 287 иностранных банков – по их количеству он опережал Нью-Йорк (235) и Париж (157). На английском финансовом рынке в 2004 году наибольшая доля активов (36%) находилась в управлении инвестиционных и коммерческих банков; 33% – в управлении страховых компаний; 17% – у инвестиционных компаний различного типа; 6% – у пенсионных фондов и 8% – у других участников (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 297–298, 307).

банков и брокерских компаний, как английских, так и транснациональных. На «основном рынке» акций (Main Market) Лондонской биржи обращались бумаги известных компаний, в том числе транснациональных<sup>473</sup>. Как и в прежние века, Лондонская биржа давала возможность многим иностранным компаниям выйти на мировой рынок ценных бумаг. Секрет популярности Лондонской биржи был прост – на неё можно было легко вывести иностранные ценные бумаги. А давние традиции этой биржи и опыт разнообразных операций были гарантией того, что размещение бумаг в Лондоне будет эффективным.

После «Большого взрыва» 1986 года Лондонская биржа LSE перешла от традиционной формы операций в торговом зале к частично компьютеризированному стилю работы. Информация собиралась с помощью компьютерной системы, а заказы на проведение операций принимались по телефону, как и на бирже NASDAQ. До середины 1990-х годов биржа LSE временами ещё пыталась создавать искусственные ограничения в проведении операций, чтобы удержать свою роль монополиста в доступе к информации и оставаться основным посредником. И только с 1997 года, когда появился полностью электронный рынок, а его участники получили возможность самостоятельно проводить операции с помощью персональных компьютеров, эти попытки утратили смысл.

В Лондоне операции с ценными бумагами концентрировались в руках сравнительно небольшого количества финансовых компаний, имевших для этого необходимые ресурсы и деловые связи. В 1999 году 80% операций на Лондонской бирже проводило 60 крупных банков и брокерских компаний<sup>474</sup>. Некоторые из них были английскими, но большинство – иностранными. Крупнейшая лондонская дилерская компания Smith New Court стала частью Merrill Lynch, а ведущая брокерская компания Casenoves объединилась с J. P. Morgan Chase.

Акции мелких и новых компаний торговались на отдельном рынке – Alternative Investment Market (AIM), начавшем работу в 1995 г. Инвестиции на этом рынке были более рискованными, но повышенная прибыль привлекала

---

<sup>473</sup> Табачной компании BAT, нефтяной British Petroleum, фармацевтической Glaxo, горнодобывающей Rio Tinto, телекоммуникационной Vodafone, банковской группы HSBC и др.

<sup>474</sup> В 2005 году уровень концентрации стал ещё выше – десять крупнейших банков и финансовых компаний проводили 50% всех операций.

инвесторов, и к концу 1990-х годов AIM стал одним из наиболее успешных в мире молодых рынков, привлекая к себе акции многих компаний, связанных с высокими технологиями, в том числе из других стран. К тому же, он давал возможность выйти на рынок тем, у кого не было возможности попасть на «основной рынок» – на Лондонскую биржу LSE.

В Лондон была также перенесена швейцарская биржа Swiss Stock Exchange. Оказалось, что гораздо проще перенести её в Англию, где были более либеральные условия для финансового бизнеса и развитые информационные технологии, чем пытаться обеспечить в Цюрихе необходимые условия для эффективной работы с бумагами крупных швейцарских компаний Nestle, Novartis, Roshe и др.<sup>475</sup> Начав работу с акциями крупных швейцарских транснациональных компаний, эта биржа вскоре стала центром общеевропейского рынка акций с оборотом более 2 млрд долларов в день.

### *Токио*

Глубокие изменения происходили в 1990-е годы и на азиатских рынках. Распространение систем электронной торговли затронуло и Сингапур, и Гонконг, и австралийскую биржу в Сиднее и крупнейший финансовый центр Азии – Токио с биржей Tokyo Stock Exchange (TSE). Токийская биржа стала лидером во второй половине 1980-х годов, когда через неё проходило 60% общемирового объёма операций с ценными бумагами. В это время была большая вероятность, что глобальное финансовое лидерство действительно перейдёт от Нью-Йорка к Токио, как когда-то, в начале XX века, оно перешло от Лондона к Нью-Йорку. Но после спада на японском рынке Токийская биржа уступила первое место New York Stock Exchange<sup>476</sup>.

---

<sup>475</sup> В 1995 г. от Swiss Stock Exchange отделилась базирующаяся в Лондоне электронная биржа Tradepoint, в 2000 г. переименованная в Virt-X. В дальнейшем Virt-X была преобразована в SWX Europe, а в 2009 г. её поглотила обратно биржа Swiss Exchange.

<sup>476</sup> По капитализации рынка акций (105% в 1996 г. и 98% в 2000 г.) японский рынок был на третьем месте после Англии (135% и 170%) и США (108% и 155%). Однако по капитализации рынка облигаций (162% и 184%) японский рынок опережал США (150% и 164%), Германию (117% и 121%), Францию (119% и 94%) и Англию (75% и 80%).



Проникновение на Токийскую биржу информационных технологий началось в 1990-е годы под влиянием институциональных инвесторов<sup>477</sup>. В 1998 году большинство операций уже проводилось с помощью электронных торговых систем, а в 1999 году торговый зал был закрыт, и биржа TSE полностью перешла на электронные торги. Кроме того, были ликвидированы фиксированные комиссионные и четко определенное количество членов биржи<sup>478</sup>. После длительного спада японский рынок ценных бумаг начал оживать, и Токио снова стал одним из крупнейших мировых финансовых центров, сравнимых с Лондоном и Нью-Йорком.

### *Биржи континентальной Европы*

В 1990-е годы процесс либерализации и дерегуляции начался и на биржах стран континентальной Европы. Быстрое распространение в них систем электронной торговли, для регистрации в которых уже не имело значения, в каком городе и стране находится инвестор, делало рынок действительно глобальным. Поэтому сохранение консервативного стиля работы бирж стало просто невозможным. Европейские биржи и так тянули до последнего, чем вызвали массовую миграцию капиталов в Лондон, особенно после «Большого взрыва» 1986 года. Первыми реформы начались в 1989 году на Парижской и Мадридской биржах, затем в 1991 г. на Миланской бирже, а с 1993 года на Франкфуртской бирже и в других финансовых центрах. К концу 1990-х годов многие инвесторы из стран Европы, пользовавшиеся услугами Лондонской биржи, начали возвращаться на свои национальные рынки.

Подготовка к введению евро вызвала к жизни попытки создать в ЕС единый рынок финансовых услуг, хотя эти попытки и не дали желаемого результата. В 1993 году была опубликована директива об инвестиционных услугах (ISD), которая должна была установить общие правила для рынка ценных бумаг ЕС. Однако при подготовке документа пред-

---

<sup>477</sup> В 1995 году они владели более 40% японских акций. Основными среди них были пенсионные фонды с активами 1,6 трлн долларов.

<sup>478</sup> Фиксированные комиссионные стали отменять с 1994 г. – сначала для сделок свыше 1 млрд иен, а с 1998 г. и для сделок свыше 50 млн иен. А в 2000 г. было отменено фиксированное количество членов биржи, после чего оно сократилось к концу 2004 г. до 109. Из них 20 были иностранными компаниями.

лагалось так много противоречивых замечаний, что после внесения многочисленных компромиссных положений в текст директивы он стал очень запутанным. Поэтому документ оказался совершенно неэффективным и не оказал заметного влияния на работу европейских бирж. Там в 1990-е годы были созданы вполне продвинутые системы электронного трейдинга, заметно превосходившие систему SEAQ на Лондонской бирже.

Изменения, происходившие на европейских рынках ценных бумаг, хорошо видны на примере Германии. Там даже в начале 1990-х среда финансистов поражала чрезвычайным консерватизмом. Хорошо знающие друг друга люди обращались друг к другу только по фамилии, а называть коллегу по имени было не принято. Форма одежды – строгие костюмы – даже не обсуждалась. Биржи были хранителями вековых традиций, которые тщательно оберегались, а мысли о том, нужны ли эти традиции в современном мире, отбрасывались как еретические. Надежда была только на то, что в финансовый бизнес придут новые люди – и более молодые, и с другим опытом.

В 1992 г. во Франкфурте была учреждена новая биржевая группа Deutsche Borse (DB)<sup>479</sup>, после чего операции с ценными бумагами сконцентрировались в этом городе с давними традициями финансового бизнеса. Укрепляли позиции новой биржи её связи с Европейским центральным банком. В марте 1993 года президентом Deutsche Borse стал 44-летний Вернер Зейферт, бывший раньше членом правления страховой группы Swiss Re. Зейферт занял этот пост по инициативе Рольфа-Эрнста Брюера из Deutsche Bank, председателя наблюдательного совета Deutsche Borse и главного инициатора превращения этой биржевой группы в акционерное общество, чтобы таким образом систематизировать модернизацию германского финансового сектора.

Зейферт сильно выделялся в среде германских финансистов. Швейцарский немец, он начал свою карьеру с работы консультантом в глобальной консалтинговой компании McKinsey, где хорошо усвоил американские методы бизнеса. Демократический стиль одежды и любовь к джазу делали Зейферта с его неизменной трубкой во рту совершенно не

---

<sup>479</sup> В её состав входит Франкфуртская биржа, подразделение деривативов Eurex (DB управляет им вместе со швейцарской биржей SWX Swiss Exchange) и депозитарно-клиринговая система Clearstream, одна из основных в Европе.

похожим на строгих немецких банкиров. Он окружил себя трудолюбивыми молодыми менеджерами, часть из которых тоже прошла через McKinsey, и провести в офисе 10 или 12 часов было для него в порядке вещей.

У Зейферта не было опыта работы на бирже, и когда он занял свою должность, биржа имела вид чего-то вроде закрытого клуба, где любили поговорить о давних традициях Франкфурта и о культурных особенностях немецкого бизнеса. Но у Зейферта отношение к бирже было прагматичным, и он поставил себе цель интегрировать отдельные части этой биржевой группы и расширить применение электронных торговых систем несмотря на всё сопротивление брокеров и региональных бирж. Зейферт считал, что биржа – это всего лишь часть инфраструктуры рынка ценных бумаг, и она должна выполнять свои технические функции. В сущности, эти функции достаточно простые – создать хорошо организованные, прозрачные условия для торговли и обеспечить эффективность операций. Каждая заявка должна выполняться как можно быстрее, дешевле и с наименьшими рисками. А разговоры о вековых традициях Франкфуртской биржи здесь совершенно не при чём.

Примеров успешной организации биржевого бизнеса было более чем достаточно. По операциям с акциями лучшей считалась Лондонская биржа LSE, по операциям с деривативами – Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов LIFFE, по клирингу – Лондонская клиринговая палата, а по взаимным расчетам и хранению ценных бумаг – Euroclear. Зейферту нужно было только взять этот готовый опыт и применить его во Франкфурте.

Существовавшая здесь с 1991 года электронная система IBIS на деле оказалась несовершенной – она работала только с наиболее ликвидными акциями трёх десятков крупных компаний. В 1997 году её заменили на новую трейдинговую систему Xetra, на которую потратили 150 млн марок. Новая система работала со всеми бумагами и давала возможность удаленного доступа – пользователь мог войти в неё со своего компьютера из любой точки мира. В том же году Deutsche Borse создала «Новый рынок» (Neuer Markt) для акций молодых высокотехнологичных компаний. А в сентябре 1998 года открылась европейская биржа деривативов Eurex, созданная по примеру английской биржи LIFFE. Eurex принадлежала в равных долях Deutsche Borse и швейцарской компании SWX. Новая биржа сразу привлекла к

себе внимание и за первый год работы стала второй по величине биржей деривативов после LIFFE.

Так ещё недавно консервативный, фрагментированный и ориентированный на внутренних пользователей рынок ценных бумаг Германии в 1990-е годы стал динамичным и продвинутым, а Deutsche Borse, благодаря своей агрессивной политике по захвату рынков, за короткое время превратилась из национальной биржи в одну из крупнейших мировых<sup>480</sup>. Однако рынок акций в Германии не получил в 1990-е годы такого значения, как в Японии, не говоря уже о странах с англо-американской моделью финансового рынка<sup>481</sup>.

В планах было связать в одной электронной системе рынки деривативов Германии, Франции и Швейцарии, но эта идея так и не была реализована. А когда в 1998 году Deutsche Borse заявила о намерении создать единую с London Stock Exchange торговую систему, на которой будут торговаться акции трёх сотен крупнейших европейских компаний, эта идея вызвала сильное сопротивление во Франции. Руководство Парижской биржи снова вспомнило о своём собственном проекте союза восьми европейских бирж (в том числе Лондонской, Парижской и Франкфуртской).

Парижская биржа, имеющая давнюю историю, в 1980-е годы стала утрачивать своё значение по сравнению с мировыми финансовыми центрами, особенно Лондона. Поэтому возвышение Deutsche Borse во Франции восприняли как вызов – давнее соперничество с Германией не давало французам покоя. Парижской биржей в эти годы руководил Жан-Франсуа Теодор. Зейферт добродушно называл его «старым лисом», с иронией вспоминая элегантно помятые костюмы Теодора, но восхищался его приятными манерами, образованностью, скромностью и в то же время способностью проворачивать самые сложные и хитроумные сделки<sup>482</sup>. В биржевой мир Теодор пришёл из Министерства финансов

---

<sup>480</sup> В 2004 г. на торговый зал Франкфуртской биржи и электронную систему Xetra приходилось 86% всего биржевого оборота, в том числе 95% операций с акциями, 60% с облигациями и 100% с фьючерсами и опционами (Factbook 2004. – Р. 15 – [www.exchange.de](http://www.exchange.de)).

<sup>481</sup> В 1996 г. капитализация германского рынка акций составляла 35% ВВП, в 2000 г. – 60%, японского – 105% и 98% соответственно. Рынок облигаций в Германии также отставал от японского – его капитализация составляла 117% ВВП в 1996 г. и 121% в 2000 г.; в Японии – 162% и 184% соответственно.

<sup>482</sup> Норман П. Сантехники и провидцы. Расчёты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок / П. Норман. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – С. 227.

Франции, где работал в департаменте, занимавшемся модернизацией финансовых рынков. В 1990 году он стал председателем совета директоров «Общества французских бирж» (SBF), войдя в круг наиболее влиятельных французских финансистов.

Во Франции модернизация на рынке ценных бумаг началась гораздо раньше, чем в Германии. В 1970-е годы этот рынок был не в лучшем состоянии, и все признавали, что он неэффективный. В 1979 году была создана Комиссия Перуза, подготовившая свои рекомендации по модернизации операций с ценными бумагами и их хранению. Главной задачей считалась дематериализация ценных бумаг, отказ от бумажных сертификатов и полный перевод ценных бумаг в электронную форму. Так с 3 ноября 1984 года все ценные бумаги во Франции стали электронными, а в январе 1988 года было решено полностью аннулировать сертификаты на ценные бумаги. С начала 1990 года они утрачивали юридическую силу, и все операции проводились только с электронными документами. На французских биржах и на основной из них, Парижской, радикальная модернизация началась после принятия закона о реформе биржевого рынка 22 января 1988 года<sup>483</sup>.

Система электронных торгов появилась на Парижской бирже в 1986 году<sup>484</sup>. Тогда же была создана фьючерсная биржа MATIF (Marche a Terme International de France), а в 1987 г. – опционная биржа MONEP (Marche des Options negociables de Paris). После этого французский рынок деривативов стал одним из наиболее динамично развивающихся. С 1998 года эти биржи полностью перешли на электронную

---

<sup>483</sup> Основные участники рынка были превращены в биржевые общества (societe des bourses), в которые могли инвестировать капиталы банки, страховые компании и другие финансовые учреждения. Биржевым обществам были разрешены все операции с ценными бумагами, в том числе андеррайтинг. А после принятия закона о модернизации на рынке финансовых услуг от 2 июля 1996 г. (Loi de modernisation des activites financieres) Парижская биржа перестала быть монополистом в предоставлении биржевых услуг – их теперь могли предлагать иностранные биржи. Вскоре все региональные французские биржи, формально самостоятельные, объединились в ассоциацию «Общество французских бирж – Парижская биржа» (Societe des Bourses Francaises – Paris Bourse), превратившись, по сути, в филиалы Парижской биржи.

<sup>484</sup> С 1986 г. на Парижской бирже начала работать электронная торговая система CAC (Cotation Assistee en Continu), приобретённая у Торонтской биржи и в дальнейшем несколько раз модернизованная, получив с 1999 года название NSC (Nouveau Systeme de Cotation). Традиционные торги в биржевом зале были полностью прекращены.

систему торгов, а с 1999 г. объединились с Парижской биржей. Новая биржевая группа получила название Paris Bourse SBF SA.

Расчётами по операциям с ценными бумагами занимались две организации – Sivosam и принадлежавшая Банку Франции Saturne. С 1993 года председателем совета директоров обеих организаций стал Теодор, и он начал внедрять там информационные технологии. Хотя на эти проекты пришлось потратить 700 млн франков, они оказались весьма успешными. А в июне 1997 года три биржи – Парижская, MONER и MATIF – заключили договор с Чикагской товарной биржей об обмене информационными технологиями. Это унифицировало французские электронные системы и дало дополнительный толчок в их развитии. Так к концу 1990-х годов во Франции была создана современная электронная система для операций с ценными бумагами, включавшая в себя торги, клиринг и взаиморасчёты. Эта система не только не уступала инновациям на франкфуртской Deutsche Borse, но и была более открыта внешнему миру благодаря обмену технологиями с Чикагской биржей.

Однако по объёму операций Парижская биржа не превосходила Франкфуртскую, ещё больше уступая мировым лидерам – Нью-Йоркской, Токийской и Лондонской биржам. Сумма операций с иностранными акциями в 1998 году не превышала 10 млрд долларов, что было в пять раз меньше, чем во Франкфурте и в 120 (!) раз меньше, чем в Лондоне<sup>485</sup>.

Чтобы восстановить своё значение, Парижская биржа в мае 2000 г. объединилась с Амстердамской и Брюссельской биржами, после чего была создана новая электронная торговая система Euronext<sup>486</sup>. Её влияние стало расти после того,

---

<sup>485</sup> Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University, 2006. – P. 272.

<sup>486</sup> В 2004 г. система Euronext стала второй по масштабам операций биржей в Европе с годовым оборотом 2,3 трлн долларов, уступая только Лондонской бирже с оборотом 2,8 трлн и заметно опережая Deutsche Borse с оборотом 2,1 трлн (Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 325). Парижская биржа получила теперь название Euronext Paris. Рынок акций на ней был разделён на четыре сегмента – «Первый рынок» (Premiere Marche), т. е. официальный рынок (Cote Officielle) для акций самых крупных компаний; «Второй рынок» (Seconde Marche) для бумаг известных компаний среднего размера; «Свободный рынок» (Marche Libre) для акций известных мелких компаний и «Новый рынок» (Nouveau Marche) для бумаг молодых и быстро растущих компаний. В 2000 г. общий оборот биржи Euronext Paris составлял 1175 млрд евро, из них на «Первый рынок» приходилось 1140 млрд, на «Второй

как она выпустила свои акции и приобрела английскую биржу деривативов LIFFE.

### ***Финансовая цивилизация***

Бурные девяностые многим напоминали бурные двадцатые, как и послевоенное «золотое время» в 1949–1966 годов. Но если двадцатые закончились крахом 1929 года, то в 1990-е финансовые рынки были гораздо более управляемыми, а крупный глобальный кризис 2007–2009 гг. был ещё впереди. Распространение персональных компьютеров, Интернета, мобильной связи – всё это стало основой бума высокотехнологических компаний, наполнивших рынок своими ценными бумагами.

Эпицентр бума находился в США, где возникли основные технологические инновации, а государство (в частности, ФРС) проводило мягкую финансовую политику, не мешая буму. Главная цель этой политики в 1990-е годы была в том, чтобы не тормозить рост и в то же время не допустить крах, подобный 1929 году или событиям в Японии (где центральный банк намеренно проколол надувшийся пузырь, после чего в стране началась длительная экономическая депрессия). Инфляция и безработица снижались, а профицит бюджета продолжал расти.

С 1995 по 2001 г. вклад США в рост общемировой экономики составлял 63% (стран Европы – только 8%)<sup>487</sup>. Общий подъём финансового рынка в это десятилетие был связан с сочетанием нескольких благоприятных факторов – массовым распространением Интернета и других информационных технологий, увеличением доходов среднего класса (пополнявшего ряды индивидуальных инвесторов), ослаблением регулирования финансовых услуг и развитием технологии финансовых операций. Это привело к общей демократизации финансовых услуг – они стали доступными для тех, кто раньше даже и не думал о вложении своих сбережений во что-либо ещё, кроме обычных банковских депозитов. Поэтому уровень личных сбережений на депозитных счетах в

---

рынок» 14 млрд, «Новый рынок» 20 млрд, «Свободный рынок» – около 1 млрд (Autorite des marches financiers. Fact Book Euronext Paris. 2005).

<sup>487</sup> Киндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. – СПб.: Питер, 2010. – С. 85.

1990-е годы сильно сократился<sup>488</sup> – все хотели их выгодно инвестировать.

К концу XX века рынок ценных бумаг стал ключевым элементом в системе финансовых потоков, связавших весь мир и перераспределявших сбережения в глобальном масштабе, направляя их в наиболее выгодные инвестиции и обеспечивая стабильность мировой финансовой системы. Так рынок ценных бумаг снова занял такое же место в мировой экономике, как и в начале столетия перед Первой мировой войной.

Однако мир на рубеже XXI века сильно отличался от мира в эпоху *Rex Britannica* не только модами, обычаями и технологиями. Правительства и государственные органы (такие как ФРС США) имели гораздо большее влияние на рынок ценных бумаг, чем в начале века. И речь идёт не о попытках грубого вмешательства и контроля, обычно гасящих рост, а о конструктивном регулировании рынков с целью снижения рисков.

В конце XIX и в начале XX века государства мало что могли сделать со стихийным поведением рынка. Но со второй половины XX века влияние приобрели международные финансовые организации (МВФ, Всемирный банк и др.), которых сто лет назад в принципе не существовало. Можно спорить о том, насколько эффективна их финансовая политика, но общее позитивное влияние этих организаций на стабильность мирового финансового рынка очевидно.

Ещё одним существенным отличием глобального рынка ценных бумаг конца XX в. от рынка начала века стала принципиально новая степень его интеграции, возникшая благодаря Интернету. Телеграф и телефон уже за сто лет до того связали мир первой сетью обмена информацией, и телеграф иногда называют «Интернетом Викторианской эпохи». Звучит красиво, но это, по сути, только слова. Очевидно, что телеграф и телефон (при всей их роли в развитии финансовых рынков) – это не Интернет, и проводить операции в режиме реального времени ни телеграф, ни телефон не давали возможности.

---

<sup>488</sup> С 10,2% годового дохода в начале 1980-х годов до 7,6% в первой половине 1990-х и менее 4% во второй половине этого десятилетия. И это при том, что валовые личные доходы увеличились с 4791 млрд долларов в 1990 г. до 8406 млрд в 2000 г. (Туруев И. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. – М.: МАКС Пресс, 2003. – С. 57–58).



Лишь к концу XX века место, в котором находились участники операций, их города, страны и континенты, а также разделявшее их расстояние действительно утратили значение. Важным была только их включённость в Сеть – World Wide Web. И активы, которыми они владели или имели право распоряжаться. Всё остальное стало не существенным. Эта утрата значения места и расстояния оказалась принципиально новым качеством рынка, имевшим далеко идущие последствия.

В 1990 году капитализация мирового рынка ценных бумаг составляла 21,2 трлн долларов. Акции (10,8 трлн) и облигации (10,4 трлн) были представлены на нём почти поровну. В 1997 году капитализация достигла 40 трлн долларов, акции и облигации всё так же имели равное значение. С 1990 по 2004 г. стоимость всех облигаций, обращающихся на глобальном рынке, выросла с 60% до 117% общемирового ВВП, акций – с 57% до 99%.

Рост рынка ценных бумаг в это десятилетие подпитывался волной массовой приватизации, охватившей разные страны в Восточной и Западной Европе, Азии и Латинской Америке. Всего с 1990 по 1999 г. в мире были приватизированы различные государственные предприятия на общую сумму 850 млрд долларов (более 40% из них – в странах Восточной Европы и бывшего Советского Союза). Переходя в руки частных владельцев, эти предприятия выпускали свои ценные бумаги, чаще всего – акции. Немало приватизированных компаний было и в Западной Европе, где 70% эмиссии акций было связано с приватизацией государственных предприятий<sup>489</sup>. Программы приватизации значительно увеличили не только выпуск ценных бумаг, но и количество индивидуальных инвесторов. В Великобритании в 2000 году их было уже 16 млн человек – 27% населения, в США – 55%.

Впрочем, не всё было так гладко во время бурного подъёма 1990-х годов, как может показаться на первый взгляд. После кризиса ссудо-сберегательных ассоциаций в конце 1980-х годов пострадало более 2000 банков, и финансовый сектор понёс самые крупные убытки со времён «Великой депрессии». В 1990 году, в самом начале десятилетия, проходил суд над королем «мусорных облигаций» Майклом Милкеном; он признал себя виновным в ряде преступлений,

---

<sup>489</sup> Так, во время приватизации Deutsche Telecom было выпущено акций на 20 млрд марок.

и скандал вокруг дела Милкена был колоссальный. В 1991 г. новый скандал разгорелся вокруг Citibank, понесшего крупные убытки на займах странам Латинской Америке и на операциях с недвижимостью в США. Спасти банк от краха смогла только финансовая помощь принца Саудовской Аравии Аль-Валида бен Талала. В 1994 году калифорнийский округ Orange лишился 1,6 млрд долларов на рискованных операциях с деривативами, большую часть которых ему продал банк Merrill Lynch. А в 1998 году всеобщее внимание привлекло банкротство хедж-фонда Long-Term Capital Management – его активы обесценились во время российско-го дефолта.

Подобные скандалы на рынке ценных бумаг были всегда, это неотъемлемая часть рыночной экономики, и в них самих по себе не было ничего удивительного. Особенно много таких событий происходило в 1920-е годы, закончившиеся грандиозным крахом 1929 года и «Великой депрессией». После этого в 1930-е годы была создана основа для государственного регулирования и рынка ценных бумаг, и финансового рынка в целом. А 1990-е годы, столь богатые различными финансовыми инновациями, прошли под знаком дерегулирования рынков. По сути, тогда была отменена вся система ограничений, создававшаяся со времён «Великой Депрессии». Регулирование не успевало за инновациями (пример тому – деятельность хедж-фондов), и в 1990-е годы казалось, что оно вообще не нужно. Тогда много говорили о саморегулирующихся организациях и рынках. Хорошая идея, трудно против неё что-либо возразить. Вот только на деле скандалы 1990-х, и ещё больше скандалы начала 2000-х годов (Enron, WorldCom и др.) показали, что саморегулирование рынков не всегда эффективно и часто может приводить к многочисленным злоупотреблениям.

Однако в 1990-е годы идея саморегулирования стала очень популярной, в том числе и в правительственных кругах. Беспрецедентные по своему объёму капиталы, порождаемые финансовыми инновациями и текущие через финансовые рынки, создали новую элиту, а вера в то, что финансовый капитализм является безусловным благом и для Америки, и для любой другой страны со свободным рынком, в те годы была наиболее сильна. 31 декабря 1999 года на новогоднем приёме в Белом доме президент Билл Клинтон в своей речи так подвёл итоги десятилетия: «Не могу не отметить, насколько изменилась Америка и наша история, на-

сколько лучше стал мир. Это случилось благодаря вам... благодаря вашему умению мечтать, творить и дерзать»<sup>490</sup>.

Утвердившийся в 1990-е годы демократический капитализм оказался чрезвычайно успешным не только в Америке, но и в большей части мира, временно объединённого глобализацией. Общее процветание создало новую волну потребительского бума, и круг замкнулся. Начался самоподдерживающийся процесс, способствующий экономическому подъёму и общей эйфории. На её волне проблемы не замечались, а они тем временем накапливались, приведя к глобальному финансовому кризису 2007–2009 годов.

Так к концу XX века возникла целая финансовая цивилизация, сердцем которой стал финансовый капитализм в самом своём чистом виде. В постиндустриальную эпоху сервисный сектор экономики опережал в развитии индустриальный и аграрный секторы, а в сфере услуг одной из важнейших (если не самой важной) его частью были услуги финансовые, расцветшие в 1990-е годы как никогда. Так финансовый капитализм стал всё больше заслонять собой капитализм индустриальный. Путь этот был рискованным и опасным – он закончился в 2008 году грандиозным глобальным финансовым кризисом. Но в 1990-е годы, время наибольшего оптимизма и радужных ожиданий, об опасности этого пути никто не думал. Мир финансистов пожинал плоды процветания, создавая новую финансовую цивилизацию, построенную из символов богатства и роскоши.

---

<sup>490</sup> Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 204–205.



## Часть 4

# Глобальное казино

### *Эпоха нулевых*

Эпоха нулевых, как называли семь предкризисных лет в начале нового тысячелетия, отличалась и от девяностых, и от времени «Великой рецессии», наступившей после кризиса 2007–2009 годов. В сущности, «нулевые» начались после террористического акта в Нью-Йорке 11 сентября 2001 года, а до того было продолжение девяностых, включая время кризиса «доткомов». Настроения в мире внезапно изменились 11 сентября. Началась долгая и утомительная борьба с терроризмом, а в Штатах президент Буш заявил, что патриотический долг американцев, обязанных поддержать экономику – в потреблении, после чего все бросились в магазины.

Так началось это неполное десятилетие – время, когда мало кто задумывался о надвигающейся катастрофе, завершившееся глобальным финансовым кризисом 2007–2009 годов. Каким оно было, это время? Легко доставшиеся финансистам большие деньги, часы за десятки тысяч долларов, новейшие марки автомобилей за сотни тысяч и частные реактивные самолёты Gulfstream за десятки миллионов. Когда я вспоминаю эти тучные годы, то понимаю, что был во всем этом какой-то угар и тревожность. Наверное, предчувствие надвигающейся катастрофы. Ведь события 2007–2009 годов были не просто финансовым кризисом, пусть даже грандиозным. Слишком многое после них начало меняться в мире (взять хотя бы откат глобализации), и эти изменения, которые трудно назвать позитивными, продолжаются и сегодня.

А в нулевые весь мир стал гигантским глобальным казино, и жители богатых стран погрузились в погоню за лёгкими деньгами, скупая на них недвижимость без первоначального взноса в кредит, который тогда так легко было получить. Это было время, приведшее мировую экономику на край пропасти. Миллионы людей потом долго расплачивались за это – и работой, и сбережениями, и даже своими купленными в кредит домами и квартирами.

На развитых рынках самым популярным бизнесом в те годы была секьюритизация активов – переупаковка рискованных ценных бумаг, обеспеченных сомнительными акти-

вами (просроченными долгами по кредитным картам, проблемными кредитами на лизинг самолётов или на покупку домов), чтобы превратить их в инструменты, пригодные для операций на рынке ценных бумаг. Чаще всего для этого использовались ипотечные кредиты – в середине 2000-х годов банки были готовы выдавать их без ограничений. Обычно такие активы покупались по цене значительно ниже номинала, потом наименее проблемные страховались, чтобы продать их как качественные инструменты с фиксированной доходностью. Из оставшихся активов формировалось несколько траншей (чаще всего три), которые приобретали хедж-фонды, занимавшиеся поисками на рынках любых активов с повышенной доходностью.

С 2000 по 2005 год цены на дома в США выросли почти на 70%, и на рынке недвижимости начал надуваться крупнейший в истории спекулятивный пузырь. А в октябре 2007 года индекс Доу – Джонса впервые преодолел отметку 14 тысяч пунктов. Однако когда в 2009 году подводили итоги десятилетия нулевых, стали задаваться вопросом – а каким же был реальный рост занятости и доходов населения? Или прибыльности рынка ценных бумаг? Многие оказались лишь грандиозным пузырьком, лопнувшим в одно мгновение.

В раздувании пузыря сильно помог телеканал CNBC. Первый пик его популярности был в середине 1990-х, на волне всеобщего увлечения краткосрочным дейтрейдингом, когда позиции по ценным бумагам открывались и закрывались за один день. Во время краха «доткомов» популярность CNBC снизилась, но в середине 2000-х годов начался новый виток интереса к нему. Рейтинги канала росли, а годовая прибыль увеличилась до 300 млн долларов. Секрет такого успеха был в том, что канал давал рядовым зрителям возможность прикоснуться к финансовому миру, почувствовать вкус безумных денег и роскоши, создавая чувство причастности ко всей этой «алхимии финансов». Так рождалась иллюзия, что даже простой мелкий инвестор может разбогатеть, вложив свои небольшие сбережения в какой-нибудь фонд, о котором увлекательно рассказывали на CNBC. Теперь разогрев инвесторов, раньше создававшийся статьями в газетах, обеспечивало ТВ.

Особенно популярной стала передача «Безумные деньги» известного ведущего Джима Крамера. Он так эмоционально, в духе спортивного репортажа, болтал в течение часа о ценных бумагах и трейдерах, что передача сразу оказалась в центре внимания. Удачным было всё – и название,

намекающее на доступность денег для всех, и «спортивный» формат, создающий настроение ажиотажа. Крамер говорил настолько быстро, с горящими глазами, что зрители против своей воли заражались его энергетикой (кстати, вне эфира Джим был тихим и скромным). Хотя он производил впечатление ведущего карнавала или клоуна, на самом деле Крамер был умён и хорошо ориентировался в финансовом мире. Закончив Гарвард, он работал в Goldman Sachs, потом управлял своим хедж-фондом и основал TheStreet.com, влиятельный в то время сайт для инвесторов.

Популярной среди ведущих CNBC была и Кейт Бонер (ей тогда было около тридцати), в прошлом жена знаменитого автора «финансовых романов» Майкла Льюиса (правда, его женой Кейт была недолго, с 1994 по 1995 год). Ежедневно она вела десятиминутную передачу, посвящённую финансовым рынкам, хорошо ориентируясь во всём этом.

Финансистов в те годы перестали интересовать долгосрочные перспективы – имело значение только то, какой доход они получили сегодня (неважно откуда и каким путём). И размер годовой премии. Раньше успех в финансовом бизнесе зависел от того, как банкиры и менеджеры фондов обслуживали клиентов и заботились о репутации своих компаний, а в нулевые всё стало гораздо более циничным. Поэтому большинство из тех, кто работал в сфере финансовых услуг, не испытывали особой лояльности к своим фирмам – их интересовали только деньги.

### *Спад 2000–2001 годов*

#### *Кризис «доткомов» и его последствия*

«Безумное было время... газеты трубили о... золотой лихорадке на ниве интернет-бизнеса», а сомневавшиеся «в реальности этого явления рисковали тем, что их затопнут пришедшие в движение толпы... В этой новой вибрирующей атмосфере на наших глазах разрастались хайтековские корпорации, в которых люди махнули рукой на костюмы с иголочки и галстуки, а вместо этого являлись на рабочие места в кроссовках, джинсах, майках и бесформенных толстовках. По мере того как корпорации переносили покупки-продажи в киберпространство, мир становился добычей людей, помешанных на компьютерах. Поразительная дешевизна сетевых операций, позволяющих торговать и общаться с

миллионами людей в разных концах земли, открыла возможности для нового подхода к рекламе и обслуживанию клиентов. Сеть оказалась настолько привлекательной, что люди ринулись покупать компьютеры, чтобы получить выход в киберпространство»<sup>491</sup>.

«Доткомами», или интернет-компаниями, в 1990-е годы называли компании, продававшие свои товары и услуги через Интернет<sup>492</sup>. Пузырь «доткомов»<sup>493</sup> возник в конце 1990-х годов в условиях наиболее ликвидного, искусственного и диверсифицированного рынка в истории. Пузырь продолжали искусственно раздувать, несмотря на громкие предупреждения о завышенных курсах, по которым инвесторы приобретали акции разрекламированных компаний «новой экономики».

Пропагандисты новой экономики, такие как Эд Ярдени, считали, что новая экономика создала «нового человека». Они разделяли людей на два типа – «продвинутых» digital men (которые «врубились», поняли) и толпу консерваторов, которые «не понимают», типичным представителем которой считали Уоррена Баффета<sup>494</sup>. Сегодня всё это читаешь с улыбкой – может Уоррен Баффет и консерватор<sup>495</sup>, но он процветает, а о пророках «новой экономики» мало кто вспоминает. Но в те годы подобные рассуждения находили

---

<sup>491</sup> Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. – М.: Юнайтед Пресс, 2010. – С. 23.

<sup>492</sup> Типичный «дотком» – известный интернет-магазин Amazon.com, не только дожил до наших дней, но и входит в число признанных мировых лидеров. Его история – наглядный пример того, что сама по себе торговля в Интернете – перспективное дело, особенно если не раздувать вокруг этого ажиотаж и спекулятивный бум. В 2017 году Уоррен Баффет заявил, что «универмаги сейчас в онлайн», добавив, что ритейл в его привычных формах исчезает. Баффет забрал свои инвестиции из этой отрасли и продал на 900 млн долларов акции торговой сети Walmart. А в интервью CNBC он сказал, что розничная торговля является «слишком жесткой» инвестицией в «эпоху Amazon».

<sup>493</sup> С 1994 по 1999 год акции десяти крупнейших интернет-компаний выросли почти на 4000%, в четыре раза опережая общий рост рынка и принеся инвесторам доход 100% в год. Сто крупнейших компаний в других отраслях за это же время дали 662% чистой прибыли – в среднем по 40% в год.

<sup>494</sup> Denby D. The Quarter of Living Dangerously: How Greed Becomes a Way of Life / D. Denby // New Yorker. – 2000. – Apr. 24, May 1.

<sup>495</sup> Наверное, Баффета считали консерватором, потому что он скептически относился к «новой экономике», даже несмотря на свою дружбу с Биллом Гейтсом. А может быть, именно благодаря близкому общению с Гейтсом, Баффет лучше понимал, что в информационных технологиях реально, а что – лишь мыльный пузырь.



отклик у многих главным образом благодаря ключевой идее – можно разбогатеть, не работая. Главное – правильно вложить свои сбережения в новые технологии. С последним трудно поспорить – во все века и во все времена были инвесторы, разбогатевшие на том, что выгодно вложили свои деньги.

Ещё одной модной фишкой тех лет стала идея, что раз цены на товарных рынках падают, реальные активы уже неактуальны – капиталы стоит вкладывать только в нематериальные активы. Речь шла, конечно, о «доткомах». Одним из главных пропагандистов этой идеи был Майкл Сэйлор, основатель компании MicroStrategy. Он любил туманно рассуждать о том, что ведёт «крестовый поход во имя разума» и «очистит планету от невежества»<sup>496</sup>. С таким популистским подходом интерес к компании Сэйлора на рынке ценных бумаг был обеспечен. Первичное размещение акций было проведено 11 июня 1998 года, а через два года их курс повысился до 333 долларов. Личное состояние Сэйлора достигло 13,6 млрд долларов, и он стал самым богатым человеком в Вашингтоне. И это при том, что объём продаж MicroStrategy в 1999 году был всего 200 млн долларов, а годовая прибыль – 12,6 млн. Финансовая пресса расхваливала Сэйлора, пока 20 марта 2000 года он не признал (под давлением Комиссии по ценным бумагам и биржам), что в предыдущие два года компания фальсифицировала финансовую отчётность, и вместо прибыли 12,6 млн долларов в 1999 году были убытки порядка 40 млн долларов. А потери инвесторов достигали 11 млрд<sup>497</sup>.

Пузырь лопнул 10 марта 2000 года и началось обвальное падение курсов акций. «Инвесторы начали приходить в себя и с горечью вспоминать те мифы, иллюзии и откровенный обман, которые они – ослеплённые небывалым ростом курсов на бирже – принимали за чистую монету»<sup>498</sup>. Каждый

---

<sup>496</sup> Leibovich M. MicroStrategy's CEO Sped to the Brink / M. Leibovich // Washington Post. – 2002. – Jan. 6. Компания Сэйлора разработала всего лишь компьютерную программу для анализа статистики продаж. Но он с такой важностью говорил об этом, как будто совершил эпохальное открытие. «Моя программа станет настолько незаменимой, что если она перестанет работать, начнутся уличные беспорядки» – заявлял Сэйлор (MacFarquar L. A Beltway Billionaire and His Big Ideas / L. MacFarquar // New Yorker. – 2000. – Apr. 3).

<sup>497</sup> Боннер У. Судный день американских финансов: мягкая депрессия XXI века / У. Боннер, Э. Уиггин. – Челябинск: Социум, 2005. – С. 23.

<sup>498</sup> Ливи Л. За кулисами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. – М.: Вильямс, 2004. – С. 211–212.

день исчезали всё новые и новые «доткомы», ещё недавно обещавшие инвесторам золотые горы – Boo.com, Dash.com, eToys.com, Flooz.com, FooDoo.com, Pets.com, Xuma.com и многие, многие другие.

Когда наступил крах, потери были невероятными – весь рынок был засыпан обломками «доткомовской» мечты. Особенно пострадали 117 новых «доткомов», акции у которых поднялись в два раза в первый же день после их размещения на рынке в 1999 году. Из 357 «доткомов», работавших в 1999 году, в 2001-м осталось всего 76. Пожалуй, за всю историю ещё не было случая, чтобы так быстро перестала существовать целая отрасль. В индекс Bloomberg US Internet входило 270 акций «доткомов», суммарная капитализация которых уменьшилась за семь месяцев на 1,755 триллиона долларов. Стоимость 77 из этих бумаг упала на 90 процентов, а 72 – более чем на 80 процентов.

Сторонники «новой экономики» верили, что Интернет создаст поистине фантастические новые возможности для бизнеса, позволяя компаниям розничной торговли очень быстро реагировать на изменения рынка. Скептики отвечали на это, что продажи через Интернет в данном случае – это не более чем ещё один вид магазина, и напоминали историю бума вокруг появившихся в 1930-е годы супермаркетов. При возникновении нового метода продаж его очень быстро начинают перенимать конкуренты, и прибыльность неизбежно падает.

Дело было даже не в том, какие на самом деле реальные экономические возможности интернет-компаний, а в том, что «новая экономика» стала символом всей эпохи 1990-х годов с её грандиозным подъёмом. Поэтому крах «доткомов» был концом всей той эпохи. Реакцией на великий «бычий» рынок 1990-х годов стал «медвежий» рынок, хотя «медвежьи» настроения правили рынком не так долго – немногим более двух лет.

С марта 2000 года, когда цены на акции и другие бумаги были максимальными, по октябрь 2002 года, когда цены стали минимальными, капитализация рынка уменьшилась наполовину. Это было крупнейшее за сто лет падение рынка, сравнимое с крахом 1929–1933 годов. Так как рынок ценных бумаг вырос сначала на 100%, а потом обвалился на 50%, чистый прирост был нулевым. Восстановление рынка началось с низкого уровня, и стоимость акций осталась на уровне 1998 года – на 20% ниже максимальных значений. Впрочем, инвесторы, сохранявшие свои позиции хотя бы

семь лет, с 1998 по 2005 год, всё равно выиграли. А те, кто купил акции в 1982 году и продолжал держать их до 2005 года, увеличили свои инвестиции в 16 раз. С учётом сложных процентов средняя годовая прибыль составляла 13% в год<sup>499</sup>.

Во время бума «доткомов» инвестиционные банкиры оказались «основными игроками свободно развивающейся предприимчивой интернет-экономики», а когда в 2000 году мыльный пузырь бума доткомов сменился крахом, в «этих банках уже почти нельзя было узнать тех, кем они были прежде. Их попытки восстановить свои ушедшие культуры, репутации и прибыльность перед лицом сжимающейся деловой базы и растущего внимания регулирующих органов вновь стали жестокой проверкой стойкости и компетентности руководства этих организаций»<sup>500</sup>.

С падением курсов акций интернет-компаний стали снижаться многие другие связанные с ними показатели. К середине 2001 года убытки от снижения цен акций, зарегистрированных на бирже NASDAQ, достигли 4 трлн долларов (не говоря уже о триллионных убытках других компаний), по сути поглотив все прибыли, полученные во время бума 1990-х годов<sup>501</sup>. Уменьшилось и отношение цены акций к их прибыльности. Хотя в конце 1990-х годов часто говорили, что соотношение цены и прибыльности выросло минимум на 20%, в 2001 году оказалось, что всё это было сильно преувеличено. То же касалось и темпов роста производительности труда, якобы увеличившегося с 1% в начале 1990-х годов до 2,5% в конце десятилетия. Потом выяснилось, что этот рост касался в лучшем случае производителей компьютеров, и даже там скорее всего был завышен<sup>502</sup>.

Когда закончился бум вокруг «доткомов» (как обычно, основанный на нереалистичных ожиданиях прибылей), бир-

---

<sup>499</sup> Богл Д. Битва за душу капитализма / Д. Богл. – М.: Изд. Института Гайдара, 2011. – С. 47–48.

<sup>500</sup> Ни Дж. Инвестиционный банкир по стечению обстоятельств. Десятилетие, преобразившее Уолл-стрит: взгляд изнутри / Дж. Ни. – М.: Олимп-Бизнес, 2010. – С. 9.

<sup>501</sup> Крупные убытки понесли институциональные инвесторы. Потери пенсионных фондов от снижения курсов акций достигли 500 млрд долларов, активы взаимных фондов понизились в цене на 25%, и началось массовое изъятие капиталов вкладчиками, достигавшее в отдельные месяцы 15–20 млрд долларов (Туруев И. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. – М.: МАКС Пресс, 2003. – С. 97, 113).

<sup>502</sup> Компания Amazon в те годы была убыточной и компенсировала свои скрываемые от инвесторов потери постоянным выпуском новых облигаций.

жа NASDAQ да и сами интернет-компании никуда не исчезли, но на вещи пришлось взглянуть более трезво. Крупнейшие инвестиционные фонды, процветавшие во время бума «новой экономики», также понесли немалые потери, и у большинства из них доходность упала ниже нуля – попросту говоря, они стали убыточными<sup>503</sup>.

Впрочем, после исчезновения сотен «доткомов» сам по себе ИТ-сектор не только не пострадал, но и продолжал расти. Спекулятивный пузырь был связан с интернет-магазинами и не имел прямого отношения к таким высокотехнологичным компаниям, как Apple, Microsoft и др. В 2003 году доходы корпораций Microsoft, Intel и Sun Microsystems были в четыре раза больше, чем в 1995 году, а Cisco – в восемь раз. Инвестиции в информационные технологии в 2003 году были на 11% выше, чем в 2000 году, и в сфере ИТ в США работало 10 млн человек<sup>504</sup>.

### *Начало «мягкой рецессии»*

После схлопывания пузыря «доткомов» индекс NASDAQ с марта по декабрь 2000 года потерял половину своей стоимости, а индекс S&P 500 снизился на 14%. Перспективы были безрадостные, и это не способствовало повышению доверия инвесторов. Председатель ФРС Алан Гринспен встретился с Дж. Бушем 18 ноября на завтраке в отеле Madison недалеко от Белого дома (в отеле тогда находился штаб нового президента). «Я вынужден был сообщить, что краткосрочные экономические прогнозы выглядят не очень привлекательно. Впервые за последние годы мы столкнулись с перспективой спада»<sup>505</sup>.

---

<sup>503</sup> В то время как среднегодовая доходность индекса S&P 500 снизилась с 1999 по 2001 г. с +24,75% до –10,5%, у фонда Galileo Agressive Growth она упала с +92,78% до –26,17%; у Janus Olympus Fund – с +77,24% до –27,03%; у Fidelity Agressive Growth – с +70,56% до –38,02%; у Black Rock Mid-Capitalization Growth – с +64,44% до –22,18%. В среднем доходность инвестиционных фондов за это время уменьшилась с +76,72% до –31,52% (Мэлкил Б. Г. Случайная прогулка по Уолл-стрит / Б. Г. Мэлкил. – Минск: Попурри, 2006. – С. 239).

<sup>504</sup> Герземанн О. Ковбойский капитализм. Европейские мифы и американская реальность / О. Герземанн. – М.: ИРИСЭН, 2008. – С. 50.

<sup>505</sup> В ответ Дж. Буш сказал: «Хочу, чтобы вы знали – я полностью доверяю Федеральной резервной системе, и мы не намерены подвергать сомнению правильность ваших решений». По словам Гринспена, «к тому времени я ещё не составил мнения о Джордже Буше, но почему-то верил его словам о том, что нам не придётся конфликтовать из-за кредитно-денежной полити-

Общее состояние американской экономики трудно было назвать благоприятным. На протяжении всего года усиливался очередной циклический спад, что было вполне естественно после длительного экономического подъёма 1990-х годов. С июля 1999 по июль 2000 г. ФРС несколько раз повышала процентные ставки в попытке совершить очередную «мягкую посадку» (как это было в середине 1990-х), но в конце 2000 года экономические показатели ухудшились. После краха «доткомов» и сдувания пузыря настроение рынка изменилось.

Сокращалось производство (больше всего это было заметно в автомобильной промышленности), понизились прогнозы по корпоративным прибылям. Торможение экономики усиливал рост цены на нефть (достигшей в этом году 30 долларов за баррель). Назревающие проблемы были хорошо заметны в конце 2000 года в магазинах – приближалось Рождество, но никакой предпраздничной суеты не было. В то же время низкая инфляция и сохранявшийся уже четвёртый год профицит бюджета (по прогнозам в 2001 году он должен был составлять 270 млрд долларов) были поводом для оптимизма и мыслей о том, что торможение будет недолгим.

Однако спад в американской экономике уже начался, и нужно было что-то с этим делать. В воздухе явно ощущался дух приближающейся рецессии. А всякую рецессию трудно спрогнозировать, потому что она обычно вызывается иррациональным поведением инвесторов. В ФРС были готовы к снижению ставок, и так как до конца года положение дел не улучшилось, 3 января ставка была уменьшена с 6,5% до 6%. Это последовательное снижение продолжалось и в следующие месяцы, пока в июне 2001 года ставка не достигла 3,75%.

Ещё одной проблемой был профицит бюджета – как ни трудно в это сегодня поверить, за десять лет постоянного роста в 2001 году вполне серьёзно рассматривался прогноз роста профицита в следующее десятилетие до 5,6 трлн долларов. С одной стороны, уменьшение государственного долга было позитивной перспективой, с другой – при этом уменьшалось количество государственных ценных бумаг в обращении, а это был основной инструмент кредитно-денежной политики ФРС. Нужны были какие-то другие активы вместо государственных облигаций. Обсуждалась воз-

---

ки» (Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина, 2009. – С. 207–208).

возможность использовать комплексный портфель из ипотечных, муниципальных, иностранных и других бумаг, но такая перспектива многим не нравилась. Все понимали, что заменить государственные облигации, в общем-то, нечем.

Проблема профицита существовала недолго – долгосрочные прогнозы оказались, как это часто бывает, неверными, и с июля 2001 года профицит сменился всем привычным дефицитом. Резкое уменьшение поступлений в бюджет было вызвано общим спадом на рынке ценных бумаг – с января по сентябрь 2001 г. индекс S&P 500 потерял 20% стоимости. Так профицит, порождённый «бычьим» рынком высокотехнологического бума, быстро был съеден постдоткомовским «медвежьим» рынком.

Характер спада 2001 года был своеобразным – с декабря 2000 года стали проявлять беспокойство инвесторы, в середине 2001 года началось заметное снижение на рынке ценных бумаг. Можно было бы ожидать уменьшения ВВП, так как промышленное производство с 2000 по 2001 г. сократилось на 5%, но ВВП оставался стабильным. Рецессия оказалась очень мягкой, и это ещё вопрос, стоит ли вообще этот спад называть рецессией.

Вероятно, спад был смягчён влиянием глобальной экономики, в том числе общим для многих стран уменьшением долгосрочных процентных ставок и, главным образом, началом роста цен на жилую недвижимость в разных частях мира. Особенно заметным начало бума на рынке недвижимости было в США. Дома стали дорожать так быстро, что их владельцы на радостях начали тратить свои сбережения гораздо больше, чем обычно. Это оживляло экономику, и многие говорили о «несостоявшемся спаде». Может быть, так эти события и вошли бы в историю, если бы не шок от террористического акта в Нью-Йорке 11 сентября 2001 года.

### *11 сентября 2001 года*

Если цель терроризма – запугать, то атака 11 сентября достигла её. Большинство американцев были потрясены до глубины души – раньше сама мысль о том, что кто-то может угрожать США на их территории, даже в голову не приходила. Это была обратная, пугающая сторона глобализации, давшей возможность террористам свободно перемещаться по миру и оказаться в США, куда не так-то просто въехать, если ты не какой-то особо ценный специалист.

Часто говорят, что события 11 сентября 2001 года, когда погибли три тысячи человек, изменили ход истории. Видимо, ход истории изменил не только сам теракт, но и реакция на него американского правительства и президента Джорджа Буша. Именно с 11 сентября в Америке началась последовательность событий, всё больше отклонявших курс этой сверхдержавы, глобальное влияние которой не подвергалось сомнению полвека, со Второй мировой войны. Знаковой стала книга Иммануила Валлерстайна «Упадок американской силы», опубликованная в 2001 году<sup>506</sup>, после чего все заговорили об ослаблении влияния США.

Джордж Буш-младший был избран президентом США 20 января 2001 года<sup>507</sup>. Трудно передать разочарование демократов при виде Буша в Белом доме. В те дни было много разговоров о фальсификации выборов и о том, что все голосовали за Альберта Гора<sup>508</sup>, но почему-то избрали Буша (сразу вспоминается история избрания Дональда Трампа в 2017 году). Началось разбирательство и пересчёт голосов, но за неделю всё успокоилось, и Гору пришлось признать своё поражение. «Я не знал, куда поведёт страну Джордж Буш, но доверял тем, кто вошёл в его команду», – вспоминает Алан Гринспен<sup>509</sup>. Многие говорили о втором пришествии администрации президента Джеральда Форда – действительно, основой правительства стали люди, управлявшие страной еще при Форде, в том числе министр финансов Пол О'Нил.

С именем Буша связана волна консервативных настроений, получивших название «неоконсерватизм». Об идеологии администрации Буша хорошо сказал Рон Саскинд в своей статье в *New York Times Magazine*: «Летом 2002 года... у меня была встреча с одним из ведущих советников Буша» (вероятно, это был Карл Роув), сказавшим «нечто, что я тогда не понял, но что сейчас воспринимается как

---

<sup>506</sup> Wallerstein I. *The Decline of American Power: The U.S. in a Chaotic World* / I. Wallerstein. – New York: New Press, 2001.

<sup>507</sup> Он занимал этот пост до января 2009 года.

<sup>508</sup> Кандидат от Демократической партии, вице-президент при Клинтоне.

<sup>509</sup> «При Клинтоне я сотрудничал с тремя министрами финансов – Ллойдом Бентсеном, Бобом Рубином и Ларри Саммерсом, которые впоследствии стали моими близкими друзьями, и это сотрудничество способствовало нашему общему успеху. Мне хотелось выстроить такие же конструктивные отношения с новой администрацией – это было бы хорошо и для ФРС, и для меня самого» (Гринспен А. *Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы* / А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 210).

сущность действий Буша в роли президента». По словам советника Буша, «мы – это империя, и наши действия создают новую реальность. И пока вы пытаетесь изучать реальность... мы продолжим действовать и создавать новые реальности... Мы – творцы истории... А вам, всем вам, остаётся лишь изучать то, что мы делаем»<sup>510</sup>.

Такие идеи, распространившиеся в администрации Джорджа Буша, привели к тому, что под предлогом борьбы с терроризмом началось усиление власти президента, ограничение свобод и манипулирование общественным мнением. «Администрация Буша... стала использовать атаку террористов в своих собственных целях. Чтобы заглушить критику и сплотить нацию вокруг президента, администрация сознательно нагнетала страх, который в конце концов охватил всю страну»<sup>511</sup>.

Полтора года после 11 сентября 2001 года американская экономика находилась в стрессовом состоянии. Темпы роста были невысокими и нестабильными – все опасались новых террористических актов. «Особенно остро опасность ощущалась в официальном Вашингтоне: на каждом шагу дорожные заграждения, контрольно-пропускные пункты, камеры видеонаблюдения и вооружённые до зубов охранники. Я перестал ходить пешком на работу... каждое утро меня на машине доставляли на охраняемый подземный паркинг ФРС. Хотя посетителям тоже разрешалось оставлять там свои машины, им приходилось ждать, пока охранник с собакой проверит, нет ли в автомобиле взрывчатки, при этом собаку запускали в багажник»<sup>512</sup>.

В 2002 году был принят новый закон о национальной безопасности, ограничивший гражданские свободы, в том числе свободу передвижения и т. п. Правительство получило право нарушать Закон о свободе информации, проводить проверки документов и т. п. Многим это не нравилось, но,

---

<sup>510</sup> Suskind R. Without a Doubt. Faith, Certainty and the Presidency of George W. Bush / R. Suskind // New York Times Magazine. – 2004. – № 51. – Oct. 17.

<sup>511</sup> Сорос Дж. Мыльный пузырь американского превосходства. На что следует направить американскую мощь / Дж. Сорос. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – С. 24.

<sup>512</sup> Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина, 2009. – С. 226. «Интересно, как выглядели бы Соединённые Штаты сегодня, если бы произошёл второй, третий и четвёртый теракт? Выдержала бы это наша культура? Смогли бы мы поддерживать экономику в жизнеспособном состоянии, как израильтяне или лондонцы в эпоху террора, организованного Ирландской республиканской армией?» (Там же. – С. 227).



видимо, в такой ситуации иначе и быть не могло. Так как новых террористических актов не было, постепенно ограничения гражданских свобод отменили.

Однако условия въезда в страну ещё больше усложнились, и многие иностранные инвесторы и предприниматели сразу же отреагировали на это, переориентировавшись на европейские и азиатские рынки, прежде всего на Лондон. Можно было бы сказать, что более жёсткие правила въезда в США – это несущественные для бизнеса мелочи, но длинные очереди, постоянные проверки багажа и утомительные собеседования на границе, в которых иностранным бизнесменам приходилось унижаться и оправдываться, раздражали многих. Поэтому с 2001 по 2007 год количество иностранных предпринимателей, приезжавших в США, сократилось на 20%.

### *Откат глобализации*

Часто пишут, что откат глобализации начался после кризиса 2007–2009 годов (хотя заговорили об этом откате гораздо позже – никто не хотел верить, что такое вообще возможно). А я думаю, что переломный момент в распространении глобализации наступил в 2000 году. Это совпало с расширяющейся волной протестов против глобализации, обещающей улучшение жизни для всех, но (как заявляют её противники), так и не выполнившей своих обещаний.

В сущности, коллапс экономической глобализации начался ещё до нападения террористов 11 сентября на башни-близнецы. Террористический акт был следствием определённых событий, а не их причиной. Началось всё с избрания Буша, ставленника консервативных (если не сказать реакционных) сил. Глобализация всегда вызывала сопротивление многих, ослабляя власть сложившихся группировок. Так уже было накануне Первой мировой войны, и это привело к откату той, ранней, «британской» глобализации. Да, в процессах глобализации накопились свои внутренние проблемы, но я всё же думаю, что если бы президентом США стал не Буш, а Гор, то и эти проблемы могли быть решены. «В моих представлениях атмосфера накануне Первой мировой войны устойчиво ассоциируется с уверенностью в будущем человечества. Наши сегодняшние виды на будущее резко отличаются от того, что было столетие назад... Неужели терроризм... и возрождающийся популизм стали для нашей эпо-

хи... тем же, чем и Первая мировая война для прошлой эпохи?»<sup>513</sup>

Опыт истории говорит, что глобализация обратима – её достижения с трудом создавались, но очень легко разрушались. Особенно когда начинает действовать такая сила, как глобальный терроризм. «Мир без границ» может оставаться миром без границ (как сегодня в Европе). Однако когда массмедиа полны сообщений о взрывах в самолётах и о нападениях террористов в мировых столицах, всё меньше желания пользоваться этим отсутствием границ.

### *Скандал вокруг Enron*

К концу 1990-х во многих компаниях расцвели манипуляции с финансовой отчётностью и явное мошенничество – естественное продолжение мыльного пузыря «доткомов». Немало новых компаний вообще не ставили целью долгосрочное развитие и инвестирование, а ориентировались только на получение краткосрочной спекулятивной прибыли. Чтобы хоть как-то обосновать завышенные цены акций, широко стала использоваться «креативная бухгалтерия», дававшая возможность «творчески» поработать над финансовой отчётностью и сделать правдоподобными любые данные, а главное – скрыть из отчётности убытки и долги, создавая для привлечения инвесторов видимость сверхприбылей.

Одной из самых скандальных была история банкротства энергетической корпорации Enron, входившей в число крупнейших в США. Первоначально это была мелкая газовая компания, основанная сыном религиозного проповедника Кеннетом Леем в городе Омаха, штат Небраска<sup>514</sup>. Вскоре компания была перенесена в Хьюстон, штат Техас, и стала

---

<sup>513</sup> «Если судить с позиций сегодняшнего дня, то мир до 1914 года поступательно двигался в направлении повышения социальной корректности и цивилизованности, а общество совершенствовалось... ощущение необратимости изменений было повсеместным. Первая мировая война оказала на социальную корректность и цивилизованность более разрушительное воздействие, чем Вторая мировая война. Она похоронила саму идею корректности и цивилизованности» (Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина, 2009. – С. 349).

<sup>514</sup> Этот город примечателен тем, что в нём родился и живёт Уоррен Баффет. Там же находится и центральный офис его компании Berkshire Hathaway. Впрочем, я ничего не слышал о связях Кеннета Лея с Баффетом.

быстро расти благодаря полезным знакомствам в политических кругах, которые старательно заводил Лей. Корпорация Enron возникла в 1985 году после слияния компаний Houston Natural Gas и Inter North. Росту компании Лея сильно помог закон, принятый в 1992 году при поддержке Джорджа Буша-старшего, и освобождавший газовую отрасль от государственного регулирования. В дальнейшем Enron использовал более 6,5 млн долларов на поддержку нужных людей среди политиков (преимущественно принадлежавших к Республиканской партии), в том числе на предвыборную кампанию Буша-младшего, поддерживавшего дружеские отношения с Кеннетом Леем.

К началу 2001 года корпорация Enron стала четвёртой по величине газовой компанией в США, контролировавшей 25% всей добычи газа. С помощью президента Буша Enron успешно скупала трубопроводы и газовые компании в Аргентине, Боливии, Колумбии, Перу и Эквадоре. Акции компании, в 1997 году стоившие менее 20 долларов, в 2000 году поднялись до 90 долларов. А в 2001 году 140 топ-менеджеров компании получили годовые бонусы в среднем по 5,3 млн долларов.

Кроме манипуляций с финансовой отчётностью и сокрытия многомиллиардных долгов, руководство Enron для введения в заблуждение инвесторов выстроило сложные и намеренно запутанные отношения с многочисленными дочерними компаниями (692 дочерние компании были зарегистрированы по одному адресу на Каймановых островах). Через них проводился учёт операций по поставке электроэнергии, что давало возможность увеличить цену электричества. На эти же компании списывались долги. Так искусственно создавалось впечатление невероятно высоких доходов Enron. Не только прибыльность Enron, но и количество принадлежавших ей активов постоянно завышались, а так как долги списывались через дочерние компании, их можно было не включать в сводную финансовую отчётность и скрывать. Так корпорация превратилась в громадный мыльный пузырь, державшийся только за счёт манипуляций с финансовой отчётностью.

Сохранению позитивного имиджа Enron помогали личные качества финансового директора Эндрю Фастоу. «Несколько лет назад мой компаньон... представил меня одному из самых обаятельных и толковых молодых людей, которых мне приходилось встречать за многие годы. Его звали Эндрю Фастоу... Он был восхитительным парнем, и я

также вложил свои средства... Меня, как и многих других, обманули»<sup>515</sup>.

Когда в 2001 году на фоне общего экономического спада цены всех акций стали снижаться, в дочерних компаниях Enron возникли огромные убытки, и руководство приложило массу усилий (как потом выяснилось, противозаконных), чтобы скрыть эти убытки и не включать их в финансовую отчётность Enron. Фастоу чувствовал приближение краха, начав через подставных лиц избавляться от акций своей компании на сотни миллионов долларов – хотя акционерам продолжали внушать, что скоро цена акций поднимется выше 100 долларов.

Однако 14 августа 2001 года генеральный директор компании Enron Джефффри Скиллинг неожиданно уволился «по личным причинам». А в опубликованном 16 октября финансовом отчёте признавались убытки на 618 млн долларов за третий квартал 2001 года и снижение капитализации на 1,2 млрд долларов. Инвесторы заволновались, и акции компании упали до 40 долларов. Вскоре уволился и финансовый директор Эндрю Фастоу. Затем события разворачивались стремительно – 8 ноября компания объявила, что прибыли за предыдущие пять лет были завышены на 567 млн долларов. А 2 декабря была начата процедура банкротства, и выяснилось, что долги компании составляют не 13 млрд долларов, как считалось до того, а 65 млрд. К концу года акции Enron стоили всего лишь по 0,3 доллара. Это был полный крах.

«Ещё до того, как предстать перед судом по обвинению в мошенничестве и преступном сговоре, Скиллинг прямо на нью-йоркской улице пережил нервный срыв и превратился в жалкую развалину, исполненную ужаса перед судьями. Его некогда могущественная корпорация Enron 2 декабря 2001 года была объявлена банкротом, а её неоплатный долг в 65 миллиардов долларов стал новым историческим максимумом, почти вдвое превысившим аналогичный показатель Pacific Gas and Electric. Новый рекорд корпоративной низости и бухгалтерских махинаций»<sup>516</sup>. После долгого и резонансного расследования генеральный директор Джефффри Скиллинг был обвинён в преступном сговоре и мошенниче-

---

<sup>515</sup> Ливи Л. За кулисами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. – М.: Вильямс, 2004. – С. 221.

<sup>516</sup> Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. – М.: Юнайтед Пресс, 2010. – С. 82.

стве, получив большой срок заключения – 24 года. А Кеннет Лей умер, не дождавшись приговора.

Скандал вокруг компании Enron в декабре 2001 года, вызвавший волну новых банкротств, только усиливал ощущение общей нестабильности и неопределённости. Трудно сказать, что именно разладилось в мировом финансовом механизме той осенью – скорее всего, это теракт 11 сентября выбил всех из колеи. Но в течение семи месяцев после краха Enron последовала целая волна банкротств. История с Enron была тяжёлой по своим последствиям, но ничего уникального в ней не было. На фоне общего бума к топ-менеджерам пришло понимание, что собственные компании вполне можно обвораживать с помощью фальшивой отчётности. Это вызвало целую серию крупных мошенничеств – Adelfia Communications, Global Crossing, Qwest, NTL, Tyco, ImClone и особенно WorldCom. Там, в одной из основных американских телекоммуникационных корпораций с активами 107 млрд долларов, положение дел было не лучше, чем в Enron. Летом 2002 года компания WorldCom обанкротилась – в истории американских корпораций это банкротство стало крупнейшим по своим масштабам.

### *Угроза дефляции*

В ответ на нестабильное положение, по инициативе ФРС в 2001 году семь раз снижались процентные ставки, чтобы таким образом уменьшить последствия краха «доткомов» и общего падения на рынке ценных бумаг. К концу 2002 года ставка достигла 1,25% – в 1990-е годы это показалось бы совершенно невероятным. Впрочем, долгосрочные процентные ставки снижались тогда по всему миру, и такая тенденция оказывала на американскую экономику дефляционное воздействие. В 2003 г. опасность дефляции была вполне реальной, и она могла затормозить экономику США так же, как затормозила японскую. Если раньше вероятность дефляции в американской экономике серьёзно не рассматривалась, то об этом стали задумываться после спада в Японии. Там ставки были снижены до нуля, выпуск бумажных денег не ограничивался, но цены продолжали снижаться, как и обороты торговли.

После террористического акта 11 сентября 2001 года ставка была уменьшена по инициативе председателя ФРС Алана Гринспена ещё больше, до 1%. Хотя рынок ценных

бумаг стал оживать, а рост ВВП за 2002 г. составил 1,6%, всех беспокоил риск пойти по пути японского длительного спада. Учётная ставка оставалась на такой рекордно низкой отметке больше года. А если скорректировать ставку на уровень инфляции, то она почти три года была ниже нуля.

В финансовых кругах Гринспена считали чуть ли не национальным героем, потому что именно благодаря ему кредиты стали дешёвыми как никогда – всего один процент. Хотя много было и недовольных, понимавших всю опасность раздувания пузыря, но Гринспена прямо критиковать никто не осмеливался – слишком большое влияние он имел. Но настолько дешёвые деньги нарушали сами основы экономики, и было понятно, что долго это продолжаться не могло.

Кстати говоря, Гринспен смог сохранять такие низкие ставки, поддерживая подъём в американской экономике и не допуская роста инфляции, только благодаря Китаю. За счёт недорогих китайских товаров удавалось сохранять низкий уровень инфляции и в странах Европы. Можно было сколько угодно критиковать качество китайских товаров, но цена решает всё. Китайские товары охотно покупали в огромных количествах, хотя при этом еженедельно десять тысяч рабочих мест исчезали в США, а точнее – перемещались в Китай и другие страны Азии.

### ***Бум прямых инвестиций***

В 2000-е годы о прямых инвестициях вдруг заговорили все. В том, что раньше называлось «слияния и поглощения» (mergers and acquisitions, M&A) и «выкуп за заёмные средства» (leveraged buyout, LBO), появились новые акценты, и прямые инвестиции (приобретение специализированным фондом по договорённости с акционерами всей компании или её части) оказались в центре активности на финансовых рынках.

### ***Немного об истории слияний и поглощений***

В эпоху конгломератов (1965–1969 годы) длительный период непрерывного роста и общий подъём на рынке ценных бумаг привели к заметному повышению коэффициента «цена-прибыль». Владельцы корпораций поняли, что могут

увеличить доходность акций не путем реинвестирования, а поглощая другие компании. Когда одна компания с высоким коэффициентом «цена-прибыль» поглощала другую с более низким коэффициентом, курс акций объединённой корпорации рос до тех пор, пока коэффициент «цена-прибыль» не достигал уровня поглотителя. Правда, для этого поглощаемые компании должны были быть не только с низким коэффициентом «цена-прибыль», но и быстро растущими. Однако за время бума конгломератов в 1960-е годы количество компаний, которые было выгодно поглощать, стало быстро сокращаться. Вскоре это привело к распаду многих конгломератов – они стали экономически нецелесообразными.

В 1980-е годы началась новая волна поглощений, преимущественно недружественных (до того вообще редко встречавшихся), при которых использовалась стратегия LBO – выкупа за счёт заёмных средств. Конгломераты были готовы избавиться от непрофильных компаний, поглощённых в 1960-е и в начале 1970-х годов. К концу 1980-х около 60% таких предприятий было продано<sup>517</sup>.

В то время всё чаще американские компании стали поглощаться иностранными – объёмы таких операций в 1980-е впервые превосходили объём поглощения иностранных компаний американскими. Логика поглотителей из других стран была понятна: их привлекали объём американского рынка, доступ к передовым технологиям, а главное, – отсутствие строгих ограничений на поглощения. Однако во второй половине 1980-х успешных поглощений стало явно меньше – наиболее подходящие для этого компании уже были приобретены, а так как бум LBO продолжался (главным образом благодаря деятельности Майкла Милкена и раздуванию рынка «мусорных» облигаций), все больше стало производиться сделок, реальная выгодность которых вообще была сомнительна<sup>518</sup>. К концу десятилетия активность поглощений заметно снизилась из-за замедления экономического роста, а также банкротства компании Drexel и скандала во-

---

<sup>517</sup> Среди самых известных сделок того времени были продажа железнодорожной компанией Burlington Northern своего энергетического подразделения Burlington Resources за 4,2 млрд долларов, а Mobil Oil – своей торговой компании Montgomery Ward за 3,8 млрд.

<sup>518</sup> Типичным примером стало знаменитое поглощение RJR Nabisco, купленной за беспрецедентную по тем временам сумму – 24,5 млрд долларов. Nabisco была отягощена огромными долгами, оставшимися даже после того, как в 1991 году она была превращена в акционерное общество и акции проданы на бирже. Часть этих долгов удалось погасить только в середине 1990-х годов.

круг Майкла Милкена, после чего на время пришел в упадок весь рынок «мусорных» облигаций – основной источник финансирования LBO.

С 1992 года началась новая волна крупных стратегических слияний, длившаяся до кризиса «доткомов». Объем этих сделок намного превзошел бум 1980-х. Пресса была заполнена сообщениями о многомиллиардных поглощениях, а руководители компаний в своих интервью уверяли, что всё это делается якобы только в интересах акционеров<sup>519</sup>.

Если в 1980-е большинство M&A проводилось с целью простой и банальной – максимальное обогащение организаторов операций, то в 1990-е мотивы стали иными. Они были связаны с обострением конкуренции на мировом рынке, общими тенденциями консолидации в промышленности и смягчением антимонопольного законодательства. Благоприятной для слияний и поглощений была и ситуация на финансовых рынках – курсы акций быстро росли, а процентные ставки оставались невысокими. Закончился этот бум M&A в 2001 году во время краха «доткомов».

### *Волна прямых инвестиций в 2000-е годы*

Через несколько лет началась очередная волна поглощений середины 2000-х годов. Агрессивные враждебные поглощения 1980-х годов в стиле Майкла Милкена, проводившиеся с помощью огромных долгов, создали недобрую репутацию сделкам по выкупу компаний на заёмные средства. Но в 2000-е годы мода на слияния и поглощения снова вернулась, только их называли теперь более обтекаемо – «прямыми инвестициями». Многочисленные фонды прямых инвестиций привлекали колоссальные капиталы, чтобы покупать хорошо работающие рентабельные компании (в 2006

---

<sup>519</sup> Количество сделок начало быстро расти с 1992 года, и в 1990-е годы общий объем операций M&A в США составил 6,5 трлн долларов. Больше половины из них были проведены в 1997–1999 гг. Стоимость пяти крупнейших сделок достигла 77 млрд долларов – в пять раз больше, чем стоимость таких сделок в середине 1980-х годов. В 2000 году общемировой объем слияний и поглощений достиг рекордной отметки – 3,48 трлн долларов (в США – 1,82 трлн). Средняя цена поглощения в пяти крупнейших сделках была в четыре раза выше, чем в 1980-е годы, и в 400 раз – чем в 1950-е. Однако в 2001 году на фоне падения темпов инвестиций общемировой объем поглощений снизился до 1,7 трлн долларов (в США – до 0,8 трлн) (Депафилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании / Д. Депафилис. – М.: Олимп-Бизнес, 2007. – С. 40).



году их было куплено на 375 миллиардов долларов, почти в 20 раз больше, чем в 2003-м). Эти компании потом делили на части, объединяли или реструктуризировали, чтобы повысить их капитализацию и выгодно продать.

Наиболее резонансным случаем прямых инвестиций в 2000-е годы стало поглощение интернет-компанией America Online (AOL) одной из крупнейших медиакomпаний Time Warner<sup>520</sup>. 10 января 2000 года Time Warner объявила, что дала согласие на поглощение AOL. Стоимость сделки достигала 178 млрд долларов с учётом долгов Time Warner. У многих это вызвало недоумение – AOL и по доходам, и по количеству персонала была в пять раз меньше Time Warner, однако рыночная капитализация этой быстро растущей интернет-компании была в два раза больше, и она была в те годы символом «новой экономики». Основанная в 1985 году, AOL быстро стала признанным лидером в предоставлении интернет-услуг, разработке веб-сайтов и электронной торговле. Казалось бы, что общего между медиа-холдингом Time Warner, владеющим многими СМИ, и провайдером интернет-услуг, пусть даже с 20 млн абонентов? Но в планы AOL входило создание крупнейшей в мире медиакomпании, и кабельные системы Time Warner вместе с её СМИ хорошо подходили для этого. Планировалось, что за первый же год доход объединённой корпорации достигнет 40 млрд долларов, а ежегодный денежный поток объединённых компаний будет расти на 8–12%.

Чтобы сделка не сорвалась, AOL пришлось предложить за акции Time Warner на 71% больше их рыночной стоимости. Акционеры AOL за каждую свою акцию получили по одной акции объединённой компании (они владели 55% акций новой компании), акционеры Time Warner – по полторы, им досталось 45% акций. Однако сразу же после объявления о сделке акции AOL упали, и её рыночная капитализация снизилась на 19%. Хотя акции Time Warner выросли на 20%, рыночная капитализация объединённой корпорации оказалась на 10 млрд долларов ниже, чем суммарная капитализация двух компаний до слияния. Это вызвало замешательство инвесторов, и они задались вопросом: если темпы роста

---

<sup>520</sup> В 1990 году произошло слияние Communications и Time Warner с целью создания единой компании, занимающейся издательской деятельностью и производством кинопродукции. Стоимость этой сделки составляла 14,1 млрд долларов, но на протяжении всего десятилетия рост курса акций Time Warner шёл далеко не так быстро, как представлялось первоначально, отставая от среднерыночных темпов.

Time Warner были в три раза меньше, чем у AOL, то чего можно ждать в будущем? Всё зависело от того, будет ли объединённая корпорация больше похожа на AOL или на Time Warner. Дальнейшие результаты деятельности были далеко не такими оптимистичными, как ожидалось. В 2000-е годы, особенно после краха «доткомов», AOL стала всё больше сдавать позиции, и в 2009 году Time Warner отделилась от неё. Так что слияния и поглощения далеко не всегда проходили гладко и гарантировали рост прибыли.

Типичным примером компании, растущей за счёт прямых инвестиций, является знаменитая Berkshire Hathaway Уоррена Баффета со среднегодовым ростом доходов 27%. Этот конгломерат поглотил множество других фирм самого разного профиля, от страхования до производства красок. Стратегия Баффета при поглощениях проста – он покупал предприятия с растущей прибылью, доминирующие на своих рынках. Свободные капиталы, необходимые для поглощений, Баффет брал в своих страховых компаниях, не забывая потом эти деньги возвращать<sup>521</sup>. Как правило, поглощались производственные предприятия, занимающиеся сравнительно простыми вещами – Баффет не связывался с высокотехнологическими компаниями, в деятельности которых часто трудно разобраться без специальных знаний<sup>522</sup>.

На фоне увлечения прямыми инвестициями в 2003 году появились специфические «компании-покупатели специального назначения» (special-purpose acquisition company, SPAC). Сначала создавалась управленческая команда, она разрабатывала проект деятельности и бюджет, под них проводила на бирже первичное размещение акций (ни деятельности, ни самой компании пока ещё не было). Собрав деньги, команда начинала заниматься покупкой предприятий в необходимой отрасли<sup>523</sup>. На словах идея выглядит сомни-

---

<sup>521</sup> В 2000 году Berkshire Hathaway поглотила восемь компаний. Наиболее удачным было приобретение за 2,2 млрд долларов компании Manville, производящей кровельные материалы и имеющей годовую прибыль 2 млрд долларов.

<sup>522</sup> Несмотря на свою давнюю дружбу с Биллом Гейтсом, Баффет упорно проявлял консервативность и не вкладывал капиталы в информационные технологии, в том числе и в Microsoft («Гейтс мне друг, но деньги дороже...»). Apple – другое дело. В 2017 году Баффет увеличил свою долю в этой компании в два раза, купив 120 млн акций. После этого общая стоимость его пакета в Apple (2,5% всех акций) достигла 17 млрд долларов.

<sup>523</sup> Владелец сети американских супермаркетов Gristedes Джон Кацматидис привлек через SPAC-компанию 450 млн долларов под проект создания предприятия по очистке растительного масла, а бейсболист Хэнк Аарон –

тельной, но в 2003 году первая SPAC-компания успешно провела IPO, в 2004 году их было больше десяти, а в 2007-м – более 60. Секрет популярности в том, что эти компании были задуманы для того, чтобы хедж-фондам было где размещать свои капиталы. К началу 2007 года в мире было 12 600 хедж-фондов, управлявших 2,3 трлн долларов. Эти деньги некуда было вложить, и удачным решением стали SPAC-компании. Фонды вкладывали в них деньги, включаясь в бум прямых инвестиций, а взамен получали дивиденды и право вернуть свои деньги, если в течение полутора лет компания не проведёт ни одной сделки. В сущности, хедж-фонды в этом случае не рисковали ничем<sup>524</sup>.

### *Новый стиль – deal makers*

Многие воспринимают Уолл-стрит как единое целое, хотя на деле финансовый мир разделён на две части, не похожие друг на друга. Крепкие спортивные парни становились трейдерами, добиваясь успеха за счёт агрессивности и тестостерона в крови. А «ботаники» в очках, умеющие составлять таблицы и производить математические расчёты, – банкирами. Однако с началом XXI века расклад изменился. Электронный трейдинг положил конец процветанию агрессивных спортивных парней и создал спрос на математиков.

В фондах прямых инвестиций, модных в середине 2000-х, было иначе – там не были нужны ни математики в очках, ни спортивные парни. Самыми ценными сотрудниками были те, кто благодаря приятной внешности и уверенности в себе могли привлечь больше всего инвесторов, после чего благодаря формуле хедж-фондов «2% от суммы капитала и 20% от дохода» успех был гарантирован.

В отличие от трейдинга, где сделка занимала минуту, в фондах прямых инвестиций на сделку необходимо было в среднем пять лет, но люди зарабатывали здесь не меньше, чем трейдеры. Тысячи имели шестизначные суммы, десятки

---

200 млн для создания компании в области профессионального спорта. В таком же духе были и остальные проекты SPAC-компаний.

<sup>524</sup> Заинтересовались SPAC-компаниями и банки. Когда после краха Enron был принят закон Сарбейнса – Оксли, он ужесточил правила финансовой отчётности, предполагая уголовную ответственность исполнительных директоров за публикацию недостоверных данных. После этого компании стали меньше проводить IPO, организация которых давала банкам значительный доход. А работа со SPAC-компаниями заметно упрощала дело.

– миллионы, а такие как Стив Шварцман из Blackstone, – ещё больше. В фондах прямых инвестиций обосновались лучшие умы, зарабатывая на покупке и продаже компаний – их называли *deal makers*, организаторы сделок. Это был особый тип финансистов, не похожий на трейдеров. Если те после окончания напряженного дня разбрасывали деньги направо и налево в ресторанах и стриптиз-клубах (в том числе и на столь уважаемый ими кокаин), то у *deal makers* из фондов прямых инвестиций жизнь была гораздо более размеренной. В отличие от трейдеров они предпочитали не спорткары, а классические «Мерседесы», а вместо излюбленных трейдерами массивных часов Panerai носили элегантные Patek Philippe. То же касалось и напитков – чем платить две сотни долларов за Johnnie Walker Blue, они скорее покупали хорошее французское вино.

С началом в 2000-е годы нового бума прямых инвестиций центром этого бизнеса стал нью-йоркский Манхеттен, где на нескольких кварталах были расположены штаб-квартиры Blackstone, KKR, Apollo, Warburg Pincus и других. Этот мир небоскрёбов, дорогих костюмов и чёрных автомобилей с водителями мало чем напоминал другой, столь же быстро растущий мир высокотехнологичных компаний Силиконовой долины и венчурного финансирования. Там богатые и знаменитые ходили в брюках цвета хаки и рубашках с короткими рукавами, сами водили свои красные «Феррари» и работали в одноэтажных офисных зданиях, расположенных в тени больших деревьев.

Расцвет фондов прямых инвестиций объяснялся общим настроением в экономике того десятилетия. В мире было слишком много свободных денег, гораздо больше, чем реальных активов, в которые их можно было бы вложить. Это вызвало надувание пузырей (как на рынке недвижимости, так и на рынке деривативов) и моду на выкуп компаний в кредит.

В 2002 и 2003 годах фонды прямых инвестиций привлекали во всём мире по 100 миллиардов долларов ежегодно и столько же инвестировали. С 2006 по 2008 год началась новая волна их популярности – все вкладывали в них деньги, надеясь получить повышенные доходы для оплаты шикарной жизни, вошедшей в привычку. Фонды прямых инвестиций привлекали уже не по 100, а по 500 млрд долларов ежегодно, но инвестировали только по 200 млрд, так как пригодных для инвестиций фирм становилось всё меньше. Обычными стали случаи, когда небольшая компания с дохо-

дом 1 млн долларов с помощью фонда прямых инвестиций и кредита 100 млн долларов покупала прибыльную корпорацию в десять раз больше по размеру, чем она сама. Началось повышение цен на компании, и среднее отношение цены фирмы к создаваемому ей денежному потоку выросло с 7 до 10. Отразилось это и на быстром росте рынка ценных бумаг<sup>525</sup>. В 2007 году бум прямых инвестиций достиг максимума – только лишь в США было заявлено о сделках по слиянию и поглощению на 1,5 трлн долларов, а всего в мире – на 4,5 трлн.

В 2000-е годы изменился состав крупных инвесторов, вкладывавших свои капиталы в фонды прямых инвестиций. Если в конце 1980-х это были в основном страховые компании и японские банки, то в конце 1990-х – начале 2000-х на их долю приходилось лишь 15% активов фондов прямых инвестиций, а примерно 50% капиталов обеспечивали пенсионные фонды. Наличие крупных капиталов давало фондам возможность проводить гораздо более масштабные многомиллиардные сделки, и сфера прямых инвестиций стала в 2000-е годы мощным стимулом для экономического роста. Если в 1980-е годы доля LBO в общем объеме сделок не превышала 3–4%, то в 2004 г. она достигла 13% в США и 16% в Европе, а во время наибольшего подъема в предкризисный 2007 год составляла 20%<sup>526</sup>. «Оглядываясь на то время, люди будут называть его золотой порой для прямых инвестиций... настолько легко зарабатывались деньги», – говорил в 2006 году Дэвид Рубинштейн, соучредитель Carlyle<sup>527</sup>.

---

<sup>525</sup> С 2002 по 2007 год индекс Доу – Джонса вырос с 7850 до 14 165, S&P 500 – с 777 до 1565, NASDAQ – с 114 до 2859.

<sup>526</sup> Приток капиталов в фонды прямых инвестиций был тогда невероятным – 6,9 млрд долларов в Blackstone, 10 млрд в Carlyle, 8,5 млрд в фонд Goldman Sachs Capital Partners, 8 млрд в Warburg Pincus и 10 млрд в Apollo. А британские фонды прямых инвестиций Permira и Arah Partners собрали каждый по 14 млрд долларов. Быстро росли и доходы фондов прямых инвестиций – в 2001 году, во время общего спада, Blackstone смог выплатить инвесторам лишь 146 млн долларов, а в 2004 году – уже 2,7 млрд, в 2005 г. – 4,2 млрд, в 2006 г. – 4,7 млрд. Правда, конкуренты Blackstone платили ещё больше – фонд Carlyle в 2004 г. выплатил инвесторам 5,3 млрд, а KKR – 7 млрд. Однако по доходности (40% годовых в 2008 г.) Blackstone опережал остальных (Кэри Д. Король капитала. История невероятного взлёта, падения и возрождения Стива Шварцмана и Blackstone / Д. Кэри, Д. Моррис. – М.: Альпина Паблишер, 2014. – С. 215–216, 218–219).

<sup>527</sup> Crimmings C. Carlyle's Rubinstein Sees No Buyout Crash / C. Crimmings. – Reuters. – 2006. Jan. 25.

Признанным лидером среди 1700 фондов прямых инвестиций был фонд Blackstone Group. В 2006 году он контролировал более ста компаний стоимостью около 200 млрд долларов, прибыль фонда достигла 2,3 млрд долларов, а лично Стив Шварцман получил 398 миллионов долларов. У одних Blackstone вызывал уважение и восхищение, у других – ненависть и страх.

Его основали Питер Питерсон и Стив Шварцман в 1985 году, в то время как Kohlberg Kravis Roberts (KKR) и другие крупные игроки на рынке слияний и поглощений имели уже десятилетний опыт. И Питерсон, и Шварцман до того работали на руководящих должностях в Lehman Brothers, а Питерсон (он старше Шварцмана на 21 год) занимал различные должности в правительстве, в том числе министра торговли при президенте Никсоне. Название Blackstone («Чёрный камень») отражало фамилии и происхождение учредителей – Schwarz («чёрный» на идише; предки Шварцмана были немецкими евреями) и Petros («камень» по-гречески; Питерсон имел греческие корни).

Первоначальный капитал Blackstone был небольшим – 400 тыс. долларов. И для Шварцмана, и для Питерсона эта сумма являлась символической – в их распоряжении были миллионы, в том числе полученные после ухода из Lehman Brothers. Но они решили не вкладывать много в новое дело, чтобы сначала посмотреть, как пойдёт бизнес – консультации по слияниям и поглощениям. В перспективе они хотели превратить новую компанию в фонд LBO с капиталом 1 млрд долларов (у KKR, тогда крупнейшего такого фонда, капитал был около 2 млрд долларов). Цель была амбициозной, но вначале дела шли не очень хорошо, несмотря на опыт работы учредителей в Lehman.

Толчком стали 100 млн долларов, вложенные в Blackstone японской компанией Nikko, искавшей любую возможность для проникновения на американский финансовый рынок. Затем 100 млн долларов вложил пенсионный фонд General Motors, за ним последовали другие институциональные инвесторы, и к моменту кризиса в октябре 1987 года Blackstone сформировал свой фонд для поглощений с капиталом 635 млн долларов. Шварцману и Питерсону повезло – они успели заключить контракты с инвесторами накануне кризиса. Протяни они ещё немного, и никто уже не стал бы вкладывать свои капиталы в фонд – после обвала

рынка 15 октября им было явно не до того. А так Blackstone оказался крупнейшим на тот момент фондом LBO.

Основной фигурой в Blackstone был, конечно, Стив Шварцман, прославившийся преданностью работе – он мог звонить коллегам в субботу и в воскресенье, чтобы обсудить дела, или в 5:30 утра рассылать им по электронной почте письма. Стив был одержим желанием разбогатеть и не скрывал этого. В начале своего пути, когда после окончания Йельского университета он работал в инвестиционном банке Donaldson, Lufkin & Jenrette, Шварцману приходилось жить в дешёвых и тесных квартирах, и он решил во что бы то ни стало прорваться к успеху. Разбогатев, он не скрывал своего достатка, не жалея денег на огромную яхту, дорогие машины и прочие символы богатства.

В 1988 году в Blackstone пришёл 35-летний Лоренс Финк, прославившийся тем, что ранее создал в банке First Boston отдел по секьюритизации ипотечных бумаг. Финк стал вторым по значимости специалистом по секьюритизации после Льюиса Раньери из Salomon Brothers, но в начале 1988 года его отдел понёс убытки в 100 млн долларов, и First Boston собирался от него избавиться. Приход Финка в Blackstone стал для него весьма удачным – там он возглавил аффилированную компанию Blackstone Financial Management, занимавшуюся операциями с ипотечными бумагами. Со временем эта компания получила название Black Rock и разрослась до масштабов, значительно превосходящих Blackstone<sup>528</sup>.

В 1989 году у Шварцмана сформировались прочные (и, как оказалось потом, весьма перспективные) связи с Джимми Ли, директором Chemical Bank по инвестиционным операциям. Этот банк быстро рос, в 1996 году он поглотил Chase и стал называться Chase Manhattan, а с 2000 года, после приобретения J. P. Morgan – JPMorgan Chase. Именно этот банк стал основным источником кредитов для компа-

---

<sup>528</sup> Настоящий расцвет Black Rock начался после того, как в 2009 году правительство США наняло компанию для устранения последствий глобального финансового кризиса. Сегодня Black Rock – крупнейшая в мире финансовая компания (в 2017 году в её управлении находилось 5,5 трлн долларов активов), прославившаяся своей компьютерной системой Alladin, предназначенной для прогнозирования финансовых рисков. А Ларри Финк (наверное, по примеру Стива Шварцмана, у которого он раньше работал) славится своим трудолюбием. Он просыпается каждый день в 5:15 и приезжает в главный офис Black Rock в 5:45, чтобы с шести до семи часов спокойно просмотреть три газеты (New York Times, The Wall Street Journal, Financial Times) и подумать, пока его никто не беспокоит.

ний, занимавшихся прямыми инвестициями, а главным его клиентом был Blackstone. А Джимми Ли стали называть «новым Майклом Милкеном».

22 марта 2007 года Blackstone объявила о своём намерении произвести IPO. Это был беспрецедентный шаг для фонда прямых инвестиций – до того ни одна компания подобного масштаба не решалась на это. Значение Blackstone в финансовом мире было к тому времени столь велико, что даже китайское правительство объявило о планах купить 10% акций фонда. Желающих приобрести эти бумаги было так много, что в первый же день торгов, 22 марта, их цена выросла с 31 до 38 долларов, а к закрытию торгов капитализация Blackstone достигла 38 млрд долларов (почти 30% стоимости Goldman Sachs, крупнейшего среди инвестиционных банков). После продажи 23,6% акций публичным инвесторам и китайскому правительству фонд получил 7,1 млрд долларов, из которых 4,1 млрд досталось партнёрам компании. Лично Шварцман продал небольшую часть своей доли за 684 млн долларов, оставив у себя пакет акций на 9,3 млрд. А отошедший к тому времени от дел второй соучредитель, Питер Питерсон (ему было уже 80 лет), получил 1,9 млрд долларов<sup>529</sup>.

В предкризисный 2007 год бум прямых инвестиций был в самом разгаре. Blackstone и несколько других столь же крупных фондов прямых инвестиций (Kohlberg Kravis Roberts, Carlyle Group, Apollo Global Management, Texas Pacific Group), питаемые десятками миллиардов долларов пенсионных фондов и других институциональных инвесторов, стремились получить контроль над множеством компаний по всему миру. Стоимость поглощений постоянно росла – 20, 30, 40 млрд долларов. За 20% всех операций по слиянию и поглощению стояли лишь несколько глобальных фондов прямых инвестиций. Эти фонды, ранее выпрашивавшие у банков финансирование для своих проектов, сейчас оказались в центре внимания финансовых рынков. Они располагали огромными капиталами и ни от кого больше не зависели.

Фонд Blackstone владел (полностью или частично) 51 компанией с 500 тысячами сотрудников и объёмом продаж 171 млрд долларов. В этом отношении Blackstone был деся-

---

<sup>529</sup> Кэри Д. Король капитала. История невероятного взлёта, падения и возрождения Стива Шварцмана и Blackstone / Д. Кэри, Д. Моррис. – М.: Альпина Паблишер, 2014. – С. 11.



той по величине корпорацией мира. При этом в фонде работало всего около 1000 человек, и он не раскрывал никакой финансовой информации, пока не стал публичной компанией (для сравнения – в банке Goldman Sachs работало более 30 тысяч сотрудников, и он публиковал подробный ежеквартальный финансовый отчёт). В 2007 году Blackstone во всём превосходил своих главных конкурентов – KKR и Carlyle, в том числе и по доходности, управляя 88 млрд долларов инвесторов, недвижимостью на 100 млрд долларов, и ещё 50 млрд долларов, вложенными в хедж-фонды других компаний.

Если раньше (особенно в 1980-е годы) считалось, что слияния и поглощения производятся, чтобы покупать по сниженной цене компании, а потом увольнять персонал и распродавать активы, чтобы как можно быстрее получить прибыль, то в 2000-е годы прямые инвестиции приобрели иной характер, и деятельность Blackstone тому лучший пример. Обычно покупались компании с перспективами роста, которым не хватало капиталов для модернизации. После получения необходимого финансирования и реструктуризации их капитализация увеличивалась, и в среднем через пять лет фонд продавал эти компании со значительной прибылью для себя.

## ***Рынок ценных бумаг и мировые биржи***

### *Мегабанки и хедж-фонды*

В 2000-е годы в центре финансовых рынков оказалась небольшая группа очень крупных банков с активами на сотни миллиардов и триллионы долларов<sup>530</sup>. Они всё больше погружались в операции с ипотечными деривативами (CDO), раздувая огромный пузырь, лопнувший в 2008 году. Часть из этих мегабанков изначально были инвестиционными (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch) и не занимались депозитными операциями. А банки, которые создавались как коммерческие (Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America) за счёт разветвлённой сети филиалов привлекали от вкладчиков депозиты на сотни миллиардов долларов, по-

---

<sup>530</sup> В 2007 году активы достигли 2,2 трлн долларов у Citigroup и 1,7 трлн долларов у Bank of America.

лучая крупные капиталы, необходимые для операций с ценными бумагами.

И хотя размер мегабанков по идее должен был обеспечивать их безопасность и стабильность, на деле огромные финансовые ресурсы мегабанков создавали для них соблазн заниматься самыми рискованными операциями в особо крупном масштабе. С появлением мегабанков – характерной черты 2000-х годов, – традиционное разделение на инвестиционные и коммерческие банки утратило былое значение, и куда важнее стала граница между небольшой группой мегабанков и тысячами других традиционных банков.

Значительно увеличилось количество активов, операции с которыми проводились вне банковской системы в традиционном её понимании. Эта «теневая»<sup>531</sup> небанковская финансовая система (в неё входили хедж-фонды и всевозможные инвестиционные фонды) стала крупным участником рынков, особенно рынков краткосрочных кредитов<sup>532</sup>. В 2007 году общий объём активов в «теневом банкинге» достиг 6,5 трлн долларов, превышая совокупные активы пяти крупнейших банковских холдингов (6 трлн долларов). Активы всей банковской системы в то время были немногим более 10 трлн долларов. В «теневом банкинге» использовались долгосрочные рискованные активы с невысокой ликвидностью, финансировавшиеся с помощью краткосрочных обязательств, что делало всю эту систему гораздо более уязвимой, чем обычные банки. А отсутствие страхования депозитов, обычного в банковской системе, не давало возможности снизить риски.

Хедж-фонды, основной участник системы «теневого банкинга», внесли особый вклад в развитие спекулятивной культуры тех лет. Некоторые хедж-фонды действительно обеспечивали высокую доходность, но далеко не все. Вероятность банкротства среди хедж-фондов достигала 20%, и ежегодно каждый пятый фонд закрывался. Снижала реальную доходность и традиционная система комиссионных – 2% от стоимости активов в управлении плюс 20% прибыли. В результате доходность хедж-фондов не только не превы-

---

<sup>531</sup> «Теневая» не в смысле криминального бизнеса (как теневая экономика), а в том смысле, что она практически не регулируемая.

<sup>532</sup> Подробнее о теневых банках см.: Global Shadow Banking Monitoring Report 2016. – <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2016.pdf>.

шала среднего для рынка уровня, но иногда бывала гораздо меньше<sup>533</sup>.

### *Немного статистики*

Динамика мирового рынка ценных бумаг в предкризисные 2000-е годы была достаточно проста, без сложных трендов. Все данные за эти годы можно легко найти в Сети. Недолгий кризис «доткомов» заметно затормозил рынки – в США с марта 2000 г. по октябрь 2002 г. индекс S&P 500 снизился на 49%, индекс NASDAQ – на 78% (большее снижение было только во времена «Великого краха» 1929 г. и «Великой депрессии» в начале 1930-х годов). Общая капитализация американского рынка ценных бумаг уменьшилась более чем на 7 трлн долларов. Снижение отмечалось и на других развитых рынках. Максимальным оно было в октябре 2002 года, и к этому времени рынок Японии упал на 72% (от максимального уровня 1990 года), Германии – на 68%, Франции – на 59% (от максимума в 1999 году)<sup>534</sup>. После выхода из кризиса на рынках стал созреть грандиозный пузырь, связанный в основном с секьюритизацией ипотечных активов. Рост этого пузыря виден по изменению капитализации рынков долговых инструментов с фиксированной доходностью (преимущественно облигаций) и акций.

Капитализация рынка долговых инструментов (как процент от ВВП) выросла с 2000 по 2007 год в Великобритании с 80% до 177%, в Германии – со 121% до 199%, в США – со 164% до 210%, во Франции – с 94% до 215%<sup>535</sup>. Капитализация рынка акций в те же годы чаще всего росла: в Великобритании со 170% ВВП до 178%, в Германии с 60%

---

<sup>533</sup> С 2000 по 2010 г. типичный средний хедж-фонд имел доходность порядка 4,6%. У их конкурентов, взаимных фондов, доходность бывала и побольше – Wellington Fund (основанный в 1928 году и один из старейших) имел доходность 6,2% (Богл Д. Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком / Д. Богл. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2014. – С. 41).

<sup>534</sup> В 2001–2002 гг. во время недолгого спада заметно уменьшились обороты и ликвидность бирж, хотя их ликвидность в 2005 снова выросла и составляла (в среднем): в США – 146%, в Германии – 157%, в Японии – 102%, во Франции – 82% (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 57–59).

<sup>535</sup> Ликвидность рынка долговых инструментов в эти годы колебалась в Великобритании от 98% ВВП до 94%, в Германии от 25% до 6%, в США от 9% до 10%, во Франции от 3% до 4%, в Японии от 1% до 0.

до 74%, во Франции с 91% до 132%, в Японии с 98% до 109%. Однако в США она снизилась со 155% до 145%<sup>536</sup>.

Раздувание спекулятивного пузыря на рынке ценных бумаг хорошо отражают также данные об активах институциональных инвесторов (одних из основных участников рынка) и их инвестициях в ценные бумаги. С 2000 по 2007 годы в США эти активы выросли со 185,1% ВВП до 212,6%; в Германии с 90,3% до 144,6%; во Франции с 90,9% до 175,6%. Инвестиции в ценные бумаги за это же время увеличились в США со 172,9% до 196,9%; в Германии с 66,8% до 105,1%; во Франции с 84,8% до 165%.

В 2004 г. общий объем операций с акциями на мировых рынках составлял 41 трлн долларов, из них 88% (36 трлн) были связаны с внутренними инвесторами, 12% (5 трлн долларов) с иностранными. Больше половины (60%) операций с акциями иностранных инвесторов проводилось в Лондоне (45% – на London Stock Exchange, 15% – на расположенной в Лондоне бирже Swiss Stock Exchange Virt X). Кроме того, крупнейшим рынком, где производились операции с иностранными акциями, был Нью-Йорк – 32% от общемирового объема операций (20% – на бирже New York Stock Exchange, 12% – на бирже NASDAQ)<sup>537</sup>.

Особенно быстро росла общемировая задолженность по деривативам – с 281,5 трлн долларов в 2005 году до 516,4 трлн в 2007 году (в том числе по кредитно-дефолтным свопам с 10,2 трлн до 42,6 трлн)<sup>538</sup>. Объем операций с производными инструментами вырос с 2005 по 2008 год в США с 38,9 трлн долларов до 87 трлн, в Германии с 16,1 до 57,4 трлн<sup>539</sup>. Обращают на себя внимание темпы роста задолженности по кредитно-дефолтным свопам. В те годы об этом задумывались немногие, но сегодня мы уже знаем и о «большой игре на понижение», и о роли этих инструментов в кризисе 2007–2009 годов.

После кризиса рынок деривативов быстро восстановился. В 2011 году объем операций с фьючерсами в США

<sup>536</sup> Ликвидность рынка акций в те же годы выросла в Великобритании с 71% до 157%, в Германии со 142% до 189%, в США с 205% до 266%, в Японии с 83% до 143%. Во Франции она снизилась с 243% до 143%.

<sup>537</sup> Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 316.

<sup>538</sup> Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). *Securities Industry and Financial Markets Global Addendum 2007*. – <http://www.sifma.org/research/pdf/RRVol2-10.pdf>.

<sup>539</sup> World Federation of Exchange (WFE). *Annual report and statistics 2008*. – <http://www.world-exchanges.org>.

вырос до 60 трлн долларов, с кредитно-дефолтными свопами – до 33 трлн долларов, а общая капитализация мирового рынка деривативов достигла 708 трлн долларов. Для сравнения – суммарная капитализация общемирового рынка акций и облигаций составляла в это время около 150 трлн долларов<sup>540</sup>.

### *Биржи в 2000-е годы*

К началу 2000-х годов наиболее влиятельной среди мировых бирж стала NASDAQ, где котировалась основная часть акций высокотехнологических компаний «новой экономики», а Нью-Йоркская биржа NYSE начала сдавать свои позиции.

**NASDAQ** была одной из первых бирж, перешедших на систему электронного трейдинга. Участником торгов теперь можно было стать из любой точки мира. Удобства были очевидны, но для инвесторов это создавало новые вопросы. При классической схеме торгов в биржевом зале брокер предлагал инвестору среднюю цену на необходимые бумаги, сложившуюся на тот момент на бирже. Инвестору нужно было только решать – покупать или не покупать эти бумаги. А на бирже NASDAQ, где маркет-мейкеры пытались прогнозировать изменение цен, инвестору поступали предложения от многочисленных (иногда до 50) посредников, и это только по одному наименованию акций.

Кризис «доткомов» в 2000 году затормозил рост всех бирж высокотехнологичных бумаг, в том числе и NASDAQ. Она планировала слиться с London Stock Exchange для создания глобального рынка акций новых компаний, но после краха «доткомов» пришлось отказаться от столь масштабных и амбициозных планов, свернув свои операции в Европе и Японии. В 1999 году средний оборот NASDAQ превышал оборот NYSE почти в два раза, но позиции NASDAQ значительно ослабли после того, как сдулся пузырь «доткомов». Сводный индекс NASDAQ composite в марте 2000 года достиг значения 5132,52 пункта, чтобы потом упасть до 1114,11 в октябре 2002 года.

Однако через некоторое время биржа NASDAQ снова вернулась к планам поглощения Лондонской биржи LSE.

---

<sup>540</sup> Богл Д. Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком / Д. Богл. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2014. – С. 35.

После того как в Лондоне несколько раз отвергли предложение о покупке биржи, NASDAQ скупила около 30% акций Лондонской биржи. Но на этом дело затормозилось – больше акций скупить не удалось, и NASDAQ пришлось отказаться от планов поглощения Лондонской биржи, переключившись на скандинавскую биржу OMX. Слияние было завершено в начале 2008 года, и новая компания получила название NASDAQ OMX Group.

**Нью-Йоркская биржа NYSE** после краха «доткомов» снова смогла обогнать NASDAQ по объёму операций. До 2003 года NYSE управлялась советом директоров<sup>541</sup>, председателем которого был Ричард Грассо. Он прославился тем, что после теракта 11 сентября 2001 года не допустил коллапса биржи, быстро восстановив её работу. Популярности Грассо добавляло и то, что он был единственным председателем биржи, начинавшим свой путь рядовым брокером. Но в 2003 году, когда стали известны полученные им премии, разразился скандал. В 2001 году премия Грассо составляла 16 млн долларов при том, что весь годовой доход биржи был лишь 31,8 млн; в 2002 году он получил 10,1 млн долларов при доходе биржи 28,1 млн. Однако в августе 2003 года биржа продлила контракт с Грассо до 2007 года, ссылаясь на то, что именно при нём выросло количество компаний, чьи акции торговались на бирже. Начался сбор подписей, чтобы добиться досрочной отставки Грассо, и ему пришлось покинуть свой пост. Вместе с ним ушли и несколько директоров биржи, также получавших крупные премии. После этого была пересмотрена вся структура управления биржей, чтобы сделать её более прозрачной и подконтрольной для участников рынка.

NYSE снова вышла в лидеры среди мировых бирж, и это при том, что она была самой консервативной из них. Только там сохранились «живые» торги в традиционном биржевом зале, на остальных биржах уже отменённые как пережиток прошлого. А на NYSE считали, что торги в биржевом зале гарантировали и высокую ликвидность, и наилучшую цену. Такой подход нравился не всем, особенно крупным институциональным инвесторам, покупающим и продающим большие пакеты ценных бумаг. В этих операциях важна скорость их проведения – цены могут меняться за

---

<sup>541</sup> В нём было 26 членов – председатель, президент, 12 представителей от профессиональных участников ценных бумаг, и 12 представителей общественных организаций.

секунды, не говоря уже о минутах, и шумные торги в биржевом зале для этого не годятся<sup>542</sup>.

После того как некоторые крупные участники пригрозили уйти с NYSE на другие биржи, стало ясно, что этот вопрос необходимо решать. В 2006 году произошло объединение NYSE с расположенной в Чикаго электронной торговой системой Archipelago. В этом же году NYSE стала публичной акционерной компанией NYSE Group<sup>543</sup>, выпустив свои акции. Основную их часть (70%) и 400 млн долларов наличными получили 1366 совладельцев биржи.

Успех слияния NYSE с Archipelago побудил руководство биржи пойти дальше, и провести в том же 2006 году слияние NYSE Group и европейской биржевой группы Euronext (объединяющей биржи Парижа, Амстердама, Брюсселя и Лиссабона, а также лондонскую биржу деривативов LIFFE). Так появилась крупнейшая в мире биржа NYSE Euronext (NYX) с объёмом торгов около 140 млрд долларов в день, 4000 компаний в листинге и капитализацией около 30 трлн долларов.

Хотя NASDAQ и NYSE остаются непримиримыми конкурентами, в интересах своих клиентов с 2004 года на них был введён двойной листинг, и бумаги одной и той же компании могли быть включены в котировки обеих бирж. А в 2007 году NYSE, известная консервативной позицией, даже разрешила брокерам проводить операции с бумагами, торгуемыми на NASDAQ и других биржах. Перед началом кризиса 2007–2009 годов соотношение сил между этими двумя биржами было неоднозначным. NYSE опережала NASDAQ по капитализации компаний, включенных в листинг, а на бирже NASDAQ в листинге больше было количество компаний – около 7,5 тысяч. Третья американская биржа AMEX когда-то в начале 1970-х почти догнала NYSE по

---

<sup>542</sup> В 2017 году на Нью-Йоркской бирже производилось 60% мирового объёма операций с ценными бумагами, и более 4000 компаний участвовало в торгах. Торги стали полностью автоматизированными (за исключением отдельных очень редких и дорогих акций). Инвестору необходимо найти брокерскую компанию, имеющую право торговать на NYSE, после чего он получает доступ к бирже через Интернет и может свободно покупать и продавать включённые в листинг акции – либо самостоятельно, либо с помощью брокера (NYSE – Нью-Йоркская фондовая биржа. – <https://equity.today/nyse.html>).

<sup>543</sup> В 1971 году NYSE была зарегистрирована как некоммерческая организация, принадлежащая своим 1366 членам. Членство продавалось и покупалось – после слияния с Archipelago стоимость места на бирже выросла до 4 млн долларов.

числу компаний в листинге. В начале 1990-х годов она первой стала использовать электронный трейдинг, однако в 2000-е годы эта биржа значительно уступала по объёмам операций и NYSE, и NASDAQ и не была их реальным конкурентом.

В целом в 2000-е годы позиции американских бирж, всё ещё доминировавших на глобальном рынке ценных бумаг, начали слабеть после принятия закона Сарбейнса – Оксли. Он вводил более жёсткие правила для компаний, планировавших размещать свои бумаги на американских биржах. Поскольку для инвесторов были доступны любые другие мировые биржи (лондонская LSE или канадская биржа TSX Group<sup>544</sup>), они обычно выбирали более либеральные рынки, хотя бы тот же Лондон. А когда после терактов 11 сентября были усложнены правила въезда в США, это ещё более усилило отток инвесторов с американских бирж.

**Лондонская биржа ценных бумаг (London Stock Exchange, LSE)** в рейтинге мировых бирж занимала третье место после Нью-Йоркской и Токийской. Подъём на бирже (в начале XX века бывшей признанным мировым лидером) начался после реформ 1986 года. А настоящий расцвет наступил в 2000-е годы, когда в Лондон устремились потоки иностранных капиталов. В 2001 году биржа (с 1986 по 2001 год принадлежавшая крупным профессиональным участникам рынка ценных бумаг – совладельцам LSE) была преобразована в открытое акционерное общество (public limited company).

Принятый в США закон Сарбейнса – Оксли и напряжённая обстановка после теракта 11 сентября 2001 года дали Лондону уникальный шанс, и он им, конечно же, воспользовался. А волна эмигрантов из России в начале 2000-х годов создала избыток свободных капиталов. В 2006 году LSE по объёму IPO обогнала и NYSE, и NASDAQ (при этом около 70% новых эмиссий были связаны с российскими компаниями). В конце 2007 года в листинге биржи было почти 3300 компаний с капитализацией 16 трлн долларов, но по IPO она вскоре начала отставать от быстро растущих азиатских бирж, особенно в Гонконге и Сингапуре.

---

<sup>544</sup> На биржах этой группы в 2007 году обращалось около 4000 акций компаний Канады, США и других стран, а дневной оборот одной только Торонтской биржи (лидирующей в этой группе) достигал 6 млрд долларов.



В 2000-е годы было немало попыток поглощения LSE<sup>545</sup>, хотя биржа успешно сопротивлялась этому. Слухи о возможном поглощении стали для неё хорошей рекламой – акции LSE выросли в цене почти в два раза. А в 2007 году она оказалась наполовину в собственности инвесторов с Ближнего Востока – 23% акций приобрело Катарское инвестиционное агентство QIA, а 28% акций из пакета, принадлежавшего NASDAQ, выкупил дубайский биржевой холдинг Borse Dubai.

В континентальной Европе лидером была *группа Euronext*, появившаяся в 2000 году после слияния Амстердамской, Брюссельской и Парижской бирж. В 2001 году она поглотила Лондонскую биржу финансовых деривативов LIFFE, в 2002 году – Португальскую биржу ценных бумаг. А в 2006 году 91,4% акций Euronext купила за 14,3 млрд долларов Нью-Йоркская биржа NYSE, образовав крупнейшую мировую биржу NYSE Euronext (NYX), имевшую 4000 компаний в листинге и дневной оборот 140 млрд долларов.

На севере Европы основную часть рынка ценных бумаг Скандинавии и стран Балтии контролировала в 2000-е годы *биржевая группа OMX*<sup>546</sup>, в 2008 году слившаяся с NASDAQ, после чего возникла одна из крупнейших биржевых групп NASDAQ OMX Group, прибыль которой только за первый квартал 2008 года достигла 121 млн долларов.

Ещё одной крупной европейской биржевой группой была *Deutsche Borse (DB)*, возникшая на основе Франкфуртской биржи и включавшая в себя депозитарно-клиринговую систему Clearstream и биржу деривативов Eurex. За счёт агрессивной политики продвижения на рынках в 2000-е годы DB быстро стала финансовым институтом глобального масштаба<sup>547</sup>.

В Азии в 2000-е годы ведущей оставалась *Токийская биржа ценных бумаг (Tokyo Stock Exchange, TSE)* с 2300

---

<sup>545</sup> Это пытались сделать Франкфуртская биржа, германская Deutsche Borse и другие претенденты. Самой серьёзной была попытка поглощения со стороны NASDAQ, скупившей 31% акций. После этого руководство NASDAQ предложило британским акционерам продать недостающее до контрольного пакета количество акций за 5,3 млрд долларов, но британцы отказались от любых переговоров.

<sup>546</sup> Она объединяет биржи в Стокгольме, Вильнюсе, Исландии, Копенгагене, Осло, Риге, Таллинне, Хельсинки.

<sup>547</sup> В начале 2005 года Deutsche Borse сделала официальное предложение о поглощении Лондонской биржи, но почти половина акционеров DB была против, так как не видела в этом никакой выгоды. Поэтому от предложения пришлось отказаться.

японскими компаниями в листинге, контролировавшая большинство всех биржевых операций в Японии. А в 2007 году TSE объявила о стратегическом альянсе с NYSE. Кроме TSE, крупнейшими азиатскими биржами стали Шанхайская (Shanghai Stock Exchange, SSE)<sup>548</sup> и Гонконгская (Hong Kong Stock Exchange, HKEx)<sup>549</sup>. Хотя Гонконгская биржа опережала Шанхайскую по количеству компаний в листинге, темпы роста Shanghai Stock Exchange (только за 2007 год составившие 130%) оказались значительно выше. Влиятельными на азиатских рынках были две индийские биржи – Бомбейская<sup>550</sup> (Bombay Stock Exchange, BSE) и Национальная биржа Индии (National Stock Exchange of India, NSE), основанная в 1992 году и быстро обогнавшая Бомбейскую биржу благодаря применению электронных трейдинговых систем.

В странах Персидского залива в 2000-е годы быстрее всего росла Дубайская биржа (Dubai Borse), хотя по количеству компаний в листинге (89) в 2007 году она заметно уступала бирже Омана (Oman Muscat Security Market, MSM) – 206 компаний, или Кувейта (Kuwait Stock Exchange) – 203 компании. Главным преимуществом Дубайской биржи была общая либеральная политика ОАЕ, лёгкость получения визы для въезда в Эмираты и космополитичность Дубая, где живёт и работает множество иностранцев, в том числе из стран Запада.

Одной из главных особенностей 2000-х годов стало распространение на ведущих мировых биржах алгоритмического трейдинга, первоначально появившегося в США. Это была следующая стадия развития электронного трейдинга, на которой человека-трейдера, принимающего решения о проведении операций, заменяет компьютерная система. Объёмы алготрейдинга в 2000-е годы точно не известны. По приблизительным оценкам в 2005 году на американских биржах они составляли от 14 до 25% операций с акциями, а на Лондонской бирже, лидировавшей в Европе по использованию алготрейдинга, – до 28% в конце 2006 года<sup>551</sup>.

---

<sup>548</sup> В 2007 году в листинге Шанхайской биржи было более 900 китайских компаний.

<sup>549</sup> В том же 2007 году на Гонконгской бирже в листинге было 1200 компаний.

<sup>550</sup> Самая старая азиатская биржа, основанная в 1875 году.

<sup>551</sup> Норман П. Сантехники и провидцы. Расчёты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок / П. Норман. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – С. 344.

## *Мир трейдеров*

### *Новый мир*

Ещё недавно трейдинг был уделом небольшой группы узких специалистов. Биржевые трейдеры являлись посредниками, торгующими не за свои деньги и организующими сделки между финансовыми институтами или брокерами. Некоторые из них много зарабатывали, но для большинства это была рутинная и сугубо техническая работа. Трейдеры муниципальными облигациями были сосредоточены в Нью-Йорке, зерновые трейдеры – в Чикаго и т. п. Десятилетиями такая посредническая деятельность обеспечивала трейдерам стабильные доходы, возможность купить дом в пригороде и новую машину раз в два года.

Традиционный трейдинг, иначе говоря биржевая торговля, происходил привычным образом, мало изменившимся с прошлых веков – трейдеры толпились в торговом зале (его называли «ямой»), выкрикивая заказы и подавая знаки руками. Кисти ладонями внутрь означали покупку, ладонями наружу – продажу, поднятые вверх пальцы – значение от одного до пяти, пальцы в горизонтальном положении – значения от шести до десяти. Торги в «яме» были физически утомительным делом, и преимущество имели крепкие парни со спортивными фигурами.

Всё изменилось после распространения электронного трейдинга через Интернет и новых компьютерных торговых систем. В новых торговых залах, заполненных компьютерами, все трейдеры были молодыми мужчинами, не больше тридцати, «и обращались они друг к другу по панибратски, по прозвищам... Неудивительно, что и дресс-код, если тут можно употребить это слово, соответствовал скорее фитнес-клубу. Если не считать часов... все они выглядели почти нищими. Стандартной формой одежды были джинсы или шорты, футболки и шлёпанцы... Всё это дополнялось стойким запахом, исходившим от 120 мужчин, одетых для занятий спортом и сильно потеющих. Они сидели в двух одинаковых комнатах, набившись, как селёдки в бочке, да ещё опутанные проводами»<sup>552</sup>.

---

<sup>552</sup> Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия. Уолл-стрит глазами очевидца / Р. Лейн. – М.: Юнайтед Пресс, 2011. – С. 24–25. «Трейдинг становился всё более технологичным, отражая процессы, происходившие в последнее десятилетие в Кремниевой долине. Основными достоинствами теперь считались не возраст и опыт, а знание передовых технологий и представление о

Быстрое распространение Интернета сделало возможным проведение операций с ценными бумагами через Сеть в режиме реального времени. Основным центром электронного трейдинга на время стал Лондон. Трейдеры с Лондонской международной биржи финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE) – одной из самых динамичных бирж того времени, – быстро поняли преимущества электронного трейдинга и стали открывать в лондонском Сити собственные компании. Для этого нужно было немного – снять небольшой офис, купить компьютеры, ну и главное – знать, что делать со всем этим дальше. Иначе говоря, как превратить свой офис с компьютерами в точку доступа к глобальному казино.

Трейдеры теперь торговали на собственные деньги и перестали быть просто посредниками – эту роль выполняли компьютеры. Вначале в новые компании переходили биржевые трейдеры – преимущественно из торгового зала биржи LIFFE, который всё больше пустел. Потом на работу стали приглашать молодых выпускников университетов с математическим образованием и хорошей интуицией. По слухам, некоторые из трейдеров зарабатывали по миллиону долларов в месяц.

Легче всего было сделать деньги на операциях с фьючерсами. Когда-то они появились, чтобы зафиксировать цену на поставку сельскохозяйственной продукции или других товаров, которых в момент заключения сделки в наличии ещё не было. В эпоху электронного трейдинга операции с фьючерсами превратились в основную движущую силу «глобального казино». Будет ли происходить покупка или продажа реальных товаров – это для трейдеров уже не имело значения. Важно было только то, по какой цене будет торговаться определённый фьючерсный контракт в определённое время, и можно ли будет на этом заработать. Не важно, будет ли цена расти или падать – главное, чтобы на рынке было хоть какое-то движение. В то время при операциях с фьючерсами трейдеры могли торговать с кредитным плечом в 200 раз превосходившим стоимость фьючерсного контракта. Иными словами, вложив 20 000 долларов в тот или иной контракт, они могли открыть позицию на 4 млн долларов. А

---

том, как их можно использовать. Впервые в человеческой истории наивность стала сильной стороной, так как в сочетании с хватким умом позволяла... придумывать абсолютно новые способы делать деньги» (Там же. – С. 64).

при такой позиции даже небольшое изменение цены давало хорошую прибыль. Или создавало немалые убытки.

Основным инструментом трейдера 2000-х годов был торговый терминал с шестью экранами. На одном постоянно шли новости (обычно канал CNBC), другим был терминал Bloomberg, показывавший всю доступную финансовую информацию. Ещё два экрана – для графиков, и на них можно было вывести тренды и сопоставления для любых ценных бумаг. Два последних экрана использовались для торговых операций, именно они и были главным инструментом электронного трейдинга. С их помощью трейдер из Лондона, Нью-Йорка или другой точки мира мог покупать и продавать любые финансовые инструменты.

С появлением электронного трейдинга исчезла многовековая привязанность трейдеров к финансовым центрам – им больше не нужна была географическая близость ни к старым биржам, ни к банкам, ни к финансовой инфраструктуре мировых столиц. Всё необходимое находилось в Интернете, и трейдеру нужен был только устойчивый доступ к Сети. Уходили в прошлое тесные лондонские офисы с компьютерами, заполненные потными парнями с дорогими часами, и стала сбываться самая заветная мечта трейдера – сидеть на пляже где-то на Карибах или в Таиланде и оттуда заниматься своим бизнесом.

Так у трейдеров появились новые центры притяжения. «К середине нулевых роль Майами как ворот в Южную Америку и прекрасный климат сделали город одной из трейдинговых столиц. Десятки компаний... открывали офисы в Майами, чтобы их трейдеры могли в зимние месяцы торговать и отдыхать на солнечных пляжах». Это было «высшее проявление кочевого образа жизни, который стал возможным с появлением электронной торговли»<sup>553</sup>.

Однако оказалось, что электронный трейдинг – опасная вещь, в том числе и для всего глобального рынка. В прошлом биржевой трейдер, работавший в зале у всех на виду, не представлял особой угрозы. Максимум, что он мог сделать, – создать убытки для своих клиентов. А в эпоху Интернета любой никому не известный трейдер, сидящий за торговым терминалом, соединенным со всеми мировыми биржами, мог получить в свое распоряжение практически

---

<sup>553</sup> Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия. Уолл-стрит глазами очевидца / Р. Лейн. – М.: Юнайтед Пресс, 2011. – С. 51–52.

неограниченный кредит и спровоцировать катаклизмы глобального масштаба на финансовом рынке.

### *Доходы трейдеров*

«Лучшие игроки финансовой индустрии больше не довольствовались заработками, от которых смутился бы даже ведущий игрок New York Yankees. Где-то в 2002–2003 годах их компенсации достигли заоблачных высот и были сравнимы с ВВП маленьких стран... десятки и десятки неизвестных трейдеров из хедж-фондов получают по 50 миллионов долларов в год, а многие – гораздо, гораздо больше»<sup>554</sup>. Самими влиятельными и получавшими наибольшие доходы были создатели «роботов» для алгоритмического трейдинга – компьютерных программ, способных самостоятельно проводить операции по покупке и продаже финансовых инструментов. Чем больше электронный трейдинг завоёвывал мир, тем больше появлялось возможностей собирать данные на всех мировых рынках, анализировать их и создавать трейдинговые алгоритмы.

О доходах трейдеров ходили легенды. В начале 2000-х наиболее успешные зарабатывали по миллиону долларов в месяц. Главным их аксессуаром были дорогие часы, какой-нибудь Frank Mueller тысяч за 30 долларов или Breitling, наглядно говорящие о статусе их владельца. Часы были первой вещью, которую покупал добившийся успеха трейдер – именно они считались показателем успешности. А уже потом машина: «Феррари», «Бентли» или «Мерседес». И часы, и дорогая машина – это было вознаграждение самому себе за удачное нажатие кнопки, принёсшее богатство.

Большинству трейдеров 2000-х годов было не больше тридцати, обычно они обращались друг к другу, как в подростковых уличных компаниях, и одевались соответственно, в пёстрые футболки и шорты. Но вскоре на смену спортив-

---

<sup>554</sup> Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия. Уолл-стрит глазами очевидца / Р. Лейн. – М.: Юнайтед Пресс, 2011. – С. 71. «Некоторое время я работал банковским функционером, а потом стал серьёзным трейдером. Я греб деньги лопатой – для других и для себя... Я специализировался по золоту... Если вы держите хотя бы миллион или два долларов в золоте, вам не надо ходить в казино. А также смотреть кино или лазить в Фейсбук. Просто сидишь себе у экрана, глядишь на меняющийся в реальном времени график... Захватывающий интерес гарантирован, и никаких других сильных переживаний душе уже не надо» (Пелевин В. Лампа Мафусаила / В. Пелевин. – <http://bukva.org.ua>).

ного вида парням стали приходить молодые выпускники университетов, имеющие математические способности и развитую интуицию. Это позволяло им выявлять рыночные тренды и улавливать движения курсов ценных бумаг, пусть даже небольшие, на которых можно заработать. А дальше вопрос был только в размере позиции трейдера.

Если трейдер вкладывал свои 10 тысяч, он мог открывать позицию в 2 млн долларов по какому-нибудь синтетическому фьючерсному контракту типа колебаний курсов валют, или по другим ценным бумагам. Главное было определить для себя степень риска – грань, за которую нельзя переходить, иначе можно было легко оставить в виртуальных мирах Интернета целое состояние.

### *Кен Гриффин и Джеймс Саймонс*

Одним из самых знаменитых трейдеров был Кен Гриффин, создавший в Чикаго хедж-фонд Citadel Investment Group. Гриффин всегда любил риск – он начал торговать конвертируемыми облигациями, ещё когда учился в Гарварде. Основав свой фонд, он пригласил в него математиков, компьютерных инженеров и финансовых аналитиков, потратив немало времени и сил для создания математической модели арбитражных операций с конвертируемыми облигациями, которые можно обменять на акции. Его модель позволяла находить малейшую разницу в ценах, чтобы получить на этом прибыль.

Благодаря этому фонд Гриффина почти полностью отказался от трейдеров – их заменили компьютерные программы (как сейчас говорят, «роботы»; во времена Кена Гриффина их называли «чёрными ящиками»). Они проводили поиск по всем доступным электронным рынкам и самостоятельно совершали операции, когда находили условия, соответствовавшие заданным параметрам. И делали они это гораздо быстрее и эффективнее, чем живые трейдеры, занимающиеся скальпингом – получением прибыли на малейших колебаниях курсов. С 1998 года основной фонд «Цитадели» рос в среднем на 21% в год (в 2003 г. – 250 млн долларов, в 2004-м – 100 млн), а в 2007 году, когда все уже начали нести крупные убытки, «роботы» Кена Гриффина дали ему 32% прибыли.

Были и другие люди, зарабатывавшие в те годы на «чёрных ящиках» (или на алгоритмическом трейдинге, как

сказали бы сегодня) не меньше, а иногда и больше, чем Кен Гриффин. Джеймс Саймонс<sup>555</sup> создал своего «робота», чтобы скальпировать рынки, получая доход по несколько центов на очень большом количестве операций. Саймонс основал хедж-фонд Renaissance Technologies с центральным офисом в Нью-Йорке на Лонг-Айленде, получив доход 400 млн долларов в 2003 году и 500 млн в 2005-м.

### *Стиви Коэн*

Больше всего среди трейдеров прославился Стиви Коэн, заработавший 550 млн долларов в 2003 году и 650 млн в 2004-м. Причём это был не просто рост капитализации компании, а именно личный доход, который в любой момент можно положить в портфель и потратить. Стиви Коэн не фотографировался, избегал журналистов и требовал от своих сотрудников подписывать многочисленные документы о неразглашении информации. О нём, похожем внешне на провинциального бухгалтера, рассказывали легенды – говорили, что он математический гений, способный предвидеть движения цен на любые бумаги.

Офис хедж-фонда Стиви Коэна SAC Capital находился в Стэмфорде, небольшом городке недалеко от Нью-Йорка в штате Коннектикут, где в 2000-е годы появилось много финансовых компаний и филиалов банков. В фонде Коэна работало две сотни трейдеров и аналитиков, проводивших за день операции с 20 млн акций. Хотя в это время электронный трейдинг быстро вытеснял традиционных брокеров с Уолл-стрит, Коэн продолжал платить брокерам комиссию за сделки, потратив в 2004 году на это 250 млн долларов. От брокеров ему было нужно не просто исполнение сделок (это можно сделать с помощью компьютеров), а нечто гораздо более важное – информация.

Типичная тактика Коэна была простой – его трейдеры продавали без покрытия те или иные акции и смотрели, насколько в игру включаются остальные участники рынка. Когда курс акций падал, они выкупали по сниженной цене свои бумаги. Стиви Коэн и Кен Гриффин стали культовыми фигурами – в те годы было модно отдавать свои деньги в

---

<sup>555</sup> Когда-то он работал специалистом по шифрам Агентства национальной безопасности США, а потом стал профессором математики Калифорнийского университета в Беркли.



управление владельцам престижных хедж-фондов. Причём речь шла о крупных инвесторах – с мелкими хедж-фонды вообще не работали. В отличие от обычной схемы вознаграждения управляющих хедж-фондов – 2% от суммы активов плюс 20% прибыли, – Коэн стал брать 3% от суммы активов и 50% прибыли, но к нему всё равно шли инвесторы.

### *Безумные прибыли в 2007 году*

Даже по стандартам 2000-х годов «заработки за 2007 год были столь велики, что я просто не знал, как называть этих людей. Миллиардеры? Но таковыми все привыкли считать обладателей миллиардного состояния», хотя у некоторых один только годовой доход составлял миллиард долларов. Странно было бы сравнивать их, «делавших состояния из цифр и воздуха, со старомодными титанами индустрии, которые всю жизнь постепенно выстраивали компании, нанимали людей, производили какой-то товар». А эти люди «управляли самой доходной в человеческой истории денежной машиной, которая могла выдавать им по миллиарду каждый год»<sup>556</sup>.

Управляющий фонда Saxton Association Брюс Ковнер (в прошлом водитель такси) распоряжался активами стоимостью 12 млрд долларов. И хотя фонд в 2005–2007 годах имел нулевую доходность (при том что рынок ценных бумаг вырос на 5%), его клиенты платили 30% с дохода и 3% за управление (360 млн долларов) даже при нулевой доходности. В 2007 году Ковнер заработал после уплаты всех налогов 200 млн долларов не утруждая себя заботами о том, что бы фонд имел хотя бы какую-то доходность.

В фонде Omega Advisors, управлявшем активами на 5,6 млрд долларов (им руководил Леон Куперман, бывший ранее известным аналитиком из Goldman Sachs), доходность была лишь немного больше нулевой, но свои 150 млн долларов за 2007 год Куперман положил в карман. Да и Джон Меривезер из JWM Management, когда-то руководивший знаменитым фондом Long-Term Capital Management, тоже получил за этот год 100 млн долларов только за сам факт управления капиталом, хотя его новый фонд не отличался особой доходностью.

---

<sup>556</sup> Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия. Уолл-стрит глазами очевидца / Р. Лейн. – М.: Юнайтед Пресс, 2011. – С. 248.

Те же, у кого доходность была повыше, получили в этот предкризисный год ещё больше. Основное преимущество имели разработчики «роботов» – программ для алгоритмического трейдинга. Рынки перед кризисом были волатильными, а для «роботов» всякое колебание цен давало возможность получить прибыль. Особенно преуспел в этом фонд Renaissance Technologies Джеймса Саймонса, получившего в 2007 году доход 6 млрд долларов – даже больше, чем знаменитый Стиви Коэн. Фонд Коэна Medallion со схемой доходности «5 и 44» в этом году имел 70% годовой доходности, что составило около 5 млрд долларов, из которых лично Коэн получил 1,5 млрд. А Кен Гриффин положил себе в карман более 1 млрд долларов.

### *Джон Полсон*

Больше всего разбогатели те, кто понял приближение грандиозного краха и начал большую игру на понижение. Это были не только герои знаменитой книги Майкла Льюиса «Большая игра на понижение», но и другие не менее проницательные финансисты. Одним из них был Джон Полсон. Многие думали, что он родственник Генри Полсона (министра финансов США в 2006–2009 гг., в прошлом исполнительного директора Goldman Sachs), но они всего лишь одноклассники и ничем не похожи внешне. Хедж-фонд Paulson & Co появился ещё в середине 1990-х, хотя и не входил в число крупнейших. Джон Полсон потихоньку богател, хотя ничем особым не прославился. А накануне кризиса анализ рынка привел его к пониманию, что пузырь ипотечных бумаг обязательно лопнет, и произойдёт это в 2007 году. После этого Полсон начал игру на понижение индекса ABX, отражавшего состояние рынка рискованных (subprime) ипотечных бумаг. Расчёт оказался правильным, хотя больше всего он обогатился даже не на этом.

Через банк Goldman Sachs Полсон приобрёл крупный пакет наиболее низкокачественных CDO, в основе которых были самые рискованные (subprime) ипотечные облигации. После этого он дёшево купил у крупнейшей страховой компании American International Group (AIG) очень большое количество кредитно-дефолтных свопов, застраховав таким образом свой пакет CDO. В то время никто не рассчитывал на обвал рынка ипотечных бумаг, и замысел Полсона остался непонятным для AIG, иначе страховая компания никогда

бы не пошла на такой риск<sup>557</sup>. Когда начался обвал на рынке CDO, цены на кредитно-дефолтные свопы стали быстро повышаться – инвесторы были готовы платить за них любые деньги, чтобы получить хоть что-нибудь по своим CDO. К концу 2007 года активы фонда Полсона выросли с 7 млрд до 30. Его инвесторы сильно обогатились, а сколько заработал лично Полсон, точно не знает никто, хотя говорили, что это была самая выгодная сделка в истории.

Когда кризис пошёл на убыль и началось расследование, Комиссия по ценным бумагам и биржам предъявила претензии Goldman Sachs в том, что банк не мог не понимать цели Полсона, однако, несмотря на его игру на понижение, продолжал продавать своим клиентам CDO, против которых играл Полсон. Банку пришлось заплатить 550 млн долларов штрафа.

Полсон был не единственным, кто начал перед ипотечным кризисом игру на понижение. Фил Фолкоун из фонда Harbinger, в прошлом профессиональный хоккеист, занявшийся потом инвестициями на рынке недвижимости, тоже вовремя понял, к чему идёт дело. Он вложил 6 млрд долларов из своего фонда (управлявшего активами на 10 миллиардов) в короткие позиции по самым рискованным ипотечным бумагам. Когда эти бумаги рухнули, капиталы фонда увеличились до 20 млрд долларов, а лично Фолкоун положил в карман 2 миллиона. Ну а историю, описанную Майклом Льюисом в его книге, пересказывать не буду – её знают, наверное, все.

### *Мода на бонусы*

Система бонусов, расцветшая в предкризисные годы, в финансовых компаниях появилась сравнительно недавно. До 1971 года большинство крупных банков были партнёрствами. Подводя годовые итоги, партнёры делили между собой прибыль, а сотрудники получали зарплату, как любой наём-

---

<sup>557</sup> В 2008 году AIG оказалась на грани банкротства (в основном из-за кредитно-дефолтных свопов), и государству пришлось выдать ей крупнейший в истории кредит – 223 млрд долларов. Проблемы AIG возникли, конечно, не только из-за Полсона, хотя и его кредитно-дефолтные свопы внесли свой заметный вклад. Несмотря на тяжелое кризисное время, после получения этого кредита AIG первым делом выплатила своим топ-менеджерам бонусы и премии на 165 млн долларов, что вызвало сильное недовольство в обществе.

ный персонал. Но потом большинство крупных банков стали акционерными компаниями, рынок требовал от них постоянного улучшения финансовых результатов, а это зависело от мотивации сотрудников, причём не рядовых, а топ-менеджеров. Классическим примером стала история получения в 1987 году Майклом Милкеном огромного годового бонуса от Drexel Burnham Lambert – 550 млн долларов.

То, что в конце 1980-х казалось исключительным случаем, вскоре превратилось в распространенную практику. В 2000 году только лишь в штате Нью-Йорк банки выплатили сотрудникам годовые бонусы на общую сумму 19,5 млрд долларов. В 2001–2003 годах на фоне общей недолгой рецессии бонусы снизились, но уже в 2004 году выросли на 15%, в 2005-м – на 20%, в 2006-м – ещё на 17%. А в мировом масштабе бонусы в финансовом секторе достигли сотен миллиардов долларов<sup>558</sup>.

Основная часть бонуса (80–90%) выдавалась в начале следующего года одним чеком, и это вызывало наибольший ажиотаж – начинались покупки роскошных квартир, домов, дорогих машин. А неопределённость в отношении размера бонуса (до последнего момента он был неизвестен и его определял непосредственный руководитель) ещё больше усиливала этот ажиотаж.

Порочность такой практики была в том, что о долгосрочных перспективах компании уже никто не думал. Бонус платили по итогам года, и если для его получения необходимо было купить какие-нибудь низкокачественные рискованные финансовые инструменты, которые потом обесце-

---

<sup>558</sup> В 2006 г. вице-президент банка со стажем работы четыре года получал за год в среднем 100 тыс. долларов зарплаты и 450 тыс. бонусов. Со стажем семь лет – 125 тыс. зарплаты и 1,3 млн бонусов. Управляющие директора – в среднем по 175 тыс. долларов зарплаты и по 2,5 млн бонусов (Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия. Уолл-стрит глазами очевидца / Р. Лейн. – М.: Юнайтед Пресс, 2011. – С. 152–153). В 2016 г. аналитик получал за год в среднем 125 тыс. долларов (89 тыс. зарплаты и 36 тыс. бонусных выплат), вице-президент финансовой компании – 294 тыс. (171 и 123 тыс. соответственно), исполнительный директор – 786 тыс. (378 и 408 тыс. долларов). Много это или мало для Америки? Доход семьи – в среднем 55 тыс. долларов в год. А чтобы попасть в 1% богатой элиты нужно иметь доход 389 тысяч долларов в год. До кризиса 2007–2009 гг. доходы финансистов были гораздо больше. В 2006 г. средний размер бонусов был более 180 тыс. долларов, в 2016 – 138 тыс. долларов (<http://www.businessinsider.com>). Впрочем, такие гиганты, как Ллойд Бланкфейн, главный исполнительный директор компании Goldman Sachs, в 2016 году получил 22 млн долларов (зарплата 2 млн долларов в год, бонус 4 млн наличными, бонус акциями компании – 16 млн).

няться или окажутся никому не нужными, руководство компаний и трейдеры не легко шли на это.

### *От риска к мошенничеству*

В начале 2000-х схемы мошенничества, связанные с электронным трейдингом, стали куда более изощрёнными, чем во времена Ника Лисона. В 2002 году трейдер из Лондона Энтони Уорд анонимно через Интернет скупил на бирже LIFFE фьючерсные контракты на какао, намеренно создав его дефицит на рынке. Начался рост цен, и Энтони положил в карман 15 млн долларов. В сущности, его трудно в чём-то обвинять – в таких операциях не было ничего противозаконного.

В августе 2004 года пять трейдеров банка Citigroup задумали еще более лихую операцию, названную ими «Доктор Зло» по имени персонажа одного из популярных кинобоевиков тех лет. Они продали без покрытия за несколько секунд британские государственные облигации на сумму 16 млрд долларов. Так как никто не знал, что продажи ведут всего лишь пять человек, связанных между собой, создавалось впечатление, что на рынках началось общее понижение. Это привело к панике на европейских биржах и обвалу котировок на другие бумаги. Через несколько минут пять трейдеров выкупили свои облигации по более низкой цене, вернули их владельцам и закрыли короткую позицию. Чистая прибыль составила 20 млн долларов.

Разгорелся скандал и началось масштабное расследование, чтобы понять, как пять трейдеров одного банка, пусть крупного, смогли обвалить рынок государственных облигаций в основных странах Европы. Трейдеров сразу уволили из Citigroup, а банк был оштрафован британским Управлением финансовых услуг на 14 млн фунтов (по курсам 2005 года – более 20 млн долларов). Но проблему это не решало – ничто не мешало повторению подобных операций.

### *Трейдеры и банки*

В те годы многие банковские трейдеры начинали собственный бизнес и становились создателями хедж-фондов. Особенно много было трейдеров из Goldman Sachs, начавших уходить из банка в 2005 году. Первым пошёл по такому

пути Эрик Миндич, в 27 лет ставший партнёром Goldman. Несмотря на то, что в банке он получал 15 млн долларов в год, Эрик с тремя другими трейдерами решил уйти и основал свой хедж-фонд Egon Park с начальным капиталом 3 млрд долларов. Через год доход Миндича составлял 100 млн. За ним последовал начальник отдела арбитражных операций Динкар Сингх, создавший хедж-фонд TPG Ахон с капиталом 3 млрд долларов. Затем ушёл ведущий валютный трейдер Джефф Грант и многие другие.

Goldman Sachs и прочие крупные банки поняли тенденцию, и раз на операциях с рискованными деривативами можно было заработать огромные деньги, решили начать торговать на собственные капиталы, подобно тому как это делали хедж-фонды. Теперь банки были готовы платить большие бонусы своим лучшим трейдерам, только чтобы удержать их от перехода в хедж-фонды. Так, Goldman заплатил своему трейдеру Ранану Эйгусу 100 млн долларов в год, выделив ему 10 млрд долларов для проведения сделок по своему усмотрению.

### *Гринвич, столица хедж-фондов*

Гринвич, небольшой городок с населением 60 тысяч жителей в штате Коннектикут между Нью-Йорком и Стэмфордом, приглянулся разбогатевшим трейдерам и управляющим хедж-фондами. В середине 2000-х годов он стал пятым глобальным финансовым центром после Нью-Йорка, Лондона, Чикаго и Гонконга. В это десятилетие хедж-фонды быстро росли по всему миру – от 2500 фондов с активами 350 млрд долларов в 2000 году до 12 250 с активами 1,4 трлн долларов в 2005 году. Около 10% этих активов управлялись из Гринвича.

Когда-то в начале XX века здесь строили коттеджи для состоятельной нью-йоркской элиты. А потом в 1994 году в Гринвиче поселился Пол Тюдор Джонс, один из крупнейших инвесторов<sup>559</sup> и основатель компании по управлению хедж-фондами Tudor Investment Corporation. Он приобрёл

---

<sup>559</sup> Его состояние в 2010 году оценивалось в 3,2 млрд долларов. О популярности Джонса говорит тот факт, что в своем фонде он брал 4% от стоимости активов и 23% прибыли. Это, конечно, не Стиви Коэн с его схемой «3 и 50», но тоже немало. Инвесторов это не отпугнуло от Джонса – они все равно несли к нему свои капиталы.

большой старинный дом с видом на пролив Лонг-Айленд, чтобы снести его и построить новый роскошный особняк.

В 1998 году в Гринвиче поселился Стиви Коэн, купивший за 14,8 млн долларов дом 1920-х годов с 30 комнатами вместе с участком земли почти в шесть гектаров. Он потратил ещё 10 миллионов, чтобы переделать там всё по своему вкусу, и обнёс свою резиденцию, названую La Casa<sup>560</sup>, стеной высотой в три с половиной метра. Безопасность сильно беспокоила богатых обитателей Гринвича, особенно Стиви Коэна. Чего только не было в La Casa – сад, пруд, гигантский фонтан, теннисный корт, поле для гольфа, картинная галерея и многое, многое другое. Построено всё было с размахом.

### *Стриптиз и кокаин*

Напряжённый стиль работы трейдеров, да и вообще в финансовом бизнесе (особенно в крупных инвестиционных банках) выдержать было нелегко. Хотя эта работа неплохо оплачивалась, она отнимала всё время и силы не только у банковских аналитиков (низшей степени в иерархии), но и у associates – менеджеров, и у вице-президентов. У многих не оставалось возможности ни для создания семьи, ни хотя бы для долгосрочных отношений – единственным развлечением оставались быстрый доступный секс под кокаином в стриптиз-клубах или возможность иногда выпить на редких корпоративных вечеринках<sup>561</sup>. «Марк протянул мне баночку с кокаином. “Вот он, настоящий билет на Уолл-стрит. Не считая шлюх, конечно”»<sup>562</sup>.

«Для трейдеров от Хьюстона до Чикаго и от Лондона до Нью-Йорка общение в стриптиз-клубах было частью культуры. Для них это было так же естественно, как взять двойной латте и черничный пирог в Starbucks. Это был побочный продукт профессии, которая на протяжении веков оставалась сугубо мужской и в которой выше всего ценились мужественность и сексуальная агрессивность». Потому

---

<sup>560</sup> «Дом» по-испански.

<sup>561</sup> Образ жизни банковских менеджеров хорошо описан (на собственном опыте) в книге Джона Рольфа и Питера Трууба (Рольф Д. Мартышкин труд. Уолл-стрит изнутри / Д. Рольф, П. Трууб. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012).

<sup>562</sup> Белфорт Д. Волк с Уолл-стрит / Д. Белфорт. – М.: АСТ, 2014. – [www.litres.ru](http://www.litres.ru).

во второй половине XX века к идее, что «стриптиз-клуб является продолжением конференц-зала финансовой компании относились снисходительно и зачастую поощряли»<sup>563</sup>.

Вечеринки обычно начинались в каком-нибудь ресторане типа стейк-хауза Maloney & Porcelli, одном из мест встреч трейдеров, где на больших экранах круглосуточно шли финансовые новости CNBC, а заканчивались в клубах, таких как Penthouse Executive Club. Среди трейдеров Нью-Йорка в середине 2000-х годов особенно популярным был ресторан «Дао», оформленный в китайском стиле. «Это был рынок человеческого мяса, одно из тех мест, где совершается классическая уолл-стритовская сделка: красота за деньги. Бледные, слегка располневшие парни в костюмах от Kiton за 4 тысячи долларов покупают выпивку для податливых женщин, одетых так, что мама дорогая. Громкая музыка очень удачно заглушает вялую беседу, и сосредоточиться здесь на чём-то крайне сложно». На втором этаже ресторана был бар, откуда был виден «гигантский, улыбающийся золотой Будда, надзирающий за творящимся у его ног безобразием»<sup>564</sup>.

«Управляя портфелем стоимостью, эквивалентной ВВП Эквадора, я почти перестал бывать дома и совсем забросил детей» – вспоминал Питер Линч, руководивший в 1980-е годы взаимным фондом Fidelity Magellan Fund. – «Если человек начинает путать названия организаций с именами членов своей семьи, помнит две тысячи кодов акций, но забывает о дне рождения детей, это верный признак, что он заработался... Осознав, что уже пережил своих родителей, начинаешь чувствовать, что и ты не вечен. Начинаешь понимать, что жизнь – это краткий миг, после которого наступают небытие. Начинаешь жалеть, что... не накатался на лыжах, не наигрался в послеполуденный футбол»<sup>565</sup>.

---

<sup>563</sup> Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия. Уолл-стрит глазами очевидца / Р. Лейн. – М.: Юнайтед Пресс, 2011. – С. 88.

<sup>564</sup> Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия. Уолл-стрит глазами очевидца / Р. Лейн. – М.: Юнайтед Пресс, 2011. – С. 37.

<sup>565</sup> Линч П. Переиграть Уолл-стрит / П. Линч. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – С. 9–10.



## *И снова Лондон*

### *Трейдеры в Англии*

В США трейдеры занимались своим бизнесом во многих крупных городах, хотя биржи и банки были сконцентрированы в Нью-Йорке, фьючерсные биржи в Чикаго, а хедж-фонды в Гринвиче. А в Англии большинство трейдеров вели операции в центре Лондона – Сити. И это при том, что немало английских банков переселилось в новый деловой район Canary Wharf в восточной части города, а хедж-фонды – в элитный Mayfair.

Сосредоточенность английских трейдеров в одном месте привела к появлению небольшого замкнутого сообщества. По склонности к роскоши и размаху траты денег британские трейдеры даже превосходили американских. В Лондоне считалось совершенно нормальным оставить на пару дней свой «Феррари» на улице, а один из трейдеров несколько месяцев не вспоминал об одном из своих где-то забытых дорогих спорткаров, пока ему не позвонили из полиции. У замкнутого мира лондонских трейдеров были свои любимые бары и клубы, в том числе частное казино Fifty, где нужно было платить немалые членские взносы за право проиграть свои деньги.

В 2006 году британский фунт был в два раза дороже доллара, и Штаты стали сплошным дисконтным супермаркетом для британцев. Они внесли немалый вклад в раздувание спекулятивного пузыря на рынке недвижимости – около 30% дорогого жилья в Нью-Йорке в те годы приобрели иностранцы, преимущественно англичане. А рейс Нью-Йорк – Лондон стал одним из самых востребованных. Каждый день им летали десятки трейдеров и банкиров. Понятно, что летали они первым классом, и стоимость перелёта (в то время около 8 тысяч долларов туда и обратно) оплачивали банки и трейдинговые компании<sup>566</sup>.

---

<sup>566</sup> Скоро количество пассажиров первого класса настолько возросло, что три авиакомпании начали специальные рейсы из Нью-Йорка в Лондон, где все места были только для финансовой элиты. На рейсах компаний MAXjet и Silverjet летали самолёты «Боинг-767», где вместо обычных 200 мест было 102 места бизнес-класса, но дальше всех пошла компания Eos – в её самолётах «Боинг-757» вместо 220 мест было 48 мест первого класса, больше похожие на комфортабельные квартиры, в которых кресла раскладывались либо в двухметровые кровати, либо в рабочие столы.

Возвышение Лондона в начале 2000-х годов происходило за счёт притока иностранных капиталов. В этом городе их всегда хватало, особенно арабских. Но когда сюда устремились триллионы из России, Лондон стал переполнен свободными капиталами<sup>567</sup>. В середине 1990-х присутствие русских в Лондоне, да и в Англии в целом было мало заметно. Изредка русский акцент можно было услышать в каком-нибудь ресторане в лондонском Мэйфэйре, но не более. В те годы «новые русские» если и приезжали в Лондон, то по делам или чтобы потратить деньги на покупки. Никто из них не собирался сюда переселяться, да и британскую визу тогда было получить намного сложнее, чем после ослабления визового режима в конце 1990-х годов.

Однако с начала 2000-х в Великобританию стали массово прибывать русские эмигранты – и миллионеры, и средний класс. Это было связано со сменой власти в России, уходом Ельцина и окончанием либеральной эпохи свободного предпринимательства. Многие почувствовали, к чему идёт дело, и решили срочно эмигрировать, чтобы сохранить свои капиталы и самих себя. В 2008 году русских было в Лондоне около 300 тысяч<sup>568</sup>, для них издавались четыре газеты на русском языке и журнал *New Style*, а количество русских клубов быстро росло. Основная часть этой волны эмиграции принадлежала к среднему классу. Они решили избавиться от влияния криминала и политической неопределённости в России, поселившись в Лондоне. Некоторые перевезли туда свои семьи, а сами пока ещё продолжали работать в Москве, прилетая в Лондон в пятницу вечером на выходные.

Были среди этой волны эмигрантов и миллиардеры, решившие уехать из России по тем же соображениям – из опасения ареста и конфискации имущества. Вероятно, примером для них стала известная история бегства Бориса Березовского. В те годы многие российские олигархи были арестованы в Испании, Италии, Франции и США. А Великобритания отказалась удовлетворять любые требования рос-

---

<sup>567</sup> Подобное уже было когда-то в начале XIX века, когда капиталы из оккупированного Наполеоном Амстердама потекли в более спокойное и выгодное место – Лондон.

<sup>568</sup> Холлингсуорт М. Лондонград. Из России с наличными. История олигархов из первых рук / М. Холлингсуорт, С. Лэнсли. – М.: Астрель, 2010. – С.16.

сийских властей по выдаче эмигрантов, и они почувствовали себя в Лондоне под надёжной защитой.

Кое-кто переселился в Израиль, Швейцарию и Нью-Йорк, но большинство выбрало Лондон, стимулируя головокружительный рост цен на элитную недвижимость и предметы роскоши. Русских олигархов привлекали в этом городе мягкая система налогообложения, либеральные банковская система и законы, да и сам спокойный образ жизни. Всего с 2000 по 2008 год в Англию переместились триллионы фунтов иностранного капитала – преимущественно из России. Для финансистов и банкиров из лондонского Сити настало золотое время – свободных капиталов было предостаточно, главное было знать, как их с толком использовать. Когда эта волна эмиграции только начиналась, британское правительство не интересовалось, где и как были заработаны деньги русских олигархов, и не предполагало, насколько за русскими капиталами в Англию потянутся сложные разборки.

### *Соперник Нью-Йорка*

Влияние Лондона в те годы быстро росло, и он снова стал финансовой столицей мира, более притягательной для капиталов, чем Нью-Йорк. После террористического акта 11 сентября 2001 года и серии крупных корпоративных скандалов в США был принят закон Сарбейнса – Оксли, ужесточивший требования к раскрытию финансовой информации, бухгалтерской отчётности и допуску ценных бумаг на Нью-Йоркскую биржу. Усложнились и правила въезда в США. Нью-Йорк стал менее привлекательным местом для бизнеса, и финансовые потоки устремились в Лондон, где задавали гораздо меньше вопросов о происхождении денег.

Ну и, конечно, привлекали возможности «оптимизировать» уплату налогов – в Лондоне финансовые технологии сокрытия своего богатства достигли совершенства, и там легко найти опытных консультантов, помогающих решить любые вопросы. Недаром этот город считался одним из крупнейших офшорных центров наряду со Швейцарией и Каймановыми островами. По британским законам, если иностранцы заявляли, что они не проживают в Англии постоянно (при этом они могли иметь британский паспорт и фактически жить там много лет), то облагаются налогами только

их доходы в Соединённом Королевстве<sup>569</sup>, а о доходах в других странах (часто основных и огромных) никто не задавал вопросов.

## ***Возвышение Китая***

### *На пути реформ*

Когда задумываешься об экономической истории Китая, вспоминаются слова Фернана Броделя «мир-экономика». Китай – это действительно целый отдельный, существующий уже тысячи лет мир со специфической экономикой, развивающейся по своим законам, не всегда нам понятным. Желая сохранить верность многовековым традициям, Китай долго старался изолироваться от влияния Запада, но это ему так и не удалось. Затем наступила эпоха китайского коммунизма с радикальными экономическими экспериментами Мао, и уровень жизни сильно снизился. В 1950 году ВВП на душу населения Китая (448 долларов) был меньше чем в 1820 году (600 долларов)<sup>570</sup>.

В превращении Китая из изолированной коммунистической страны с централизованным планированием в относительно открытую рыночную экономику решающую роль сыграл Дэн Сяопин (1904–1997)<sup>571</sup>, бывший убеждённым марксистом, но в то же время и весьма прагматичным лидером. Путь к рыночной экономике начался в 1978 году, когда после сильной засухи власти были вынуждены ослабить административный контроль над сельским хозяйством. Крестьянам разрешили оставлять себе часть урожая для продажи, и это сразу увеличило производство сельхозпродукции.

---

<sup>569</sup> С 2008 года такие иностранцы должны платить налог 30 тысяч фунтов в год, но понятно, что для миллионеров и миллиардеров эта сумма не существенна.

<sup>570</sup> По оценкам Мэддисона, в 1820 году по уровню ВВП (228 600 млн долларов по курсам 1990 года) Китай превосходил всю Западную Европу (159 851 млн долларов), хотя по ВВП на душу населения (600 долларов) в два раза отставал от Европы (в среднем 1202 доллара), особенно от Англии (2122 доллара) и Нидерландов (1838). В 2003 году ВВП Китая (6 188 млрд долларов) был сопоставим с ВВП Западной Европы (7 857 млрд) и США (8 431 млрд), а вот ВВП на душу населения Китая (4803 доллара) заметно уступал странам Западной Европы (19 912 долларов) (Мэддисон Э. Контурь мировой экономики в 1–2030 гг. Очерки по макроэкономической истории / Мэддисон Э. – М.: Изд. Института Гайдара, 2012. – С. 184–185, 478).

<sup>571</sup> Он фактически руководил Китаем после смерти Мао – с конца 1970-х годов до начала 1990-х, хотя формально и не занимал высших постов.

После этого удачного эксперимента началось дальнейшее дерегулирование сельского хозяйства и усиление в нём рыночных элементов. Успех в сельском хозяйстве подтолкнул руководство Китая к реформам в промышленности.

Первые послабления контроля были небольшими, но они дали заметный рост производительности, что стало решающим аргументом в пользу реформаторов, предлагавших разрешить в Китае элементы рыночной экономики. Конечно, капитализмом никто это не называл. Дэн Сяопин говорил о «социализме с китайским лицом» и «рыночном социализме». Он и другие здравомыслящие люди в китайском руководстве понимали ограниченные возможности плановой экономики социализма; видели они и успехи рыночной экономики на Западе. И в конце 1980-х годов началось дерегулирование розничных цен, что стимулировало привлечение иностранных инвестиций. В 1991 году две трети розничных цен уже были рыночными. А снижение налогов на импорт повысило прибыльность китайского экспорта.

Казалось, проблемой в развитии рыночной экономики в Китае станет влияние коммунистических традиций. Но китайцы оказались более прагматичными, чем можно было думать. «Не припомню, чтобы на многочисленных встречах с чиновниками от экономики и финансов при мне упоминали коммунизм или Маркса... В Китай я попал первый раз в 1994 году, к тому времени реформы шли уже не первый день. Всякий раз, оказываясь в Китае, я поражался произошедшим с прошлого визита изменениям... На полях, остававшихся неизменными тысячелетия, ныне поднимаются небоскрёбы. Безликая униформа, в которой ходили многие поколения китайцев, уступила место буйству красок. С увеличением доходов населения появилась покупательская культура», а реклама, «ещё недавно отсутствовавшая в Китае, – одна из самых быстро растущих отраслей»<sup>572</sup>.

В Китае, где ещё недавно преобладали коллективные хозяйства (характерные для социалистической плановой экономики), стали появляться, пусть и неотчётливые, права собственности – в том числе и на городскую недвижимость. Без таких прав давно бы прекратились иностранные инвестиции – не только в недвижимость, но и в ценные бумаги. Для инвесторов важно иметь уверенность в получении дохо-

---

<sup>572</sup> Гринспен А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – 2-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 288–289.

да, как и в том, что первоначальные вложения удастся вернуть<sup>573</sup>. Под руководством своей коммунистической партии китайцы успешно провели либерализацию экономики, и это (в сочетании с централизованным государственным управлением) обеспечило условия для экономического роста, который сегодня очевиден для всех.

Когда возникает вопрос, как связаны демократия и экономический рост, сразу напрашивается ответ, казалось бы, логичный – более демократические страны развиваются быстрее. Но пример быстро растущих экономик стран Азии (Южной Кореи, Тайваня, Сингапура, Китая), где устройство общества далеко от демократии в европейском понимании, но, несмотря на это, для бизнеса созданы благоприятные условия, показывает, что ответ не так уж однозначен. Оказывается, быстрый экономический рост возможен и без демократических институтов. Азиатские технократы смогли обеспечить более высокие темпы роста, чем в демократических странах Запада<sup>574</sup> – сегодня с этим никто уже не спорит. Действительно, если либерализовать бизнес, сохраняя авторитарный стиль управления страной, то можно искусственно стимулировать быстрый рост, и пример Китая это доказывает. Другое дело, что без надёжного фундамента демократических институтов долго этот рост длиться не сможет.

В Китае стали перенимать многие черты западной культуры, в том числе и культуры бизнеса. Характерным стал (как когда-то в Японии) рост количества гольф-клубов, классического атрибута западного стиля бизнеса. Здесь больше чем в Америке симфонических оркестров, исполняющих западную классическую музыку. Не знаю, как китайские коммунисты будут решать эту проблему – ведь в Советском Союзе одной из основных причин его распада стало именно влияние на умы западного стиля жизни с его либеральными ценностями. Впрочем, у китайцев свой менталитет.

Западная культура бизнеса во многом проникала в Китай через Гонконг. Когда в 1997 году он был возвращён Китаю, тот обязался сохранять там капитализм на протяжении 50 лет. Трудно было представить себе, как в одной стране будут уживаться капитализм и коммунизм, и многие думали,

---

<sup>573</sup> Право собственности на частное имущество было провозглашено в марте 2007 года Всекитайским собранием народных представителей.

<sup>574</sup> С 2008 по 2012 г. в среднем 9% в год, а в странах ОЭСР – в среднем 0,9% (Койл Д. ВВП: Краткая история, рассказанная с пиететом / Д. Койл. – М.: Изд. Высшей школы экономики, 2016. – С. 116).

что КНР поглотит гонконгский капитализм бесследно. На деле же в духе лозунга Дэн Сяопина «Одна страна – две системы» огромный Китай не только не насаждал в маленьком Гонконге коммунистическую культуру, но и сам стал перенимать элементы капиталистической экономики и образа жизни Гонконга.

Однако после первоначального всплеска активности во время основных реформ Дэн Сяопина либерализация экономики замедлилась. Основная причина этого была в неправильной валютной политике и законах, жёстко регулирующих переселение людей из сельской местности в города. От этих атрибутов централизованного планирования необходимо было срочно отказываться. Особенно это касалось курса национальной валюты – юаня (женьминьби), нереалистично завышенного в начале 1980-х годов. По этой причине международные торговые операции не велись по официальному курсу, а цены в долларах китайским экспортёрам приходилось завышать, чтобы компенсировать убытки. Нужна была девальвация юаня, но сделать это удалось только в 1994 году. Курс национальной валюты понизился с 2 юаней за доллар до 8. После того как валютный курс стал свободным, начался стремительный рост китайского экспорта, увеличившегося с 18 млрд долларов в 1980 году до 970 млрд в 2006 году (в среднем по 17% в год).

С тех пор не прекращаются разговоры о том, не манипулирует ли Китай намеренно курсом своей валюты, чтобы получить преимущество в глобальной торговле<sup>575</sup>. Считается, что КНР сознательно занижает курс своей валюты, чтобы снижать цены на китайские товары, заполнившие весь мир. Наивно было бы считать, что если за счёт роста торговых пошлин в Америке или Европе повысить цены на китайские товары, чтобы их меньше покупали, возрастет спрос на товары западных производителей. Не возрастет, потому что они всё равно будут намного дороже. К тому же торговые операции с Китаем способствуют привлечению китайских инвестиций в экономику западных стран, особенно США.

---

<sup>575</sup> Дискуссия на эту тему продолжалась и после кризиса 2007–2009 годов. Как заявил Тимоти Гайтнер, министр финансов США при Обаме, президент подозревает китайские власти в намеренной манипуляции курсом юаня для снижения цен на свои товары и торговой экспансии. По словам Гайтнера, президент делает всё возможное, чтобы «государства, подобные Китаю, не смогли в дальнейшем безнаказанно подрывать принципы справедливой торговли» (Hearing on Confirmation of Mr. Timothy F. Geithner to be Secretary of U. S. Department of Treasury. – Jan. 21, 2009. – [www.finance.senate.gov](http://www.finance.senate.gov)).

Чтобы поддерживать заниженный курс, центральный Народный банк Китая должен в огромных количествах покупать доллары, да и китайские компании обменивают на юани доллары, полученные от продажи своих товаров в Америке. Банк Китая накопил огромные долларовые резервы, в 2007 году достигшие 1 трлн. Так как на внутреннем рынке эти резервы использовать нет возможности, Китай даёт их в долг казначейству США, вложив в американские государственные облигации более триллиона долларов США, а также инвестируя капиталы в американские предприятия<sup>576</sup>.

Впрочем, не стоит обольщаться – в Китае нет четырёх принципиально важных элементов демократии: свободных средств массовой информации, неправительственных организаций, политической оппозиции и независимой судебной системы. До сих пор разрешение судебных споров, в том числе экономических, чаще всего происходит по политическим предпочтениям. Работа государственных коммерческих предприятий неэффективна, финансовый сектор слаб, а общий уровень бедности в стране очень высок.

### *Аутсорсинг и постиндустриальная мечта*

Мода на аутсорсинг, появившаяся в мире на рубеже XXI века, создала для Китая совершенно уникальную возможность, и он ей в полной мере воспользовался. Первые формы промышленного аутсорсинга появились ещё в начале XX века. Англия стала переносить текстильные предприятия в Индию, а Бельгия и Франция – металлургические заводы на восток Украины, где начали разрабатывать богатые залежи железной руды и угля. Близость сырья, относительно дешёвой рабочей силы и местных рынков сбыта давали возможность заниматься всеми этими грязными и пыльными промышленными процессами где-то далеко от своих родных стран, экспортируя чистую прибыль. Затем Первая мировая

---

<sup>576</sup> Lindsey L. Yuan compromise? / L. Lindsey // Wall Street Journal. – 2006. – Apr. 6. Хиллари Клинтон (в то время государственный секретарь США) во время визита в Китай в феврале 2009 г. настойчиво рекомендовала китайским властям продолжать покупать американские облигации. По её словам, если американская финансовая система понесёт убытки, это будет «не в интересах Китая», так как «взлёт или падение наших стран произойдёт одновременно» (Bloomberg: Clinton Urges China to Keep Buying Treasuries. – <http://joeslat.blogspot.com/2009/02>).



война и «Великая депрессия» 1930-х годов надолго прервали эти начинания.

В конце 1990-х годов, во время расцвета постиндустриальной экономики, когда сам факт её появления стал очевидным для многих, в развитых странах Запада зародилась «великая постиндустриальная мечта». Мечта о том, что хорошо было бы избавиться от всех этих грязных и шумных фабрик и заводов, чтобы заняться сугубо креативной деятельностью – создавать новые технологии, новые бренды и новые миры (и мифы) медиакультуры. И управлять финансовыми потоками, получая от этого прибыль. А производство со всеми его издержками и дымящими трубами пусть будет где-то далеко – где угодно, на другом краю света.

Это было бы исполнением мечты Даниэля Белла и Теодора Роззакса – триумф постиндустриализма в его чистом виде. Жить в тихих и зелёных небольших городках, где расположены филиалы всяких высокотехнологических компаний (от Google и Apple до множества других, менее известных), банков и хедж-фондов. Сидеть целыми днями в открытых летних ресторанчиках со своими ноутбуками, пить бесконечное количество чашек кофе латте<sup>577</sup>, и генерировать новые идеи, легко и без напряжения обеспечивающие миллионные прибыли. А в свободное от работы время строить и перестраивать свои роскошные дома, тратить немалые деньги на жён и подруг, желающих проводить время в лучших отелях на Мальдивах и Сейшелах. А ещё посещать занятия по йоге и лекции по китайской (!) философии даосизма, чтобы потом лениво рассуждать, чем «дао Тойоты» отличается от «дао Фейсбука». А мимо этих открытых ресторанчиков и кофе-хаузов, где сидят за компьютерами творцы «новой экономики», по тенистым зелёным бульварам неспешно едут на белых «Лексусах» их жены и подруги, направляясь в оформленные по последнему слову китайского (!) фэн-шуй спа-салоны, чтобы релаксировать там под китайскую (!) музыку.

Образ такого насыщенного деньгами, высокими технологиями и креативными идеями «кофейного городка» (latte town) конца 1990-х красочно описал Дэвид Брукс на приме-

---

<sup>577</sup> Среди интеллектуалов в компаниях «новой экономики» конца 1990-х пиво и вино стали немодными – они рассеивают ясность ума, столь необходимую, чтобы порождать новые идеи. А кофе, как давно уже известно, ясность ума повышает (если, конечно, не связываться с нелегальным кокаином, столь любимым трейдерами).

ре Берлингтона в штате Вермонт<sup>578</sup>. Через пару лет после первого издания книги Брукса (в 2000 году) я читал в какой-то американской газете статью о том, что Брукс сильно всё приукрасил, и на самом деле Берлингтон гораздо проще, и к тому же увяз в своих локальных проблемах. Но, как там было на самом деле в каком-то далёком Берлингтоне (и многих других подобных городках), для нас сейчас уже не важно. Важно, что такая «великая постиндустриальная мечта» действительно вдохновляла многих – в том числе и трейдеров, хотевших делать миллионы, сидя с компьютером под пальмами в Таиланде или в Коста-Рике.

И тут, как раз на волне этой мечты, появился Китай, готовый заняться производством любых промышленных товаров. И в любом количестве. В 2001 году он вступил во Всемирную торговую организацию, после чего пошёл процесс его интеграции в глобальный рынок и в мировые финансовые институты. А когда начался перенос многих промышленных предприятий в Китай, там наступил золотой век. Во всяком случае для тех, кто получал прибыли от промышленного аутсорсинга. Золотой век наступил и для обитателей «кофейных городков» – они подсчитывали прибыли на собранных в Китае (!) ноутбуках и планшетах, продолжая релаксировать под китайскую (!) музыку.

Увлечение аутсорсингом было наибольшим в первой половине 2000-х годов. После кризиса 2007–2009 гг., ослабившего Запад и усилившего Китай, многие (включая президента США Барака Обаму, не говоря уже о Дональде Трампе) стали критиковать компании, переносившие производство и рабочие места за границу. Ведь развитые страны Запада, в первую очередь Америка, лишают работы своих граждан (хотя с 2000 по 2015 год из-за аутсорсинга каждый год оставалось без работы 4% от общего количества всех сокращённых рабочих мест). И утрачивается промышленность – говорили они. Это верно.

Но верно и другое. Однажды Обама прямо спросил Джобса, тогда еще живого, как вернуть производство айфонов в Штаты. Джобс сказал, что такой возможности в принципе нет. Просто нет такого количества рабочих. На китайском заводе, где собирают айфоны, работает 230 тысяч человек. В Штатах только в 50 городах есть достаточное количество рабочей силы, но люди уже заняты работой, к кото-

---

<sup>578</sup> Брукс Д. Бобо в раю. Откуда берётся новая элита / Д. Брукс. – М.: Литрес, 2014. – С. 112–118.

рой привыкли. Трудно представить, что они бросят свою работу и пойдут собирать айфоны. К тому же, в сервисном секторе экономики постоянно появляются новые рабочие места. Причем не только в ресторанах или отелях, а и в сфере высоких технологий.

Аутсорсинг удешевил многие товары, в том числе и компьютеры вместе со смартфонами. Если бы они производились не в Китае, а Штатах (не говоря уже про Европу), то были бы гораздо дороже. И для большинства сегодняшних пользователей по цене просто недоступны. Дорогие компьютеры были бы только в распоряжении элиты, крупных компаний и военных. Не было бы ни широкого распространения социальных сетей, ни Viber, ни Youtube – ведь всё это основано на недорогом массовом доступе к Интернету. И мир был бы тогда совсем другим.

Благодаря аутсорсингу китайцы получили самые современные технологии и полностью модернизировали свою промышленность – в отличие, кстати, от некоторых нефтедобывающих стран, где не было создано ничего, а нефтедоллары пошли на дворцы и приватные вертолёты для олигархов. И когда сегодня смотришь на преобразившиеся китайские города, на все эти сверкающие новые небоскрёбы Шанхая или Гуанчжоу, невольно сравнивая их с изрядно запылывшими от времени небоскрёбами Нью-Йорка, приходит мысль, что будущее принадлежит Китаю. Если бы не одно «но» – китайские коммунисты, у которых неизвестно что на уме. И большое количество вполне современного ядерного оружия, которое китайцев когда-то научили делать по своей «душевной широте» русские. Остаётся надежда только на то, что китайские коммунисты – уже давно, со времён Дэн Сяопина, коммунисты только формально, а на деле – обычные прагматичные капиталисты.

В чём же секрет быстрого роста Китая? Возможно, «успех Китая в немалой степени объясняется тем, что он не перенял нашу модель мутированного капитализма, где господствует повальное увлечение кредитами при отсутствии государственного регулирования, и не поддался влиянию большинства развивающихся стран, которые оформляли займы, опрометчиво соглашаясь на условия Всемирного банка, и проводили программы структурной перестрой-

ки»<sup>579</sup>. Не знаю, действительно ли причина в этом – я не жил в Китае и не настолько хорошо знаю эту страну.

### *Симбиоз США и Китая*

Аутсорсинг и перенос промышленного производства в Китай привёл к возникновению глобального дисбаланса инвестиций и сбережений. В то время как уровень сбережений в США и других странах с развитыми финансовыми рынками снизился и достиг минимальных величин (при росте потребления за счёт легко доступных кредитов<sup>580</sup>), в Китае и других государствах Юго-Восточной Азии в начале XXI века сбережения быстро росли, а возможности их инвестировать были ограниченными.

Такой дисбаланс заставлял искать возможности вложения капиталов в других местах. В те годы «существовала некая симбиотическая связь между США, готовыми потребить больше, чем производится в самой стране, и Китаем вкупе с другими азиатскими экспортёрами, готовым произвести больше, чем в состоянии самостоятельно потребить. Соединенные Штаты увеличивали внешний долг, Китай и другие страны наращивали валютные резервы. В США была низкая норма сбережений, в других странах – высокая»<sup>581</sup>.

Одним из первых, кто заговорил о симбиозе США и Китая был Найл Фергюсон, британский автор книг по финансовой истории, назвавший в своей книге «Восхождение денег» одну из глав «От империи к Кимерике» (*China + America = Chimerica*). По его словам, в Китае в начале 2000-х годов накопилось столько свободных капиталов, что впервые за много веков финансовые потоки устремились не с Запада на Восток, а с Востока на Запад. В 2007 году США

---

<sup>579</sup> Перкинс Дж. Экономический убийца объясняет, почему рухнули финансовые рынки и как их возродить / Дж. Перкинс. – М.: Эксмо, 2010. – С. 173.

<sup>580</sup> В 1980-е годы уровень личных сбережений в США составлял 9% дохода, в 2003 году – всего лишь 2%. Модным стало не только тратить сбережения, но и жить не по средствам – в кредит. С 1989 по 2001 год стоимость имущества средней американской семьи выросла на 50%, преимущественно за счёт кредитов. А долги американских домохозяйств к концу 2003 года достигли 9,4 трлн долларов. Это было гораздо больше, чем долги правительства США – 5,6 трлн долларов (Герземанн О. Ковбойский капитализм. Европейские мифы и американская реальность / О. Герземанн. – М.: ИРИСЭН, 2008. – С. 110–111).

<sup>581</sup> Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – С. 116.

пришлось занять по всему миру 800 млрд долларов, а в Китае в это время профицит бюджета достиг 262 млрд долларов. Основная часть этого китайского профицита «была дана в займы Америке» и парадоксальным образом управляемая коммунистами Китайская Народная Республика «стала банкиром Соединённых Штатов Америки». Такой симбиоз США и Китая – «главная причина резкого роста банковского кредитования, объёмов выпуска новых облигаций и деривативов начиная с 2000 года. Оно же – главная причина роста числа хедж-фондов... и лежит в основе ипотечного бума, при котором в 2006 году можно было получить ипотеку на 100% стоимости жилья, не имея ни работы, ни дохода, ни активов», – писал Фергюсон в 2008 году<sup>582</sup>.

В начале 1990-х годов иностранным инвесторам (в основном китайским и японским) принадлежало около 20% американских государственных облигаций, обращающихся на рынке, в 2005 году – 33%, в 2010 году – 56%. Кроме того, эти инвесторы владели 20% корпоративных облигаций и 10% акций<sup>583</sup>. Пессимисты говорили, что это ведёт к ослаблению американской экономики, так как большое количество государственных ценных бумаг находится в собственности другой страны. На деле же это были крупные иностранные инвестиции в экономику США. При этом рынок американских государственных облигаций расширялся, а ликвидность рынка возрастала. Если бы эти облигации размещались только на ограниченном внутреннем рынке, необходимо было бы заметно повысить их доходность, чтобы привлечь внимание американских инвесторов. А государство вынуждено было бы тратить больше денег на выплату дохода по этим бумагам. В том же случае, если Китай захотел бы выбросить на рынок принадлежащее ему огромное количество американских государственных облигаций<sup>584</sup>, их цена упадёт, и потери Китая в этом случае будут гораздо больше, чем у США.

---

<sup>582</sup> Ferguson N. *The Ascent of Money. A Financial History of the World* / N. Ferguson. – N. Y.: The Penguin Press, 2008; Фергюсон Н. *Восхождение денег* / Н. Фергюсон. – М.: Астрель, 2010. – С. 353–355.

<sup>583</sup> В марте 2011 года китайские инвесторы владели около 10% государственных облигаций, японские – около 9%, британские – около 5% (Weaver F. *The United States and the Global Economy. From Bretton Woods to the Current Crisis* / F. Weaver. – N. Y.: Rowman & Littlefield Publishers, 2011. – P. 98–99).

<sup>584</sup> В 2008 году – на 740 млрд долларов, в 2011 году – на 1,1 трлн долларов (Форбс С. *Спасёт ли нас капитализм? Экономика эпохи iPod* / С. Форбс, Э. Эймс. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – С. 254).

Когда-то в 1980-е годы уже была подробная история – очень большое количество американских государственных облигаций купила Япония. Однако из-за этого манипулировать американской экономикой она не смогла – да и цели такой, вероятно, не было. К тому же, Японии это не спасло от кризиса и долгой стагнации, а подъему 1990-х годов в США нисколько не помешало.

### *Подъём на рынке недвижимости*

После первой волны экономического спада в 2000–2001 гг., вызванного кризисом интернет-компаний и событиями 11 сентября, возникла серьёзная угроза рецессии в американской экономике. Председатель ФРС Алан Гринспен больше всего опасался повторения японского сценария. Вначале, в середине 1990-х, чтобы избежать стагнации, он поэтапно снизил ставку с 6% в июне 1995 года до 5,25% в январе 1996 года, а в 1998 году – до 4,75%, обеспечив очередную «мягкую посадку». С началом спада 2001 года Гринспен поднял ставку до 6,5%. Японского сценария удалось избежать, и казалось, что впереди ждёт не более чем умеренное торможение. Но террористический акт 11 сентября вызвал массовую панику – все говорили, что рынок полностью обвалится и что скоро вообще может начаться война. Гринспену пришлось быстро снизить ставку до 3,5%, потом до 3%, пока в июне 2003 года она не достигла 1% и оставалась такой до июня 2004 года. Это и стало толчком для раздувания спекулятивного пузыря на рынке недвижимости и попыток активизировать финансовый рынок с помощью секьюритизации ипотечных активов. В том, что жилую недвижимость покупали в кредит, ничего необычного не было – её так покупали всегда, и не только американцы. Однако ранее всегда срабатывало благоразумие – если доходы семьи не позволяли производить выплаты по ипотечному кредиту, покупка недвижимости откладывалась до лучших времён. Но в 2003 году это благоразумие было забыто. Цены на дома начали расти, ширились слухи о якобы выгодных доступных кредитах, и многие решились на риск, привлечённые очень низким (а иногда и нулевым) первым взносом. Близость желанной цели – ново-

го дома, – настолько завораживала, что не хотелось думать о том, как потом оплачивать месячные счета по кредиту<sup>585</sup>.

Решающую роль во всём этом играли финансовые инновации – секьюритизация ипотечных активов. Идея знаменитого трейдера середины 1980-х Льюиса Раньери переживала свой расцвет. Действительно, если соединить в пул множество ипотечных кредитов, в том числе и ненадёжных, их можно «упаковать» в привлекательную оболочку, выпустив принципиально новые финансовые инструменты – ипотечные облигации (Collateralised mortgage obligation – CMO, и Collateralised debt obligation – CDO). Темпы роста их рынка были беспрецедентными – от 0,2 млрд в 1980 году, когда было секьюритизировано только 10% ипотечных кредитов, до 4 трлн в 2007 году (56% всех ипотечных кредитов). В предкризисные годы секьюритизация ипотечных активов была основной финансовой инновацией, раздувавшей спекулятивный пузырь, подобно тому как перед кризисом 1929 года такой инновацией стала массовая продажа товаров и ценных бумаг в кредит. Однако новые методы и инструменты были такими изощрёнными, что оценить связанные с ними риски были не в состоянии даже регулирующие органы. Им пришлось пользоваться методами оценки риска, разработанными теми же организациями, которые создавали эти инструменты.

Возможно, всё дело было в том, что бум на рынке недвижимости стал главным стимулом для экономики. После снижения ставок по ипотечным кредитам<sup>586</sup> цены на недвижимость стали повышаться в среднем на 7,5% в год (в 2000–2002 гг.), и это было в два раза больше, чем в конце 1990-х. К 2006 году собственный дом имели 69% семей (в 1940 г. –

---

<sup>585</sup> Новая пенсионная система (пенсионный план 401к) сильно помогла расширению количества инвесторов в недвижимость, создав самое обеспеченное поколение пенсионеров в истории. Среднегодовой доход пенсионера вырос с 16 100 долларов в 1983 году до 33 300 долларов в 2004 году, размер активов – с 76 300 до 190 100, доля акций в активах – с 26% до 51,5%. К этим цифрам можно добавить, что в 2003 году средний доход работающих американцев составлял 27 000 долларов, а в благополучных скандинавских странах – всего лишь 14 300 долларов, и даже в богатой Норвегии – 16 800. Так что инвестиционные возможности американцев были заметно больше. Неудивительно, что средняя цена жилого дома выросла с 1982 по 2007 год с 69 000 до 247 000 долларов (Там же. – С. 112, 116, 121).

<sup>586</sup> В начале 2003 г. ставка по 30-летним кредитам была менее 6% (после 1960-х годов она никогда не была такой низкой), а по кредитам с переменной ставкой – ещё меньше. Правда, в кредитах с переменной ставкой через пару лет она начинала быстро расти, но это уже другой вопрос.

44%). Все слепо верили, что цены на недвижимость будут только увеличиваться. И действительно, капитал, вложенный в 1987 году на американском рынке недвижимости, в 2007 году вырос бы за 20 лет почти в три раза, на английском рынке – в четыре раза. Правда, мало кто задумывался о том, что тот же самый капитал, вложенный в американский индекс S&P 500 или в индекс лондонской биржи FTSE вырос бы более чем в семь раз<sup>587</sup>. Но своя логика в поведении массовых инвесторов была – покупка жилого дома всегда более понятна (даже если он покупается для перепродажи), чем инвестиции в фондовые индексы, в которых разбираются только специалисты.

С самого начала роста цен на недвижимость в Сан-Диего (22% за год) или Нью-Йорке (19%) спекуляции с недвижимостью использовались для быстрого обогащения. А к 2005 году 28% домов скупил инвесторы с целью перепродажи. В Майами и Лас-Вегасе такие инвесторы (их называли «флипперы») покупали в кредит по пять-шесть строящихся кондоминиумов, чтобы выгодно перепродать их ещё до окончания строительства. С 2000 по 2005 год совокупная рыночная стоимость недвижимости выросла в развитых странах с 40 до 70 трлн долларов (из них 8 трлн – в США). Рост цен на жилую недвижимость создавал новую волну «эффекта богатства», подобно тому как в 1990-е годы её создавал рост цен на акции. Это вело к тому, что домовладельцы охотнее тратили деньги на товары и услуги – от бытовой техники и автомобилей до развлечений и путешествий.

Так бум на рынке недвижимости действительно спас экономику от рецессии. Но в 2005 году бум естественным образом начал спадать – те, кто хотел купить недвижимость, из-за роста цен уже не могли этого сделать, так как обслуживание ипотечных кредитов поглощало основную часть их месячного дохода. Объёмы продаж и на первичном, и на вторичном рынках недвижимости стали снижаться. Подобное положение дел было не только в США, но и в других странах мира – во всяком случае, в тех, где были динамичные рынки недвижимости. В Англии и Австралии спрос на недвижимость стал падать с 2004 г. по тем же причинам, что и в Америке – цены были слишком завышенными и для тех, кто покупал жильё для себя, и для спекулянтов.

---

<sup>587</sup> За двадцать лет фондовые индексы выросли примерно в пять раз, опережая рост цен на недвижимость.



Однако многие считали в те годы, что нужно любой ценой поддерживать этот бум, так как он – спасение от рецессии. И тогда в ход пошли совсем рискованные ипотечные кредиты<sup>588</sup>, дававшиеся семьям с плохой кредитной историей. Банки изо всех сил старались привлечь новых заёмщиков на любых условиях, предлагая им ипотечные кредиты NINJA (No Income, No Job, No Assets). Для их получения не нужно было документов о доходах и о наличии работы. Понятно, что вероятность погашения таких кредитов была невелика. Банки и финансовые компании были готовы на всё, лишь бы клиент купил дом. О том, что будет дальше, и как он будет отдавать долг, никто не задумывался.

Да и сами кредиты были с подвохом. Это были уже совсем не те старые добрые тридцатилетние ипотечные кредиты с фиксированным процентом, к которым все привыкли. Процент стал переменным, и он зависел от ставки банковского кредитования. В большинстве случаев для привлечения клиентов первые два года ставка была пониженной (например, 9,75%), а потом к ней добавлялась ставка межбанковского кредитования (чаще всего Лондонская ставка LIBOR, в те годы – более 5%), и заёмщика ждал значительный рост платежей. Кстати, многие ненадёжные заёмщики поняли это только через два года, когда столкнулись с невозможностью выплачивать выросшие проценты, не говоря уже о погашении основной суммы долга.

Однако кредиторов все эти проблемы не волновали – их дело было как можно быстрее уговорить клиента взять ипотечный кредит, чтобы получить прибыль в виде комиссионных, а потом продать оптом ипотечные кредиты банкам. Всё это делалось только для того, чтобы переупаковать эти кредиты в пулы и выпустить под них ипотечные бумаги – CDO. Большинство из них имели повышенный риск и считалась «токсичными», т. е. способными с высокой вероятностью привести к дефолту.

Однако рейтинговые агентства присваивали CDO высокий рейтинг, и облигации покупали инвесторы по всему миру, от Германии до Австралии и Норвегии, где несколько муниципалитетов вложили 120 млн долларов в американ-

---

<sup>588</sup> Их называли *subprime* – «второсортными» и низкосортными в отличие от «первоклассных» (*prime*) кредитов. Из тех, кто взял такие кредиты, белых было в среднем 15%, остальные – афроамериканцы и выходцы из Латинской Америки (Jaffe S. *Capital of Capital. Money, Banking + Power in New York City, 1784–2012* / S. Jaffe, J. Lautin. – N. Y.: Columbia University Press, 2014. – P. 261–264).

ские ипотечные бумаги, не очень понимая их сущность. Инвесторы в других странах никак не были связаны с первоначальными заёмщиками, бравшими ипотечные кредиты, и ничего не знали о том, что многие кредиты были рискованными и ненадёжными. Но все посредники, участвовавшие в таких сделках, были довольны – они получали немалые комиссионные.

Весной 2007 года ажиотаж на рынке жилой недвижимости достиг максимума – оставалось всего несколько месяцев до начала обвала. Бум усиливало снятие ограничений на продажу кредитно-дефолтных свопов. Самые опытные (и самые хитрые) инвесторы увидели в этом уникальную возможность начать большую игру на понижение рынка и хорошо обогатиться на этом.

Многие из владельцев недвижимости поняли, что жилая недвижимость подобна курице, несущей золотые яйца, – под её залог можно взять новые кредиты (то ли для рефинансирования своих прежних ипотечных кредитов, то ли для любых других целей – это каждый решал для себя сам)<sup>589</sup>. Эти кредиты стали одним из основных движущих факторов экономического подъёма в предкризисные годы, но в то же время оказавшись миной замедленного действия, на которой была выстроена огромная пирамида долгов – ведь в основе этих кредитов была заложенная и перезаложенная недвижимость, первоначальный кредит по которой никто не собирался (да и в большинстве случаев и не мог) погашать.

Тем временем для многих заёмщиков льготные два года по ипотечным кредитам заканчивались, и процент просроченных платежей по ним начал быстро расти. К марту 2007 года около 30% заёмщиков по рискованным (subprime) кредитам стали отставать от графика выплаты процентов на два месяца и больше. А по условиям кредита это означало, что их могут лишить права на жильё. Однако в первой половине 2007 года общее настроение на рынках всё ещё было оптимистичное, и даже увеличивающееся количество дефолтов по рискованным ипотечным кредитам и ценным бумагам пока ещё не начало омрачать настроение инвесторов.

---

<sup>589</sup> Показателен рост кредитов под залог недвижимости с 200 млрд в год в середине 1990-х годов до 439 млрд в 2003 г., 633 млрд в 2004 г. и 719 млрд в 2005-м. К 2007 году сумма задолженности домохозяйств по кредитам выросла до 250% ВВП, а общая сумма задолженности, включая корпоративный и финансовый секторы – до 370% ВВП (Молдин Д. Развязка. Конец долгового суперцикла и его последствия / Д. Молдин, Д. Теппер. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. – С. 30, 34).

## *Финансовое лобби*

Спекулятивный пузырь на рынке жилой недвижимости – а точнее, не только на рынке самой недвижимости, но и на рынке производных ипотечных бумаг – начал надуваться вскоре после краха «доткомов». Всем хотелось продлить подъём 1990-х и никто не хотел мириться с мыслью, что может начаться спад. В 2005 и 2006 годах пузырь начал выходить из-под контроля, но и тогда все закрывали на это глаза – «а вдруг как-то рассосётся само собой».

Росло количество таких ипотечных кредитов, которые были явно непосильны для тех, кто их взял. Но раз банки так настойчиво предлагали эти кредиты, не требуя уже никаких справок о доходах, то как было их не взять. Потом стало увеличиваться количество дефолтов по кредитам, хотя основная паника была ещё впереди. Более важным оказалось другое – кредиты были секьюритизированы и превращены в ценные бумаги, начавшие жить на рынках своей жизнью, заражая всё большим и большим риском всю мировую финансовую систему.

Однако секьюритизация рискованных и сомнительных по своей надёжности кредитов стала только одной из причин приближающейся бури на финансовых рынках. Не менее важной причиной была и кредитно-денежная политика правительства, пропагандирующего, казалось бы, позитивную цель: приобретение жилой недвижимости – неважно, какой ценой. Кроме того, опасный пузырь раздувало невероятно разросшееся за предкризисное десятилетие финансовое лобби. Ради краткосрочной прибыли банки и финансовые компании были готовы на любой риск, лишь бы не лишиться многомиллионных бонусов.

Финансовое лобби тесно связало правительства и финансовый мир. Все были уверены, что раз есть «кредитор последней инстанции» – центральный банк (в Штатах его роль выполняла ФРС), то он не оставит в беде оказавшиеся в трудном положении другие банки и крупные финансовые компании. Спасли же в 1998 году фонд LTCM – значит, спасут и нас. И действительно, даже во время кризиса 2007–2009 годов правительство позволило обанкротиться только Lehman Brothers, а всем остальным крупным банкам оно помогло выжить.

Вера в помощь «кредитора последней инстанции» приводила к тому, что банки и финансовые компании не считали нужным держать в резерве значительное количество лик-

видных активов на случай паники среди вкладчиков. Да и сами они не сильно заморачивались попытками контролировать работу финансовых организаций, зная, что центральные банки придут на помощь. А раз так, то и вкладчикам можно особенно не волноваться.

### *Откачка лучших умов*

Финансовое лобби стало разрастаться задолго до предкризисных 2000-х годов. Можно даже не вспоминать сейчас историю «денежного треста» Джона Пирпонта Моргана – это было слишком давно, и много с тех пор воды утекло. Достаточно взглянуть на события последних десятилетий. Сфера финансовых услуг оттягивала на себя всё больше лучших умов. В 1970 г. там работало 22% выпускников Гарварда, в 1990 г. – 38%. В 2007 г. 58% выпускников-мужчин устроились на работу в финансовых учреждениях, более 20% – в инвестиционных банках<sup>590</sup>.

Подобное можно было видеть и в других престижных университетах, в том числе Йельском. И дело не только в хорошей оплате работы в финансовой отрасли, но и в политике государства. В середине 1980-х лучшие выпускники связывали своё будущее с техническими науками и сферой правовых услуг. С 1990-х они устремились в сферу финансов, а это означало, что они будут защищать интересы этой сферы.

В администрации нескольких последних американских президентов работало гораздо больше людей из финансового мира, чем раньше. Четыре последних министра финансов были финансистами, так или иначе связанными с Goldman Sachs, хотя из шести предыдущих министров только один ранее работал в финансовой сфере. С одной стороны, всё логично – раз финансы привлекают самых талантливых специалистов, то почему бы не приглашать этих людей для работы в правительстве. А с другой – будучи выходцами из мира финансов, они лоббируют его интересы. А те далеко не всегда совпадают с интересами страны. В итоге в обществе лишь усиливается недоверие к государству.

---

<sup>590</sup> Hemel D. 07 Men Make More / D. Hemel // Harvard Crimson. – 2007. – June 6; Gudrais E. Flocking to Finance / E. Gudrais // Harvard Magazine. – 2008. – May-June. – P. 17–18.

«Акт о банкротстве»<sup>591</sup> был подписан президентом Джорджем Бушем-младшим 20 апреля 2005 года после долгих дискуссий в конгрессе, длившихся почти десять лет. Такое длительное обсуждение закона с ничем не примечательным названием (в Америке принималось немало законов, направленных против злоупотреблений) шло неспроста. Новый закон изменил правила контроля процедуры банкротства, в том числе банкротства физических лиц.

В американском праве должники имели поддержку всегда – они не должны были страдать при банкротстве. Согласно закону о банкротстве 1898 года, если честный предприниматель потерпел неудачу в своём бизнесе, его имущество необходимо пропорционально распределить среди кредиторов, а ему самому дать возможность начать всё с начала. Те долги, которые не покрывались оставшимся имуществом (оно могло быть минимальным), списывались. Процедура банкротства была проста, и ничего позорного для американцев в этом не было. Поэтому процент тех, кто объявил себя банкротами, всегда был высок даже в годы экономического подъёма. В спокойном 2003 году в США банкротств было в 10 раз больше, чем в Великобритании. Должники использовали упрощённую процедуру банкротства, чтобы освободиться от долгов.

Конструктивной целью нового закона 2005 года было усовершенствование процедуры банкротства, чтобы сохранить толерантное отношение к предпринимателям, которые действительно не могут выплатить долги, но в то же время не давать возможности использовать банкротство в корыстных целях тем, кто вполне мог бы вернуть долги, но сознательно не хочет этого делать. Казалось бы, проще всего было ввести тюремное заключение для должников-банкротов, и тогда вряд ли кто-то захотел бы объявлять себя банкротом с корыстной целью. Но в этом случае и готовность предпринимателей к риску сильно уменьшится, что негативно скажется на динамике экономического роста.

Логика авторов закона понятна, но на деле через восемь месяцев после принятия закона, к концу 2005 года, естественный рост цен на недвижимость прекратился, а потом

---

<sup>591</sup> «Акт о предотвращении злоупотреблений при банкротстве и защите прав потребителей» (Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005).

цены начали падать. Все были озабочены тем, как оживить ипотечный рынок. К тому же ухудшилось и положение домовладельцев. До принятия нового закона те из них, кто не мог погасить кредиты, объявляли себя банкротами. Это давало им шанс хотя бы сохранить своё жильё.

По новому же закону такой возможности у должников уже не было – недвижимость должна была в любом случае выставляться на аукцион, и должник терял 27% стоимости. К концу 2005 года количество должников, не способных погасить ипотечный кредит, выросло до 500 тысяч. При средней стоимости выставленных на аукцион домов по 290 тысяч долларов, общие убытки от потери этих 27% достигали 39 млрд долларов<sup>592</sup>.

Был в новом законе и более важный момент, последствия которого не все сразу поняли. Усиливались права владельцев деривативов в случае банкротства их эмитента, а это означало, что в операциях с деривативами (в том числе ипотечными) теперь можно было позволить себе гораздо больший риск. Раньше держатели деривативов получали выплаты из оставшихся активов обанкротившегося банка. По новому закону они могли заключать новый контракт с другим финансовым посредником (скажем, банком), который будет обслуживать деривативы.

На практике это выглядело так. На момент банкротства банка Lehman Brothers в сентябре 2008 года стоимость деривативов, выпущенных банком, составляла 35 триллионов долларов. При заключении новых контрактов по тем же деривативам с другим банком транзакционные издержки достигали в среднем 0,15% от стоимости активов. Вроде бы немного, но в данном случае новые контракты обошлись бы в 52,5 млрд долларов. А это означает, что для всех других кредиторов выплаты по долгам уменьшались на 52,5 млрд долларов в пользу владельцев деривативов. Отчасти именно по этой причине у Lehman Brothers выплаты по долговым обязательствам были так малы – всего 8,6 цента за доллар<sup>593</sup>. Наиболее поразительно, что многие из профессионально

---

<sup>592</sup> Li W. Did Bankruptcy Reform Cause Mortgage Default to Rise? / W. Li, M. White, N. Zhu. – NBER Working Paper 15968, 2010; Campbell J. Forced Sales and House Prices / J. Campbell, S. Giglio, P. Pathak // *American Economic Review*. – 2011. – Vol. 101. – № 5. – P. 2108–2131.

<sup>593</sup> Summe K. Lessons Learned From the Lehman Bankruptcy / K. Summe // Scott K. [ed.] *Ending Government Bailouts as We Know Them*. – Stanford: Hoover Press, 2013. – P. 59–108.

работавших в сфере финансовых услуг даже не подозревали об особенностях нового законодательства.

### *«Доктрина Рубина»*

Практическим результатом лоббирования интересов финансового бизнеса стали государственные субсидии и краткосрочные кредиты. Самый яркий пример этого был во время кризиса 2007–2009 гг., когда министр финансов Генри Полсон настойчиво требовал от государства кредит на 700 млрд долларов для спасения финансового рынка, а по сути – банка Goldman Sachs, в котором он раньше работал.

Практика предоставления государственных субсидий и краткосрочных кредитов началась гораздо раньше. Казалось бы, всё правильно – чтобы спасти от банкротства крупную компанию, оказывающую влияние на весь рынок (или помочь другой стране в преддефолтном состоянии), государство выдаёт ей кредит, и в краткосрочной перспективе положение дел в компании (или стране) сразу же улучшается. В долгосрочной перспективе подобные займы вредны – они не решают проблем, создавших трудности, а только консервируют их на длительный срок. Получатель кредита расслабляется, у него возникает ложное чувство, что ничего страшного не произошло. Ему помогли в этот раз, помогут и в следующий. Поэтому можно ничего не менять.

Основным сторонником государственных субсидий и кредитов был Роберт Рубин, в прошлом сопредседатель правления Goldman Sachs, затем советник президента Клинтона по экономическим вопросам и министр финансов в 1995–1999 гг. Во время кризиса в Мексике в 1994 г. Рубин был главным инициатором организации финансовой помощи, и американское правительство предоставило Мексике заём в размере 50 млрд долларов. Мексиканцы были довольны – дефолта удалось избежать. Но и американские банки были довольны – они быстро получили обратно свои деньги с процентами, а Министерство финансов заработало на процентах с займа 500 млн долларов.

В 1990-е годы «доктрина Рубина» применялась во всех финансовых кризисах – в 1997 году Южная Корея получила 55 млрд долларов, Таиланд – 21 млрд, Индонезия – 23 млрд, а в 1998 г. Бразилия – 41 млрд долларов. Во всех этих случаях крупную прибыль имели американские банки. Когда МВФ объявил о начале действия программы помощи Брази-

лии, капитализация банков, принявших участие в программе, выросла на 7,7% (17,8 млрд долларов)<sup>594</sup>. У других банков, не участвовавших в программе помощи, капитализация в эти дни не изменилась. Возврат кредитов гарантировался государством, а комиссионная прибыль была заметной.

Такова была «доктрина Рубина» в действии. Когда в 1999 году он ушёл с поста министра финансов (передав дела Ларри Саммерсу), Рубину недаром предлагали места в советах директоров крупнейших банков. Он предпочёл банк Citigroup, сильно поднявшийся в бытность Рубина министром финансов. Там он стал председателем исполнительного комитета совета директоров и за восемь лет работы в банке получил 126 млн долларов. Работой Рубин не был загружен – его единственной задачей стало лоббирование интересов банка с помощью связей в правительстве. Судя по всему, в банке не только не жалели о ста двадцати миллионах, но и были счастливы, что к ним залетела столь важная птица.

В 2001 году, когда начался скандал вокруг Enron, в банке Citigroup (основном кредиторе Enron) заволновались – назревали большие убытки. Тогда Рубин обратился к заместителю министра финансов Питеру Фишеру с просьбой повлиять на рейтинговые агентства, чтобы те отложили снижение рейтинга Enron<sup>595</sup>. Тем временем Рубин задействовал свои старые связи в правительстве, чтобы добиться срочного кредита для Enron и предотвратить банкротство<sup>596</sup>.

В дальнейшем Рубин поощрял инвестиции Citigroup в явно рискованные ипотечные бумаги. Из-за этого в 2008 году банк с портфелем сомнительных активов на 306 млрд долларов оказался на грани краха, и его спасли только два кредита со стороны государства – 25 млрд долларов по программе выкупа проблемных активов, и потом дополнительный заём на 20 млрд. Говорят, что Рубин, к тому времени уже не работавший в банке, был против этих кредитов<sup>597</sup>. Однако общее лоббирование интересов финансового сектора продолжалось.

---

<sup>594</sup> Kho B. U.S. Bank, Crises and Bailouts: From Mexico to LCTM / B. Kho, D. Lee, R. Stulz // *American Economic Review*. – 2000. – Vol. 90, № 2. – P. 28–31.

<sup>595</sup> Lewis M. Ruben Red-Faced over Enron? / M. Lewis // *Forbes*. – 2002. – Feb. 11.

<sup>596</sup> The Politics of Enron: Four Committees in Search of a Scandal // *The Economist*. – 2002. – Jan. 17.

<sup>597</sup> No Line Responsibilities // *Wall Street Journal*. – 2008. – Dec. 5.



Механизмы работы финансового лобби хорошо видны на примере Fannie Mae (Federal National Mortgage Association). Это крупнейшее ипотечное агентство было создано в 1934 году по инициативе президента Рузвельта как государственная организация для помощи в получении ипотечных кредитов. В 1968 году агентство было преобразовано в публичную компанию, чтобы его крупные долги не смешивались с долгами Министерства финансов. Однако полностью публичной компанией оно так и не стало – правительство сохранило право назначать трёх членов совета директоров, и это была компания с государственным участием.

Такой статус дал агентству заметные преимущества – оно освобождалось от уплаты корпоративного подоходного налога, а выпускаемые им ценные бумаги не нужно было регистрировать в Комиссии по ценным бумагам и биржам. А то, что Fannie Mae было наполовину акционерной компанией, освобождало агентство от соблюдения жёстких правил прозрачности, принятых для государственных учреждений. Но наибольшим преимуществом Fannie Mae стала возможность брать выгодные кредиты под предоставляемую государственную гарантию<sup>598</sup>. Поэтому инвесторы справедливо считали, что Fannie Mae и Freddie Mac поддерживает правительство США. Так эти агентства стали крупнее и влиятельнее любого конкурента среди частных ипотечных компаний, определяя весь характер рынка жилой недвижимости.

Финансирование Fannie Mae и Freddie Mac происходило с помощью продажи инвесторам облигаций и акций – схема вполне обычная. Но своими непомерно огромными размерами и влиянием агентства обязаны глубоким связям с государством. Особенно они разрослись при президенте Клинтоне, который «превратил эти две псевдонегосударственные частные компании, финансирующие ипотеку, в полунационализированную монополию, которая обеспечивала рынок наличными деньгами, предоставляя кредиты крупным блокам избирателей Демократической партии и обеспе-

---

<sup>598</sup> Кроме того, государство предоставляло агентству крупные субсидии – 6,1 млрд долларов в 2000 году и 13,6 млрд в 2003-м. Около 70% этих субсидий вернулись государству в виде сниженных ставок на ипотечные кредиты, остальное пошло акционерам и руководству агентства.

чивала привилегиями, рабочими местами и денежными средствами своих политических союзников»<sup>599</sup>.

В середине 2000-х годов многие стали задумываться о той опасности, которую представляли Fannie Mae и Freddie Mac для экономики. «Злоупотребление щедрыми федеральными привилегиями, происходившее в Fannie Mae и Freddie Mac, достигло таких масштабов, что в данный момент они контролируют около половины рынка ипотечного жилищного кредитования... их доминирующее положение подвергает чрезвычайному риску финансовый рынок США и может вызвать нестабильность»<sup>600</sup>.

Однако руководство агентств умело спекулировало тем, что организации работают над достижением благороднейшей цели – обеспечить каждого американца своим домом. Трудно что-то возразить против такой цели, поэтому никто в правительстве даже не пытался искать недостатки в работе агентств или критиковать их. В 1990-е годы Fannie Mae и Freddie Mac потратили 200 млн долларов на то, чтобы усилить политическое влияние. Родственников высокопоставленных чиновников, да и самих чиновников после ухода на пенсию охотно брали в отделения этих ипотечных агентств на необременительную и хорошо оплачиваемую (порядка миллиона долларов год) работу. Когда в 1990-е годы в крупных городах были открыты представительства Fannie Mae, туда на работу брали только нужных людей. Знакомая картина, не правда ли?

Генеральный директор Fannie Mae Джеймс Джонсон в 1990–1998 годы получил за восемь лет более 100 млн долларов личной прибыли, а сменивший его Франклин Рейнс за пять лет, с 1999 по 2004 год, заработал более 90 млн долларов. Неудивительно, что к столь выгодной кормушке стремились многие государственные чиновники и их многочисленные родственники<sup>601</sup>. Но главное, что Fannie Mae и Freddie Mac были освобождены от необходимости подавать полную финансовую отчетность, что открывало перед ними широчайший простор для злоупотреблений и создания практически никем не контролируемых ипотечных империй. Так

---

<sup>599</sup> Jones T. How a Clinton-Era Rule Rewrite Made Subprime Crisis Inevitable / T. Jones // *Investor's Business Daily*. – 2008. – Sept. 24.

<sup>600</sup> Utt R. Time to Reform Fannie Mae and Freddie Mac / R. Utt // *Heritage Foundation*. – 2005. – June 20.

<sup>601</sup> Гром грянул во время кризиса 2007–2009 гг., когда для спасения Fannie Mae от банкротства государству пришлось потратить более 180 млрд долларов.

как агентства не были обязаны раскрывать внутреннюю информацию, независимый анализ их деятельности не проводился. А если какие-то исследования и были, то они обычно финансировались Fannie Mae<sup>602</sup>, поэтому об объективной оценке деятельности говорить не приходится.

В 2002 году агентство заказало оптимистичную статью о своей деятельности, авторами которой были нобелевский лауреат Джозеф Стиглиц, вице-президент Citigroup Питер Орцаг и его брат, экономический консультант Джон Орцаг. В статье утверждалось, что вероятность такого потрясения, при котором резервы агентства окажутся недостаточны, очень мала и равна одному шансу из 500 000. Поэтому небольшой размер собственного капитала Fannie Mae не является проблемой. Дальнейшие события во время кризиса показали, что это не так.

Для оздоровления финансовых рынков в 2003 году были несколько ограничены инвестиционные портфели Fannie Mae и Freddie Mac. Конгресс дал право этим корпорациям поддерживать рынок ипотечных кредитов – на практике это означало, что они получали от государства займы на очень выгодных условиях. К тому же все были уверены, что в случае возникновения каких-либо трудностей у этих агентств, государство им всегда поможет. Благодаря такой поддержке Fannie Mae и Freddie Mac быстро росли и получали огромные прибыли, но вскоре их деятельность начала деформировать весь ипотечный рынок из-за целой системы лоббирования их интересов, созданной в конгрессе.

В 2005 и особенно в 2006 годах опасный пузырь на рынке ипотечных кредитов был уже очевиден, и многие о нём предупреждали<sup>603</sup>, но в солидных экономических журналах писали о чём угодно, но только не об этом. А в 2005 году даже появилась статья, привлекавшая к себе внимание читателей и убеждавшая, что никакого пузыря на самом деле нет и вероятность его возникновения мала<sup>604</sup>. Поразительно, что на заседаниях совета управляющих ФРС (они-то,

---

<sup>602</sup> На деньги агентства даже издавались два научных журнала, посвящённых жилищному строительству – Housing Policy Debate и Journal of Housing Research.

<sup>603</sup> См., например: Шиллер Р. Иррациональный оптимизм. Как безрассудное поведение управляет рынками / Р. Шиллер. – М.: Альпина Паблишер, 2013. – С. 47.

<sup>604</sup> Himmelberg C. Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals, and Misperceptions / C. Himmelberg, C. Mayer, T. Sinai // Journal of Economic Perspectives. – 2005. – Vol. 19. – P. 67–92.

казалось бы, должны были понимать реальное положение дел) вопрос о пузыре на рынке недвижимости даже не рассматривался.

Fannie Mae, занимаясь секьюритизацией ипотечных кредитов, знала о структуре этих кредитов больше, чем кто-либо другой на рынке. И не просто знала, а использовала эту конфиденциальную информацию при проведении своих операций – продавала ипотечные пулы с высоким риском (и малой вероятностью погашения) и покупала пулы с низким риском. Так к 2008 году Fannie Mae и Freddie Mac, получившие заметное преимущество перед другими участниками рынка, скупили у банков и брокеров ипотечные кредиты на общую сумму 1,6 трлн долларов, чтобы выпустить под их обеспечение ипотечные бумаги и продать инвесторам.

### *«Доктрина Гринспена»*

Главным в финансовом лобби был, конечно же, председатель ФРС Алан Гринспен. Недаром говорят, что на нём лежит значительная доля ответственности за события 2007–2009 годов. Вскоре после того, как он занял свой пост, начался кризис 1987 года. Чтобы приостановить распространение паники, Гринспен наполнил рынок ликвидными активами – иными словами, действовал в духе того же самого подхода, который позже получил название «доктрины Рубина». Это сработало, биржевая паника была недолгой и не оказала влияния на экономику, а Гринспен сразу стал героем. Однако ему в голову почему-то не пришла мысль, что финансовое влияние в рынок, бывшее в этом случае эффективным, не обязательно всегда будет работать так же. В дальнейшем Гринспен прославился тем, что постоянно стимулировал рост рынка, снижая ставки. Однако при этом не сделал ничего, чтобы предотвратить раздувание пузыря на рынке недвижимости перед событиями 2007–2007 гг. Хотя вполне мог бы.

«Доктрина Гринспена» гласила, что борьба с нарастанием спекулятивных пузырей вообще не входит в обязанности ФРС (выполняющей роль центрального банка). Поэтому не стоит тормозить спекулятивные бумы, чтобы не замедлить всю экономику. В 1996 году, когда на рынке высокотехнологических компаний созрел явный пузырь, Гринспен символически увеличил процентную ставку на 0,25%. Он много говорил об удачной «мягкой посадке» и о том, что так

удалось избежать не только перегрева рынка, но и торможения экономики. А критики обвиняли Гринспена в том, что хотя он и предупреждал об «иррациональном изобилии», но не сделал практически ничего, чтобы помешать дальнейшему росту пузыря до 2000 года, когда спекулятивный пузырь «доткомов» наконец лопнул.

После событий 11 сентября Гринспен начал снижать процентную ставку и продолжал это делать даже тогда, когда уже начался явный рост экономики. Правда, с 2004 года Гринспен стал повышать ставку, но всего лишь на 0,25% раз в полтора месяца. Это привело к тому, что низкая процентная ставка удерживалась слишком длительное время, создав благоприятные условия для формирования нового пузыря на рынке ипотечных бумаг. «В течение долгого времени закачивая в экономику огромное количество денег, Гринспен боролся с последствиями взрыва одного пузыря, способствуя при этом раздуванию нового» – считает Нуриэль Рубини<sup>605</sup>. «Такая политика являлась неизбежным следствием противоречий, содержащихся в основе его понимания миссии Центрального банка: беспомощно наблюдать за раздуванием очередного пузыря, а потом принимать отчаянные меры по преодолению последствий его взрыва». В итоге к концу последнего срока пребывания Гринспена на посту председателя ФРС «участники рынка были полны веры в то, что ФРС обязательно придёт на помощь принимающим опрометчивые решения трейдерам после того, как спекулятивный пузырь взорвётся. Это представление вело к масштабным проявлениям моральных злоупотреблений, и вполне справедливо, что виновником этого считают именно Гринспена»<sup>606</sup>.

Ещё в 1994 году был принят закон о защите домовладельцев от рискованных кредитов, и Гринспен вполне мог бы использовать его, чтобы ограничить раздувание пузыря необеспеченных кредитов. Многие просили его, однако он почему-то не стал этого делать (видимо, не считая нужным вмешиваться в естественный ход событий на рынке), невнятно объясняя свой отказ тем, что рискованные ипотечные кредиты якобы трудно проконтролировать. Наверное, дело в

---

<sup>605</sup> К мнению Рубини, как и других предсказателей кризиса, я отношусь с большой осторожностью. Если начать предсказывать будущий кризис, ты обязательно окажешься прав – рано или поздно кризис случится.

<sup>606</sup> Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис. Экстренный курс подготовки к будущим потрясениям // Рубини Н., Мим С. – М.: Эксмо, 2011. – С. 87.

том, что Гринспен вообще считал рискованные и необеспеченные ипотечные кредиты полезными, как неотъемлемую часть свободного рынка. По его мнению, такие кредиты были важной финансовой инновацией – ведь именно они давали возможность приобрести жильё большому количеству людей.

Возможно, Гринспен, известный сторонник дерегуляции рынков (сделавший в этом направлении немало полезного), действительно верил, что пузырь на рынке ипотечных кредитов – результат дерегуляции. Хотя лично я не думаю, что такой хитрый лис, как Гринспен, не понимал происходящее. Вероятнее всего, он не вмешивался в раздувание пузыря из-за влияния финансового лобби – слишком много было заинтересованных (особенно в крупных банках, таких как Goldman Sachs) в построении гигантской пирамиды из ипотечных бумаг, чтобы любой ценой получить краткосрочную прибыль, не задумываясь о долгосрочных последствиях.

Одним из наиболее последовательных сторонников «доктрины Гринспена» оказался Бен Бернанке, в конце 1990-х не очень известный экономист из Принстонского университета. В одной из своих статей он утверждал, что ФРС не следует вмешиваться при возникновении бума на рынке ценных бумаг, потому что пузыри трудно обнаружить, а вмешательство ФРС приведёт к снижению цен на активы и, в результате, затормозит всю экономику<sup>607</sup>. Статья сразу стала популярной в финансовых кругах – в ней давалось обоснование «доктрины Гринспена», поддерживавшего цены на ипотечные активы даже в случае падения спроса на них.

Если говорить о дерегуляции рынков, то самым важным шагом была отмена закона Гласса – Стиголла 1933 года (разделявшего инвестиционные и коммерческие банки). С конца 1980-х ФРС разрешила коммерческим банкам заниматься операциями с ценными бумагами. Казалось бы, что в этом плохого с точки зрения рынка ценных бумаг? Но если вспомнить события 1930-х годов, когда был принят этот закон, становится понятно, в чём проблема. Банки охотно вовлекаются в крупномасштабные операции с ценными бу-

---

<sup>607</sup> Bernanke B. Monetary Policy and Asset Price Volatility / B. Bernanke, M. Gertler // New Challenges for Monetary Policy. – Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999. – P. 78.

магами, как и было перед кризисом 2007–2009 гг. И повышается риск.

В 1997 году коммерческий банк Bankers Trust приобрёл компанию, занимавшуюся ценными бумагами, и вскоре такие сделки стали обычными. Больше всего внимания привлекло слияние компаний Citicorp и Travelers, после чего объединёнными в одной организации оказались и банковское дело, и страховые услуги, и андеррайтинг ценных бумаг. Это противоречило существовавшим на тот момент законам, но финансовое лобби оказалось сильнее. В конце 1999 года конгресс принял закон о модернизации финансовых услуг, давший зелёный свет дальнейшим слияниям инвестиционных и коммерческих банков со страховыми компаниями и другими небанковскими организациями.

Главным сторонником окончательной отмены закона Гласса – Стиголла был сенатор Фил Грэм. А в 2000 году он протолкнул свой законопроект о модернизации товарных фьючерсов. В действительности этот не самый известный закон касался далеко не только товарных фьючерсов – он радикально ослаблял государственное регулирование большинства деривативов, в том числе и кредитно-дефолтных свопов. Такие свопы позволяли застраховать дефолт по ценным бумагам – как по обычным корпоративным облигациям, так и по синтетическим ипотечным бумагам, обеспеченным активами (CDO). К 2008 году кредитно-дефолтные свопы, о которых раньше не все и слышали, были выпущены на 60 триллионов (!) долларов. Они стали основной угрозой для всей мировой финансовой системы во время глобального финансового кризиса.

В 2004 году пять крупнейших инвестиционных банков привлекли все силы финансового лобби, чтобы убедить Комиссию по ценным бумагам и биржам снять ограничения на объём кредитов, которые могли брать подразделения банков, занимающиеся брокерскими услугами на рынках ценных бумаг. В такое наиболее богатое время, когда возможность получить прибыль была максимальной, дополнительные миллиарды долларов очень быгодились банкам. Комиссия дала своё разрешение, что сильно увеличивало риск при кредитных операциях. Инвестиционные банки сразу же воспользовались возможностью и стали увеличивать свои кредитные рычаги до 20 к 1 и даже 25 к 1, хотя в коммерческих банках (которые больше регулировались государством) кредитное плечо не должно было превышать 12,5 к 1.

Закон о местных реинвестициях, принятый ещё в 1977 году, тоже сыграл свою роль в раздувании ипотечного пузыря. Закон, запрещавший дискриминацию со стороны банков в отношении лиц с низкими доходами, был принят тогда из лучших побуждений. А то, что в середине 2000-х годов он будет использован для обоснования практики выдачи явно рискованных ипотечных кредитов, в 1977 году было трудно предположить. На первый взгляд, именно этот закон привёл к непомерному раздуванию деятельности ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac. В действительности рынок рискованных ипотечных бумаг расширился до столь грандиозных масштабов главным образом благодаря деятельности частных ипотечных компаний, легко раздававших необеспеченные кредиты кому попало. Хотя и агентства Fannie Mae и Freddie Mac тоже приложили к этому свою руку – принятые в 1990-е годы законы обязали их приобретать от заёмщиков с доходами ниже среднего уровня не менее определённого количества ипотечных закладных (в 1997 г. – 42% всех купленных ими закладных).

А вот то, что правительство длительное время пропагандировало свою поддержку в случае приобретения жилой недвижимости в кредит, безусловно сыграло свою роль в раздувании ипотечного пузыря. Поддержка проявлялась как в сниженном налогообложении сумм, направленных на покупку домов в кредит, так и в государственных субсидиях для Fannie Mae и Freddie Mac. Всё это создавало благоприятные условия для роста спекулятивного пузыря на рынке недвижимости.

Ну и, конечно, решающую роль сыграла неспособность правительства своевременно реагировать на финансовые инновации, особенно касающиеся рынка синтетических деривативов, таких как кредитно-дефолтные свопы, или на появление и разрастание целой системы «теневых банков», начиная с Pacific Investment Management Company (PIMCO). Эти частные финансовые компании по своим функциям напоминали банки, принимая депозиты, выдавая кредиты и инвестируя капиталы. Но они не подлежали регуляции, предусмотренной для банков, что сразу переводило их деятельность в сферу повышенного риска.



### *Глобальный дисбаланс сбережений и инвестиций*

Когда ФРС по инициативе Гринспена с 2004 по 2006 год подняла федеральную дисконтную ставку с 1% до 5,25%, все ожидали, что соответственно станут расти ипотечные процентные ставки, но этого не произошло. Гринспен назвал это «загадкой рынка облигаций», но объяснение было во взаимосвязанности глобальной экономики. Реальные процентные ставки, под которые можно было получить кредит в Америке, определялись дисбалансом сбережений и инвестиций на мировом финансовом рынке. Избыток сбережений возник в Китае, а также Японии и Германии.

Вначале эти капиталы вкладывались в американские государственные облигации. Но так как процентные ставки по американским государственным бумагам были слишком низкими, иностранные инвесторы стали вкладывать капиталы в облигации Fannie Mae и Freddie Mac, а потом и в ипотечные бумаги, гарантированные этими агентствами. А некоторые инвесторы и финансовые компании (особенно из Германии) пошли ещё дальше и стали вкладывать капиталы в рискованные CDO. В общей сложности к этим инвесторам перешло 40–50% ценных бумаг, выпущенных в предкризисные годы в США, и они в немалой мере помогали раздувать спекулятивный пузырь.

Какую реальную роль сыграли иностранные инвесторы в раздувании спекулятивного пузыря на американском рынке ипотечных бумаг? Ведь легко возникает соблазн свалить всю вину на глобальный избыток сбережений, на дисбаланс сбережений и инвестиций, ну и на китайцев – основной источник сбережений. Тем более что Китай – страна не вполне открытая, а её политические цели не всегда понятны. Так можно легко прийти к предположению, что Китай специально накачивал своими деньгами американскую экономику с целью вызвать кризис на рынке ипотечных бумаг и в конечном счёте ослабить Америку. А потом самому выйти в мировые лидеры. Вряд ли такая логика правдоподобна (хотя об этом иногда пишут СМИ). А главное, что она уводит в сторону от понимания реальных проблем, накопившихся в предкризисные годы в мировой экономике в целом и, в частности, в Штатах. Ведь свалить причины кризиса на геополитическую игру Китая проще всего.

Однако, глобальный дисбаланс сбережений и инвестиций действительно существовал, а избыточные сбережения инвестировались именно на американском рынке ценных

бумаг. Что дало возможность американцам продолжать жить в долг – причём, чем дальше, тем больше. Срабатывала вера в то, что страна с крупнейшей в мире экономикой – надёжный должник. И можно спокойно вкладывать свои капиталы в американские ценные бумаги, не обращая внимания на рост долгов США. А в Штатах участники рынка при виде этого постоянно льющегося потока иностранных капиталов думали, что так будет всегда. Хотя скорее всего они сосредоточились на возможности получить сиюминутную прибыль, всё больше полагаясь на заёмные средства и на увеличение кредитного рычага<sup>608</sup>.

Рост кредитных рычагов приводил к созданию огромных долговых пирамид. Инвестор, использовавший кредитный рычаг 4:1, брал 10 млн долларов своего капитала и 30 млн кредита, затем вкладывал полученные 40 млн в хедж-фонд. Фонд, решивший работать с таким же кредитным рычагом, брал дополнительный заём в банке – 120 млн долларов, добавлял к 40 млн, полученным от инвестора, и вкладывал в другой фонд – скорее всего, в рискованные CDO. Сумма вырастала до 160 млн при том, что начальный капитал инвестора составлял всего лишь 10 млн. И так далее, до бесконечности – или почти до бесконечности, смотря по обстоятельствам на рынке. Пока рыночная стоимость ценных бумаг (в данном случае – ипотечных CDO) росла или хотя бы оставалась без изменений – в такой схеме особых проблем нет, все так делали и делают на финансовом рынке. Но если цена бумаг начинает снижаться, как в 2008 году, вся схема сразу рушится. Инвесторы стараются избавиться от падающих в цене CDO, их стоимость от этого ещё больше опускается, и начинается всеобщая паника.

---

<sup>608</sup> Кредитные рычаги стали расти гораздо раньше. С 1960 по 1974 год в американских банках они увеличились почти на 50%, а с 1980-х годов – ещё больше. Показателен рост с 1981 по 2008 год совокупных долгов частного сектора американской экономики (финансовых учреждений, частных компаний и домохозяйств) со 123% ВВП до 290% ВВП. Долги корпораций выросли умеренно – с 53% до 73% ВВП. А вот долги домохозяйств увеличились с 48% до 100%. Больше всего возросло отношение суммы долговых обязательств домохозяйств к их доходам – с 65% до 135% (главным образом, за счёт роста кредитных рычагов на ипотечном рынке – все стремились покупать дорогие дома, вкладывая всё меньше и меньше собственных капиталов благодаря всевозможным хитроумным кредитам и прочим финансовым инновациям). Но больше всего долги выросли в финансовом секторе – с 22% ВВП до 117% (Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис. Экстренный курс подготовки к будущим потрясениям // Рубини Н., Мим С. – М.: Эксмо, 2011. – С. 98–99).

## *Упадок Америки?*

По данным опроса Института Гэллапа, в 2000 году 65% американцев считали, что их страна – лидер мировой экономики. В 2008 году так думали только 33%, а для 40% лидером был Китай. Однако по данным за 2015 год вклад в мировой ВВП у США 24,3%, а у КНР гораздо меньше – 14,8%, хотя количество населения в Штатах в четыре раза меньше<sup>609</sup>.

На конкуренцию для американской экономики со стороны Китая сегодня при всём желании уже трудно закрывать глаза. Правда, оптимисты (а может быть, консерваторы) говорят, что подобные угрозы для экономической мощи США возникали каждые 10–20 лет. В 1960-е годы многие считали, что угрозу представляет собой быстро растущая экономика Германии, в 1980-е – Японии. Но прошло время, говорят они, ни Германия, ни Япония Америку не обогнали, не обгонят и Китай с Индией. Однако такая логика основана только на истории второй половины XX века. А с точки зрения долгосрочных трендов все могущественные государства, империи и цивилизации знали периоды расцвета, за которым неизбежно наступал упадок. А лидерами становились другие народы. Так было всегда, и нет оснований думать, что сейчас должно быть как-то иначе. Когда-то на смену Венеции пришёл Амстердам, потом лидерами стали Лондон и Нью-Йорк. Вряд ли чередование мировых финансовых столиц на этом закончится.

Говоря о нарастающем упадке США, часто в качестве примера приводят изменения, происходившие на Нью-Йоркской бирже NYSE в последние десятилетия. До конца 1990-х она была одним из важнейших центров притяжения на мировом рынке ценных бумаг. В 1990-е годы за десятилетие количество компаний, зарегистрированных на этой бирже, выросло в четыре раза, и это при том, что на лондонской и других европейских биржах их количество сокращалось. Но картина изменилась в 2000-е годы. В начале десятилетия более 80% капитала, привлечённого за счёт IPO на мировых рынках, поступило из США, в конце этого же десятилетия – всего лишь 10%. Цифры показательные<sup>610</sup>. В начале 2000-х

---

<sup>609</sup> The \$74 Trillion Global Economy in One Chart. – [www.visualcapitalist.com](http://www.visualcapitalist.com).

<sup>610</sup> Pagano M. The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad / M. Pagano, A. Roell, J. Zechner // *Journal of Finance*. – 2002. – Vol. 57, № 6. – P. 2651–2694.

годов регистрируемых на NYSE новых компаний было в 3,5 раза больше, чем исключённых. А к концу десятилетия на одну зарегистрированную компанию приходилось 14 исключённых – участники стали массово покидать Нью-Йоркскую биржу.

Основная причина – чрезмерное регулирование американского рынка ценных бумаг (да и финансового рынка в целом), а также рост активности других мировых бирж. Поскольку операции с ценными бумагами будут проводиться там, где это дешевле и выгоднее, то неудивительно, что к концу 1990-х годов количество таких операций на биржах других стран превысило их количество в США (хотя в начале 1980-х годов более половины таких операций проводилось на американских биржах)<sup>611</sup>.

А что говорят оптимисты? По поводу упадка США они заявляют, что главное конкурентное преимущество американцев – сильный дух предпринимательства и традиции демократического капитализма (органы политической власти защищают экономические и политические свободы, а органы судебной власти обеспечивают исполнение контрактов и защиту прав собственности). Именно поэтому американская экономика «остается на плаву и тогда, когда она должна была бы рухнуть»<sup>612</sup>.

Своя логика в этом есть – за всю историю США экономика переживала множество спадов, в том числе таких масштабных, как в 1929 или в 2007–2009 годах. И действительно, ни один из этих кризисов не смог обвалить американскую экономику.

---

<sup>611</sup> Halling M. Where Is the Market? Evidence from Crosslisting in the US / V. Halling, M. Pagano, O. Randl, J. Zechner. – University of Vienna working paper, 2006. – 29 p.

<sup>612</sup> Samuelson R. US Shouldn't Fear Rise of China, India / R. Samuelson. – 2005. – YaleGlobal Online. – <http://yaleglobal.yale.edu>.

## Часть 5

### Конец великой эпохи (кризис 2007–2009 годов)

#### *Чёрный лебедь*

Повод (хотя и не причина) для всех эпохальных событий, в том числе разрушительных мировых финансовых кризисов, – стечение неблагоприятных обстоятельств. Каждое из них по отдельности не привело бы к таким масштабным последствиям, но когда они пересекаются все вместе в пространстве и времени, происходит нечто, выбивающее всех нас из привычной колеи. Это события, которые Нассим Талеб назвал «чёрными лебедями». Можно любить или не любить Талеба (это дело личного предпочтения), но символ «чёрного лебедя», появляющегося как бы внезапно и меняющего ход истории, у него удачный. Таким «чёрным лебедем» стал кризис 2007–2009 годов, влияние которого мы ощущаем до сих пор.

Где только не искали причины этого кризиса – и в рискованных ипотечных кредитах, и в недооценке финансовых рисков, и в переизбытке свободных денег, и в глобальном дисбалансе инвестиций и сбережений, и в сбое банковской системы. На самом деле причиной стало именно стечение всех этих обстоятельств. Главным из них было, конечно, большое количество рискованных ипотечных кредитов, выданных из-за ложной уверенности, что цены на недвижимость будут только расти.

На таком ненадёжном основании выросло невероятное нагромождение из ипотечных облигаций (созданных с помощью секьюритизации ипотечных кредитов). Оно было увенчано ещё более огромным пузырьём из кредитно-дефолтных свопов, выпущенных для страхования ипотечных облигаций от снижения их цены. Когда цены на недвижимость достигли предела и стали снижаться (что было закономерно – не могли же они расти бесконечно), вся эта шаткая конструкция начала рушиться, вызвав события бурных 2007–2009 годов и крах всей «алхимии финансов».

Немалая доля ответственности за кризис – на Алане Гринспене, председателе ФРС (до 2006 года). Это при нём процентные ставки сохранялись слишком долгое время на очень низком уровне, что означало доступность кредитов. Так надулся рискованный пузырь ипотечных займов, стои-

мость которого достигала 14 трлн долларов. Когда Майкл Льюис написал свою первую и принёсшую ему известность книгу «Покер лжецов», он «не мог допустить, что в мире финансов 1980-е годы затянутся ещё на добрых два десятилетия и что количественная пропасть между Уолл-стрит и реальной экономикой в конце концов перерастёт в качественную. Что трейдер может зарабатывать 47 млн долларов в год и чувствовать себя обделённым». И что рынок ипотечных облигаций, казавшийся в 1980-е годы такой перспективной идеей, «обернётся одной из самых грандиозных финансовых катастроф в истории»<sup>613</sup>. Предупреждений о приближающемся кризисе было более чем достаточно, но все те, кто наживался на перегретой экономике, от таких прогнозов просто отмахивались, обвиняя критиков в вечном пессимизме.

### *Перед бурей*

Корни глобального финансового кризиса 2007–2009 годов можно искать в лопнувшем в 2000 году пузыре «доткомов»<sup>614</sup>. ФРС тогда за несколько месяцев снизила ставки с

---

<sup>613</sup> Льюис М. Большая игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы / М. Льюис. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – С. 8–9.

<sup>614</sup> А может быть, корни кризиса уходят ещё дальше, в 1977 год, когда был принят закон о местных реинвестициях. Он требовал от банков выдавать кредиты не только состоятельным заёмщикам, но и малообеспеченным. «Всё началось в первые горячие и безрассудные годы президентства Клинтона, наполненные стремлением изменить мир и помочь бедным». В 1993 году Клинтон назначил никому не известную Роберту Ахтенберг, дочь эмигрировавшего из России владельца небольшого продуктового магазина в Лос-Анджелесе, помощником министра жилищного строительства и городского развития, «несмотря на ярые протесты, возглавленные сенатором Джесси Холмсом». Президент Клинтон «превосходно понимал, что новые домовладельцы из числа чернокожих и испаноязычных избирателей станут верной опорой для него лично и для всей Демократической партии», хотя он не мог «не слышать предостережений людей, умудрённых опытом» (Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. – М.: Юнайтед Пресс, 2010. – С. 19–20). Не знаю, что на самом деле объединяло Клинтона и Роберту Ахтенберг, но внешне выглядело так, что они разделяли общее стремление помочь небогатым семьям купить собственный дом. В следующие два года пребывания на этом посту Роберта Ахтенберг с невероятной энергией начала давить на банки, чтобы заставить их выдавать ипотечные кредиты людям, не имевшим средств ни на первый взнос, ни на погашение кредита. Она добилась своего, банки облагались миллионными штрафами за дискриминацию, и с 1993 по 1999 год кредиты на покупку домов получило около 2 млн необеспеченных клиентов. По сути, для банков практика выдачи таких кредитов была беспрецедентной,

6,5 до 3,5%, а после событий 11 сентября – до 1%. Возникли все условия для бума, а требования к получению ипотечных кредитов всё больше снижались, чтобы любым способом оживить рынок. По масштабу и продолжительности бум на рынке жилой недвижимости не имел себе равных. В США цены на недвижимость выросли с 1997 по 2007 год на 124% (индекс S&P 500 за то же время упал на 8%), и 50% прироста экономики в 2005 году были связаны с раздуванием цен на жилую недвижимость. В Англии в те же годы цены на недвижимость выросли на 97% (хотя британский индекс FTSE упал на 10%). Ипотечный бум начался также во Франции, Испании, Австралии, Индии и других странах. Но именно американский и британский спекулятивные пузыри выделялись своими масштабами и скоростью роста<sup>615</sup>.

В США секьюритизация ипотечных активов приобрела такой масштаб благодаря мощной государственной поддержке в виде субсидий крупнейшим ипотечным агентствам Fannie Mae и Freddie Mac. Но в большинстве других стран секьюритизация никогда не пользовалась особой популярностью. Там ипотечный бум проявлялся в быстром росте цен на рынке недвижимости и общем ажиотаже. А создание синтетических ипотечных деривативов считалось запутанными американскими фокусами, с которыми никто не хотел связываться. Однако инвесторы (особенно в Германии) охотно и в огромных количествах покупали американские ипотечные бумаги CDO, часто плохо понимая саму их суть.

С началом бума темпы строительства жилой недвижимости быстро росли, а цены на неё с 2000 по 2005 год увеличились на 50%. А когда темпы роста цен на жильё превысили процент по ипотечным кредитам, это стало поводом для начала массовых спекуляций с недвижимостью. Многие стали покупать больше домов и квартир, чем им было реально нужно для жизни. В 2005 году около 40% всех домов было куплено с целью выгодных инвестиций и получения

---

но пока рынок недвижимости рос, особых проблем это не создавало, а дефолты по ипотечным закладным были редким явлением.

<sup>615</sup> К концу 2007 года британцы превратились в «спекулянтов недвижимостью, погрязших в долгах», их ипотечные кредиты достигли 137% доходов, а общая задолженность – 177% доходов. При этом отношение объёма строительства к объёму перепродаж домов уменьшилось от 50% в 1999–2000 годах до 20% в 2007–2008 годах. В большинстве случаев происходило не вложение капиталов в постройку новых домов, а перепродажа уже существующих (Wolf M. US House Solution is not a Good One to Follow / M. Wolf // Financial Times. – 2008. – Sept. 9).

прибыли<sup>616</sup>. В этом году около половины ВВП США было связано с ипотечным рынком – как непосредственно (строительство и покупка домов), так и косвенно, через сложные схемы рефинансирования ипотечных закладных<sup>617</sup>.

С 2001 по 2005 год характер рынка ипотечного кредитования существенно изменился – доля рискованных (subprime) кредитов ненадёжным заёмщикам стала быстро расти<sup>618</sup>, а 80% всех ипотечных закладных были секьюритизированы и превращены в ценные бумаги. Вначале казалось, что в рискованных ипотечных кредитах никаких проблем быть не должно. Ведь никто (или почти никто) не верил, что цены на недвижимость могут начать снижаться. К тому же рискованные ипотечные кредиты были и раньше, хотя никогда не имели массового характера, пока в эпоху «нулевых» ими не стали заниматься крупнейшие ипотечные компании и ведущие банки, привлечённые перспективой получить миллионы новых клиентов.

С 2003 по 2005 год неплатежи по ипотечным кредитам были редкими. Однако с 2003 года кредиторы, исчерпав свою потенциальную клиентуру, стали привлекать совершенно другой контингент заёмщиков, не имевших ни доходов, ни работы, ни активов. Их соблазняли возможностью получить кредит с нулевым первым взносом и перспективой его рефинансирования под залог купленного дома. Такая практика быстро распространялась, и объём кредитов под залог ещё не оплаченного дома вырос с 20 млрд долларов в начале 1990-х годов до 600–700 млрд в середине 2000-х годов.

Банки стали объединять рискованные ипотечные кредиты в пулы, выпуская под их обеспечение новые ценные бумаги – облигации, обеспеченные ипотечными долговыми обязательствами (CDO). Затем эти эмиссии «нарезали»

---

<sup>616</sup> Mason J. How Resilient are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions? / J. Mason. – <https://papers.ssrn.com>.

<sup>617</sup> За счёт кредитов под залог жилой недвижимости (чаще всего не полностью выплаченной) потребители получили с 1997 по 2005 год более 9 трлн долларов. Доходами от таких кредитов тогда финансировалось около 3% всех потребительских расходов, а в 2006 году они достигли 10% всех доходов домохозяйств (Feldstein M. Housing, Credit Markets and the Business Cycle / M. Feldstein. – NBER Working Paper, № 13. Oct. 2007. – P. 471).

<sup>618</sup> В 1996 году объём рискованных кредитов составлял 96,8 млрд долларов, в 2002 году – уже 421 млрд из 3038 млрд (суммарная стоимость всех ипотечных кредитов), в 2006 году – 640 млрд из 2886 млрд (Вайн С. Глобальный финансовый кризис: механизмы развития и стратегии выживания / С. Вайн. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 78–79).



вдоль и поперёк на множество траншей с разными процентными ставками и уровнями риска. Все считали, что целое безопаснее его частей, поэтому риск дефолта по ипотечным облигациям, объединившим в себе множество первоначальных ипотечных кредитов, был ниже, чем по самим кредитам. CDO стали теми новыми финансовыми инструментами, которые и раздували грандиозный пузырь на рынке ипотечного кредитования. То же касалось и кредитно-дефолтных свопов (CDS)<sup>619</sup>.

Условия для их массового распространения создал закон о модернизации финансовых услуг 1999 года. Он был примечателен не только отменой закона Гласса – Стиголла<sup>620</sup>, но и тем, что дерегулировал рынок кредитно-дефолтных свопов. Особенно важные последствия имело положение закона, разрешавшее то, что раньше было запрещено. Кредитно-дефолтные свопы, страхующие риск дефолта по определённым ценным бумагам, теперь могли покупать все. Это открывало широчайшие просторы для игры на понижение, и в предкризисные времена некоторые банки и хедж-фонды охотно такой возможностью воспользовались, сделав ставку на крах крупных ипотечных компаний. Кроме того, количество этих «страховых полисов» росло так быстро, потому что под одну облигацию CDO могло быть выпущено сколь угодно большое количество кредитно-дефолтных свопов. Однако занимавшиеся подобными опе-

---

<sup>619</sup> Рынок CDO с 2000 по 2006 год вырос с 275 млрд до 4,7 трлн долларов, а рынок CDS рос в четыре раза быстрее – с 920 млрд долларов в 2001 году до 62 трлн в конце 2007 года (Скидельски Р. Кейнс. Возвращение мастера / Р. Скидельски. – М.: Юнайтед Пресс, 2011. – С. 29).

<sup>620</sup> «Я знал, что закон Гласса – Стиголла был очень продуманно создан для защиты банковских вкладов, для того, чтобы никакой кризис не смог охватить финансовый сектор и обрушить его, как карточный домик или выстроенные в ряд костяшки домино. Он успешно удерживал эти костяшки на безопасном расстоянии друг от друга на протяжении почти семи десятилетий. И вот теперь всему пришёл конец», когда начали сводить воедино, «сдвигать поближе разные части финансового сектора. Я помню, как меня взволновали новости по телевизору 12 ноября 1999 года... президент Клинтон подошёл к столу и, возможно, с неохотой подписал закон о модернизации финансовых услуг» – это был известный закон Грэмма – Лича – Блайли, отменявший закон Гласса – Стиголла. А «менее чем через десять лет это привело на грань краха весь мир» (Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. – М.: Юнайтед Пресс, 2010. – С. 23). И действительно, закон Гласса – Стиголла был принят после того, как во время «Великого краха» 1929 года многие банки развалились, растратив сбережения вкладчиков – они использовали их в игре на рынке ценных бумаг.

рациями банки и другие финансовые организации так увлеклись, что взвалили на себя невероятную гору долгов.

Новые синтетические ипотечные ценные бумаги (CDO) были очень запутаны и далеки от первоначальных ипотечных кредитов<sup>621</sup>, что создавало впечатление безопасности этих инструментов, имевших к тому же высокий рейтинг<sup>622</sup>. Они стали так популярны среди инвесторов, что к эмитентам CDO – банкам и крупным ипотечным компаниям – устремились потоки денег. Прибыли были настолько большими, что эти банки и компании, стремясь расширить количество заёмщиков, стали снижать требования по кредитам, перестав проверять доходы новых клиентов.

Им предлагались ипотечные кредиты с очень малым (а потом и с нулевым) первоначальным взносом, доступным всем желающим. Правда, в таких кредитах был плавающий процент, низкий первые два года, а потом начинающий расти. Но большинство заёмщиков об этом не задумывалось, а чаще всего – просто плохо понимало. Всё было основано на слепой вере в то, что цены на недвижимость будут только расти. И тогда через пару лет заёмщики смогут рефинансировать ипотечный кредит либо выгодно продать дом и погасить долг. А раз так, то и проблемы нет.

---

<sup>621</sup> Хотя механизм выпуска CDO отчасти напоминал секьюритизацию активов, но было и существенное отличие – при секьюритизации в её основе были однородные активы (ипотечные закладные). А при выпуске CDO начали намеренно смешивать различные активы, в том числе и другие CDO. Это делалось для того, чтобы CDO создавались на основе инструментов, между ценой которых была слабая корреляция. Считалось, что в этом случае в основу CDO положен диверсифицированный портфель активов, вероятность одновременного дефолта по которым снижается. В отличие от ипотечных облигаций, где базовым активом были пакеты первоначальных закладных по ипотечным кредитам, в основе CDO обычно были пакеты ипотечных облигаций с самым низким кредитным рейтингом BBB. После выпуска CDO их рейтинг искусственно повышался до AAA (рейтинговые агентства шли на это за хорошее вознаграждение) за счёт создания якобы диверсифицированного портфеля активов. Таким образом реальные риски скрывались и преуменьшались, а CDO с рейтингом AAA можно было продавать в больших количествах не очень искушённым инвесторам (особенно в Европе). Парадокс состоял в том, что в 1980-е годы облигации, обеспеченные ипотечными кредитами, выпускались для переноса риска таких кредитов на облигационный рынок. Говоря иными словами – для уменьшения риска. А в 2000-е годы выпуск CDO происходил, по сути, уже не для переноса рисков, а для их сокрытия за счёт усложнения и запутывания.

<sup>622</sup> В разгар бума наивысший рейтинг AAA имели 60% CDO, что уже само по себе странно. В обычных условиях такой рейтинг у менее 1% самых надёжных корпоративных облигаций (Раджан Р. Линии разлома: скрытые трещины, всё ещё угрожающие мировой экономике / Р. Раджан. – М.: Изд. Института Гайдара, 2013. – С. 248).

Секьюритизация ипотечных кредитов и выпуск CDO настолько распространились, что накануне кризиса синтетические финансовые продукты составляли почти половину всех торговавшихся ценных бумаг. Ещё больше было выпущено кредитно-дефолтных свопов, объём которых достиг перед кризисом, по разным оценкам, от 42 до 62 трлн долларов (при том, что капитализация всего американского рынка ценных бумаг в 2007 году составляла 18,5 трлн долларов, из них рынка государственных облигаций – 4,5 трлн)<sup>623</sup>.

«Одним из секторов, на которые пришлась лавина доли притока ликвидности, были высокодоходные ценные бумаги, выпущенные под американские низкокачественные ипотечные кредиты. Спрос на такие бумаги вырос очень сильно. Риски, связанные с ними, казались минимальными в условиях стабильного роста цен на жильё и... низкого уровня просрочек платежей». Поэтому и чрезмерная доходность секьюритизированных низкокачественных ипотечных кредитов «выглядела очень соблазнительно. Хедж-фонды, пенсионные фонды и банки по всему миру буквально расхватывали эти инструменты, заставляя Уолл-стрит и других американских эмитентов ипотечных бумаг увеличивать спрос на низкокачественные кредиты»<sup>624</sup>.

Доля низкокачественных и рискованных (subprime) кредитов в общем объёме ипотечных кредитов стала быстро расти, и в конце 2005 года за счёт секьюритизации ипотечных активов под 80% этих кредитов были выпущены ценные бумаги (в 2001 году – только под 50% кредитов). «К кризису привела неправильная оценка подобных рискованных активов. Когда рынки превращают в мусор бумаги с высокими рейтингами, инвестиционное сообщество охватывает неопределённость»<sup>625</sup>. Так начинается кредитный кризис.

---

<sup>623</sup> Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – С. 20.

<sup>624</sup> Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 482.

<sup>625</sup> «Недоверие распространяется на всю совокупность CDO и других экзотических финансовых инструментов... Когда до инвесторов доходит, что какое-то количество коммерческих бумаг обеспечено, например, низкокачественными ипотечными активами, они без разбору сбрасывают все краткосрочные коммерческие бумаги и переходят на безрисковые казначейские векселя. Цена этих бумаг падает... эмитенты таких бумаг начинают просить свои банки открыть кредитные линии или просто помочь. Балансы банков и без того обременены миллиардными промежуточными кредитами, представленными для финансирования корпоративных слияний и выкупов... Однако возможностей для осуществления таких сделок больше нет, и банкам приходится сокращать финансирование» (Гринспен А. Эпоха потрясе-

### *Конец великого кредитного пузыря*

За время долгого экономического подъёма, длившегося с небольшими перерывами с конца 1980-х годов, сильно возросло стремление среднего класса к богатой жизни – пример ему подавала элита. В конце 1970-х годов 1% самых богатых получал около 9% всех доходов страны, а в 2007 году – 23,5%<sup>626</sup>. Подобная концентрация капиталов в руках богатых была и перед крахом 1929 года.

Само по себе это, конечно, не было причиной кризисов, но по мере роста богатства элиты оно всё больше начинало будоражить воображение среднего класса. Новые дома, машины, бытовая техника, электроника – всем хотелось это иметь. А единственный способ получить желаемое – кредиты, кредиты и бесконечно растущая гора долгов. Такое же увлечение займами было и перед кризисом 1929 года.

«Сверхпузырь» (super-bubble) был основан на самом главном тренде – росте объёмов кредитования, вместе с основной неверной предпосылкой: рыночным фундаментализмом с его верой в то, что рынки должны быть свободны от всякого регулирования.

Так же как пузырь на рынке ипотечных кредитов и связанных с ними производных ценных бумаг был основан на ложной вере в то, что цена недвижимости будет только расти, кредитный «сверхпузырь» был основан на столь же ложной вере, что рынки как-то сами собой урегулируют создание новых изощрённых кредитных инструментов. Это привело к тому, что в 2008 году вся мировая финансовая система была поставлена на грань развала, а кризис стал окончанием целой эпохи.

### *Проблема глобальной недооценки риска*

Очевидно, что кризис спровоцировали убытки по секьюритизированным американским низкокачественным ипотечным кредитам. Однако фундаментальная причина кризиса гораздо шире – она в глобальной недооценке риска, нараставшей в течение нескольких лет до исторического

---

ний. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 483–484).

<sup>626</sup> Райх Р. Послешок. Экономика будущего / Р. Райх. – М.: Карьера-пресс, 2012. – С. 5–6.

максимума. В истории и раньше немало было длительных периодов недооценки риска, приводивших к кризисам, и никто заранее не знает, когда наступает конец такого периода.

Истоки проблемы находятся далеко от событий предкризисных лет. С самого начала 2000-х годов из-за низкой инфляции значительно увеличились темпы роста развивающихся стран, особенно Китая. В этих странах по сложившейся традиции жители откладывали в сбережения гораздо больше, чем в развитых. И на мировых финансовых рынках накопление стало преобладать над инвестированием. Из-за этого быстро начали снижаться долгосрочные процентные ставки. Это отмечалось почти во всех странах мира, и к 2006 году уровень инфляции и процентные ставки везде были ниже 10%. А после снижения ставок начался рост цен на активы.

С 1985 по 2005 год повышение рыночной стоимости ценных бумаг и недвижимости значительно опережало рост доходов. А покупка этих активов финансовыми посредниками создавала поток свободных капиталов, устремившийся в инвестиционные банки, фонды прямых инвестиций, хедж-фонды и пенсионные фонды. Инвесторы, почему-то всегда слепо верящие в стабильность финансовой системы, стали приобретать низкокачественные, но более доходные активы. Особенно будоражил инвесторов рост стоимости недвижимости. Так начался ипотечный бум.

#### *Мина замедленного действия: CDS*

В 2006 году рынок кредитно-дефолтных свопов (CDS) стал самым крутым и модным бизнесом. Пока этот рынок рос и никто не обанкротился, казалось, что это всего лишь ещё один способ делать деньги из воздуха. А к 2008 году объём рынка достиг 80 трлн долларов. Это был невероятно огромный рынок с невообразимым риском. Если один из его участников не мог исполнить свои обязательства перед другим, тот терял колоссальные деньги. И когда риски банков начали возрастать в 2008 году, цена выданных ими CDS стала меняться не только из-за риска объекта страхования, но и из-за риска страхователя (ведь цена CDS зависела от кредитного рейтинга не только заёмщика, но и банка-страховщика).

Если одна компания или банк давали другой кредит в миллиард долларов по 13% и покупали в банке-посреднике кредитно-дефолтные свопы для страховки риска невозврата займа (в этом случае, скорее всего, по цене 8% от суммы кредита), банк получал 80 млн долларов в год. О том, что при возникновении проблем банк должен будет заплатить миллиард долларов, старались не задумываться. Или предлагали взять другому банку на себя часть риска – например, 90%. Тогда первый банк получал бы 8 млн в год при ответственности за 10% риска по кредиту, а банк-партнёр – 72 млн при ответственности за 90% кредита.

В 2001 году объём рынка CDS составлял 800 млрд долларов, а в 2006 году – 26 трлн, в восемь раз превышая стоимость застрахованных ценных бумаг (преимущественно ипотечных облигаций). Более половины CDS было выпущено для спекулятивных целей – у их владельцев не было ни одной ипотечной облигации. Пределов роста у этого рынка не было. Клиенты покупали у банков CDS на любую сумму, какую хотели, а банки получали свою прибыль, не задаваясь вопросом, есть ли вообще у клиентов облигации, для страхования которых они покупают CDS, или же они ведут игру на понижение. И это при том, что такими свопами занималось не так много крупнейших участников рынка, которые вполне могли его контролировать<sup>627</sup>.

В сущности, всё это было пари на большие деньги, азартной игрой на чужие ценные бумаги, запрещённой до 2000 года, когда закон о модернизации финансовых услуг легализовал в США такую игру. После этого Комиссия по ценным бумагам и биржам не установила никаких ограничений на подобные операции – видимо потому, что не понимала сути непрозрачного и нерегулируемого рынка CDS. А ведь при своих объёмах он мог разрушить всю американскую финансовую систему<sup>628</sup>.

---

<sup>627</sup> С кредитно-дефолтными свопами работало только 17 банков, основными из которых были Bank of America, Barclays, Citigroup, Credit Suisse, HSBC, Goldman Sachs, JPMorgan Chase, Lehman Brothers, Royal Bank of Scotland, UBS. Чтобы иметь возможность выплатить застрахованные суммы по кредитно-дефолтным свопам, этим банкам необходимо было иметь резервы 5–10 триллионов долларов, что было, конечно, нереально.

<sup>628</sup> ВВП США составлял в 2006 году 13,8 трлн долларов, а рынок CDS – 26 трлн (в 2008 году – 80 трлн долларов).

### *Начало спада на рынке недвижимости*

На рынке ипотечных кредитов и выпущенных под их обеспечение ценных бумаг образовался огромный пузырь. Многие верили, что покупатели недвижимости всегда смогут получить новый ипотечный кредит с выплатой низких процентов в первые два года. Но в 2004–2006 гг. ФРС стала поднимать ставку, повысив её с 1% до 5,25% и удерживая на таком уровне до августа 2007 года. Удорожание кредитов должно было подавить инфляцию и затормозить раздувание кредитного пузыря. Однако это вызвало падение цен на недвижимость и привело к увеличению количества неплатежей в 2007 году, что потом стало причиной обвала на рынке ипотечных кредитов. Дэвид Виниар, в то время финансовый директор Goldman Sachs, говорил в интервью Financial Times, что в августе 2007 года рынок стал нестабильным и на нём происходили настолько сильные колебания цен, что они в 25 раз превышали стандартный диапазон<sup>629</sup>.

Перегретый до нездорового ажиотажа рынок ипотечно-го кредитования стал остывать. «Великий бум на рынке недвижимости» пошёл на убыль, «но потребовалось какое-то время, чтобы большинство людей это заметили». Когда цены выросли до уровня, при котором покупка дома стала недоступна даже без первоначального платежа и при кредитах по самой выгодной ставке, объём продаж начал замедляться и «послышался шипящий звук воздуха, выходящего из пузыря»<sup>630</sup>.

В середине 2006 года рост цен на недвижимость прекратился и цены начали снижаться. Вначале это снижение было небольшим – во втором квартале 2007 года лишь на 3% ниже, чем за год до того. Но важна была сама смена тренда, смена настроения. Тем более что через год, во втором квартале 2008 г., цены упали уже на 15%. Как раз в это время закончились два года низкого привлекающего процента по кредитам, и масса заёмщиков, у которых не просили предоставить сведения о доходах (либо они сами давали ложные сведения), перестали платить. К концу 2006 года дефолт был объявлен по 10% ипотечным кредитам, что подорвало

---

<sup>629</sup> Larsen P. Goldman Pays the Price of Being Big / P. Larsen // Financial Times. – 2007. – Aug. 13.

<sup>630</sup> Кругман П. Возвращение Великой депрессии? Мировой кризис глазами нобелевского лауреата / П. Кругман. – М.: Эксмо, 2009. – С. 259.

все расчёты, положенные в основу ипотечных ценных бумаг.

Ведь главный аргумент в пользу рискованного ипотечного кредитования был в том, что при постоянно растущих ценах для кредитора не важно, сможет ли заёмщик выплатить свой ипотечный долг. Заёмщик, столкнувшись с невозможностью выплачивать кредит, мог обратиться к рефинансированию либо продать дом и погасить долг. А когда цены стали падать, вся картина изменилась. Если бы кредитор решил за неуплату отобрать у заёмщика дом и продать его, это оказалось бы не так просто – с учётом износа и падающих цен реальная цена дома была бы примерно в два раза ниже, чем первоначальный размер займа. Поэтому и вся эта схема утрачивала смысл.

В середине 2006 года началась волна массовых неплатежей. Сотни тысяч домовладельцев были выселены из своих домов и переехали в съёмное жильё. На продажу было выставлено 600 000 невыплаченных домов, и еще 150 000 новых (их начали строить до спада) выставили застройщики, понявшие, что дело идёт к сокращению рынка. До начала 2007 года подавляющее большинство участников ипотечного рынка не хотело признавать нарастающих проблем, говоря лишь о временных затруднениях, что ещё больше усиливало общую напряжённость.

Однако к середине 2007 года дефолты по ипотечным кредитам приобрели массовый характер. «Не имеющие ни средств, ни работы домовладельцы, столкнувшись с ростом процентов по закладным, начали разбегаться кто куда. Они бросали всё, забывали об уже внесённых платежах, клали ключи в почтовый ящик и растворялись в темноте... появилась целая армия дезертиров, которые оставляли новёхонькие дома и скрывались в беднейших районах, где они могли сводить концы с концами». Кое-где по ночам «образовывались настоящие пробки на дорогах, потому что именно в это время обитатели предпочитали исчезать из своих домов»<sup>631</sup>. Выплаты по тысячам закладных прекратились, и в финансовом мире началась настоящая буря. Стали разоряться ипотечные компании, а за ними и банки.

К началу 2008 года рынок ипотечных кредитов замер – предложение по недвижимости намного превысило спрос.

---

<sup>631</sup> Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. – М.: Юнайтед Пресс, 2010. – С. 249.



Большинство владельцев недвижимости заняли выжидательную позицию: они не хотели продавать свои дома ниже максимальной цены. Но долго это продолжаться не могло, и в середине 2008 года цены на жильё стали быстро снижаться<sup>632</sup>. А вслед за этим начали падать и ценные бумаги – в начале 2008 года низкокачественные рискованные CDO с самым низким кредитным рейтингом опустились в цене до 10% номинала.

Однако инвесторы до последнего верили, что транши CDO с рейтингом AAA надёжны – в октябре 2007 года, когда рынок уже начал обваливаться, они ещё продавались по цене, близкой к номиналу. Их стабильность была обманчива – масштабы ипотечного пузыря стали настолько велики (а цены на недвижимость завышены не меньше чем на 50%), что ни один финансовый инструмент, связанный с ипотечными кредитами, уже не мог считаться надёжным. Практически все, кто взял ипотечные кредиты в годы максимального раздувания пузыря, оказались в ситуации, когда стоимость кредита стала намного больше реальной стоимости дома.

### *Приближение кризиса*

Первые признаки приближения кризиса появились ещё в начале 2007 года, когда 22 февраля руководство крупного глобального банка HSBC<sup>633</sup> объявило об убытках в размере 10,8 млрд долларов, полученных на рынке ипотечных бумаг, и об увольнении руководителя американского подразделения, занимавшегося ипотечными кредитами. А 9 марта DR Horton, одна из крупнейших строительных компаний в США, сообщила о возможности убытков по ипотечным кредитам (особенно по рискованным кредитам subprime). Вскоре после этого, 12 марта, из-за угрозы банкротства прекратил торговать своими акциями один из крупнейших ипотечных кредиторов, New Century Financial<sup>634</sup>, а 2 апреля эта

---

<sup>632</sup> В итоге с марта 2006 по март 2008 года продажи жилой недвижимости уменьшились на 30%, этот рынок сильно сократился, а кредитование на нём вернулось к своей традиционной форме.

<sup>633</sup> Hongkong and Shanghai Banking Corporation с центральным офисом в Гонконге – один из старейших банков мира, основанный британцами в 1865 году.

<sup>634</sup> Компанию New Century Financial основали в 1995 году Брэд Моррич, Эдвард Готшалл и Роберт Коул в Ирвине (Калифорния). Они поняли, что

компания объявила о своём банкротстве – ей пришлось потратить миллиарды долларов на выкуп рискованных долгов<sup>635</sup>. После этого делать вид, что на ипотечном рынке всё нормально, было невозможно.

Компании, работавшие на рынке ипотечных бумаг, начали избавляться от своих огромных портфелей, хотя это уже было не так просто сделать. Одна из таких компаний, Accredited Home Lenders Holding, 16 марта 2007 года выставила на продажу с большой скидкой свой портфель рискованных ипотечных бумаг на 2,7 млрд долларов. Это было трудно не заметить, и рынок заволновался.

### *Индекс ABX вызывает тревогу*

Весной 2007 года расположенная в Лондоне компания Markit Group начала использовать индекс ABX, основанный на анализе рыночных цен кредитно-дефолтных свопов, обеспеченных ипотечными бумагами. Индекс показывал состояние рынка ипотечных бумаг (прежде всего – CDO) и был создан для повышения информационной прозрачности этого рынка. Когда наиболее рискованные транши ипотечных бумаг потеряли до 80% своей стоимости, индекс ABX вошёл в свободное падение. Это вызвало тревогу в финансовых кругах – если раньше ещё можно было пытаться закрывать глаза на состояние рынка ипотечных бумаг (как многие и делали), то после снижения индекса ABX это стало невозможно. Всему банковскому сектору, особенно «теневому банкингу», пришлось задуматься о переоценке своих активов. К тому времени CDO заметно снизились в цене, принеся немалые убытки и проблемы банкам, увязавшим в долгах. Банки начали накапливать деньги, сокращая выдачу кредитов под залог ценных бумаг, стоимость которых могла в любой момент снизиться. Многие пытались уменьшить нагромодившиеся пирамиды заёмных капиталов<sup>636</sup>, хотя сделать это было всё труднее и труднее.

---

новые правила, установленные при президенте Клинтоне и разрешавшие выдавать ипотечные кредиты клиентам с плохой кредитной историей, позволяют New Century Financial основательно развернуться на рынке ипотечного кредитования (Jenkins P. A decade on from the financial crisis, what have we learnt? / P. Jenkins // Financial Times. 2007. – Aug. 31).

<sup>635</sup> Bleak Housing Outlook for US Firm. – BBC News. – 2007. – March 8.

<sup>636</sup> С началом кризиса крупные банки пострадали главным образом из-за чрезмерной доли заёмных капиталов, взятых в кредит у других банков. По

## *Первые банкротства хедж-фондов*

Два крупных хедж-фонда компании Bear Stearns, занимавшиеся ипотечными бумагами, взяли краткосрочные кредиты на 2 млрд долларов и вложили их в низкосортные CDO с невысокой ликвидностью. Заёмный капитал этих фондов стал превышать собственный в 20 раз. Однако после снижения индекса ABX банки, выдавшие фондам Bear Stearns кредиты под залог CDO, справедливо потребовали предоставить дополнительное обеспечение, так как цена CDO снизилась. А 15 июня 2007 года оказалось, что хедж-фонды не могут предоставить дополнительные капиталы для поддержки заявленной стоимости заложенных ипотечных бумаг, цена которых стала быстро снижаться.

Фонды, да и руководство банка Bear Stearns, понимали, что если попытаться продать CDO на падающем рынке, на котором нарастала паника, то может выясниться, что их реальная цена намного ниже, чем по расчётам индекса ABX. А это ещё больше обвалит рынки. Bear Stearns пришлось взять кредит 3,2 млрд долларов, чтобы сохранить один из фондов и спокойно ликвидировать второй, но это не помогло. Оставшийся фонд не только потратил весь собственный капитал, но и 90% вкладов своих инвесторов, убытки которых достигли 1,5 млрд.

Эта история стала поводом для серьёзного беспокойства участников рынка, хотя председатель ФРС Бен Бернанке (сменивший Алана Гринспена 1 февраля 2006 года) уверял, что проблемы на рынке ипотечных бумаг и кредитов имеют ситуативный характер, и причин для беспокойства нет. Он заявил 20 июля, что убытки на рынке ипотечных кредитов не так уж велики, по его оценке – 100 млн долларов. Не знаю, откуда Бернанке взял такую цифру – в те дни счёт убытков уже шёл на миллиарды (только в Bear Stearns 1,5 млрд). Вскоре Merrill Lynch и Citigroup списали с балансов крупные пакеты падающих в цене CDO, после чего многим показалось, что положение дел на рынке налаживается. Но это было лишь недолгое улучшение.

---

оценке Financial Times, в 2007 году эта доля достигала 70% активов в Northern Rock, 63% в Lehman Brothers и 43% в HBOS. Потом эти проблемные банки были поглощены другими банками, и в 2016 году доля заёмных капиталов в них уже была гораздо ниже – в среднем 15%. Так что некоторые уроки кризиса были учтены и выводы сделаны (Here is the big reason banks are safer than a decade ago // Financial Times. – 2017. – 22 Aug.).

В августе 2007 года, когда начались и другие дефолты, Bear Stearns официально объявил о банкротстве двух своих хедж-фондов и прекратил выдачу денег клиентам из третьего фонда. Он оказался в сложном положении из-за падения цен на ипотечные бумаги. Крах этих фондов Bear Stearns предопределил судьбу сотен других хедж-фондов, да и всей теневой банковской системы. Проблема коренилась в том, что хедж-фонды были, по сути, нерегулируемыми организациями и полностью зависели от внешнего финансирования.

Вскоре разорился хедж-фонд банка UBS, а всего с 2007 по 2009 года банкротами стали почти пять сотен хедж-фондов. Так как их кредиторы-банки не знали, насколько эти фонды отягощены «токсичными» проблемными активами, они решили не рисковать и просто прекратили выдавать фондам кредиты. Начался лихорадочный поиск «токсичных» активов, чтобы выяснить, кто будет следующей жертвой. Но оказалось, что рискованных активов гораздо больше, чем первоначально предполагали – они были везде.

До начала спада на ипотечном рынке риски можно было определить с помощью привычных методов оценки для различных ценных бумаг. Когда рынок недвижимости начал обваливаться, неопределённость возросла – многие ипотечные бумаги стало невозможно оценить, и было совершенно непонятно, как они поведут себя завтра.

К концу лета 2007 года оказалось, что балансы многих финансовых компаний отягощены огромным количеством рискованных «токсичных» активов. Никто не мог точно оценить их стоимость, а соответственно и возможную величину убытков, могущую быть в диапазоне от 50 до 500 млрд долларов, а может быть даже и больше.

Наиболее перегружены ими были финансовые посредники, созданные инвестиционными банками и брокерами-дилерами во время бума секьюритизации. В основном это были структурированные инвестиционные компании (structured investment vehicles, SIV). Вместе с другими посредниками они скопили на своих балансах «токсичных» активов на 800 млрд долларов<sup>637</sup>.

---

<sup>637</sup> Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис. Экстренный курс подготовки к будущим потрясениям // Рубини Н., Мим С. – М.: Эксмо, 2011. – С. 110, 113.

Структурированные инвестиционные компании (они же «специальные инвестиционные фонды», SIV) были частью системы «теневого банкинга», распространившейся в 2000-е годы, когда создавалось много финансовых организаций, которые формально нельзя было отнести ни к коммерческим или инвестиционным банкам, ни к институциональным инвесторам. Делалось это с единственной целью – избежать регулирования и необходимости подавать финансовую отчётность. Структурированные инвестиционные компании были особенно удобны для этого – они создавались как дочерние (однако нерегулируемые) финансовые организации, чтобы в них можно было перевести часть бизнеса и не отражать эту деятельность в финансовой отчётности.

Формально такие компании были самостоятельными. Как и всякая другая компания, SIV имели свой рейтинг, и обычно он был самым высоким. С его получением было всё честно – для этого фонды SIV вкладывали капиталы в облигации с наивысшим рейтингом, после чего они и сами получали высокий рейтинг как владельцы надёжных активов. Благодаря юридической независимости SIV, они накапливали активы, которые не учитывались на балансах банков.

Когда инвестиционные банки получали при выдаче кредитов различные залоговые активы, учитывать их на своих балансах банкам было невыгодно. В этом случае им пришлось бы создавать дополнительные резервы, чтобы поддерживать допустимое соотношение собственного капитала и залоговых активов. Поэтому чаще всего банки учитывали залоговые активы (особенно ипотечные облигации) не на своих балансах, а перекладывали риски на специально созданные небанковские структурированные инвестиционные компании<sup>638</sup>. Так как они формально считались небанковскими, их обеспеченность собственным капиталом могла быть в десять раз меньше, чем требовалось от банков. В таких компаниях хранились ипотечные облигации на огромные суммы, которые банки потом объединяли в пулы при выпуске CDO.

Однако доходы SIV перечислялись банкам. За счёт этого доходность капитала росла, а это, как известно, один из

---

<sup>638</sup> Только лишь у Citigroup было семь отдельных структурированных инвестиционных компаний с активами на 100 млрд долларов.

важнейших показателей при оценке эффективности работы финансовых компаний. В итоге менеджеры банков получали всё более высокие бонусы. Неужели аудиторы всего этого не понимали? Конечно же, понимали. Но такая практика была частью сложившейся системы, нарушать которую никто не хотел. Да и с юридической точки зрения банки не делали ничего противозаконного. SIV формально были независимы от создавших их банков, у которых не было обязательств их финансировать. Как бы и вопросов никаких нет.

Именно SIV оказались одним из самых слабых мест сложившейся системы, создав массу проблем на ранних стадиях кризиса. Структурированные инвестиционные компании стали использовать очень большое кредитное плечо, превышающее их собственные капиталы иногда в 40 раз. А банки охотно выдавали SIV огромные кредиты, обеспеченные облигациями с высоким рейтингом. Да и выдавали они их своим, по сути, дочерним компаниям, пусть даже формально независимым. Расчёт был только на то, что дефолт по этим облигациям маловероятен. Но этот расчёт оказался неверным. Даже если дефолт был маловероятен, цена облигаций вполне могла упасть. И не из-за снижения их рейтинга, а из-за отсутствия спроса. А когда цена облигаций начинает падать, опускается и кредитный рейтинг SIV. Вот это и создало большие проблемы, особенно если учесть, что многие крупные участники рынка перекрёстно финансировали SIV, созданные друг другом.

Структурированные инвестиционные компании выпускали коммерческие бумаги, покрытием которых были активы SIV. Когда цены на CDO начали падать, рынок этих коммерческих бумаг практически перестал существовать. Они уже были никому не нужны, и за короткое время инвесторы вывели с этого рынка 200 млрд долларов. Компании SIV оказались на грани банкротства, и банкам пришлось включить их убытки в свои балансы. А это означало, что огромные убытки необходимо признать.

А началось всё это, когда Bear Stearns по решению суда был признан ответственным за потери инвесторов, созданные двумя его хедж-фондами, хотя они и были отдельными юридическими лицами. После такого прецедента стало ясно, что другим банкам придётся взять на себя ответственность за убытки SIV. На практике это означало, что банки должны будут выкупить активы своих SIV и принять на себя все потери, в том числе и потери инвесторов, вложивших свои капиталы в SIV. Такая перспектива тревожила не только бан-

ки, но и многих участников рынка – активы SIV были слишком велики, и речь шла о сотнях миллиардов долларов.

Некоторые банки позволили структурированным компаниям обанкротиться, другие отказывались от обязательств SIV, но всё равно у банков было слишком много проблемных активов – их совокупная стоимость превышала 200 млрд. Это привело к тому, что банки стали неохотно выдавать кредиты друг другу, чтобы хоть как-то сохранить запас ликвидности.

### *Начало дефолтов*

#### *BNP Paribas*

С начала августа 2007 года спад на рынке ипотечных кредитов (да и самой жилой недвижимости) стал заметным для всех. American Home Mortgage – одна из крупнейших компаний, выдававших ипотечные кредиты, – 6 августа объявила, что сворачивает деятельность и увольняет большинство сотрудников из-за спада на рынке. Однако все обратили внимание не на это событие, а на то, что произошло через три дня – 9 августа руководство крупнейшего французского банка BNP Paribas заявило о прекращении выплат в трёх фондах денежного рынка (с суммарным капиталом 2,2 млрд евро), принадлежавших банку. Причина – падение ликвидности на американском рынке ипотечных активов (речь шла о CDO). Руководство французского банка драматично, но по сути верно заявило, что рынок, на котором обращались активы этих трёх фондов, фактически перестал существовать, и поэтому Paribas не в состоянии оценить стоимость активов фондов.

«Этот день изменил мир» – слова А. Эпплгарта, президента английского ипотечного банка Northern Rock, потом не раз цитировали массмедиа. После того как Paribas заморозил 2,2 млрд долларов из-за проблем с ипотечными бумагами, рынку был подан сигнал о начале проблем<sup>639</sup>. Это был очень тревожный сигнал, и трейдеры, в том числе в Европе, стали избегать покупать ипотечные активы по любой цене.

«У нас Армагедон», – истерически кричал ведущий передачи «Безумные деньги» CNBC Дж. Крамер с экранов те-

---

<sup>639</sup> Лондонская ставка LIBOR сразу же выросла с 5,35 до 5,86%, а европейская ставка EURIBOR – с 4,11 до 4,31%.

левизоров, требуя от председателя ФРС Бена Бернанке немедленно снизить ставки из-за начала обвала «на рынке инструментов с фиксированной доходностью», иначе говоря – ипотечных облигаций<sup>640</sup>.

Масла в огонь подливала информация о том, что в Германии рассматривается вопрос о выделении 17,3 млрд долларов из государственных средств для рефинансирования SIV-компаний государственного банка Sachsen Landesbank<sup>641</sup>. К тому же распространились слухи, что центральный банк Германии организует встречу для сбора финансовой помощи ИКВ, одному из крупнейших банков. Его убытки от падения рынка ипотечных бумаг достигли 1 млрд долларов<sup>642</sup>.

Чтобы избежать массовой паники, Европейскому центральному банку пришлось срочно произвести 9 августа вливание 95 млрд евро в банковскую систему стран еврозоны. Это должно было помочь избежать общего обвала из-за начала падения цен американских ипотечных бумаг<sup>643</sup>. Подобные вливания стали производить ФРС США и Банк Японии. Европейский центральный банк 10 августа 2007 года предоставил банкам дополнительно 61 млрд евро, 13 августа – ещё 47,7 млрд.

«Несмотря на то, что центральные банки крупнейших стран вбросили в банковскую систему сотни миллиардов долларов», после заявления Paribas «в течение нескольких часов рынки краткосрочных кредитов по всему миру фактически перестали функционировать» и разразился «полномасштабный финансовый кризис»<sup>644</sup>. На рынке ценных бумаг начались массовые панические продажи. Так проблемы, возникшие в относительно небольшом сегменте американских финансов – рынке низкокачественных ипотечных кредитов – быстро вышли за пределы и этого рынка, и границ США, нарушив функционирование всей глобальной финансовой системы.

---

<sup>640</sup> Бернанке понадобилась целая неделя, чтобы услышать Крамера – 17 августа ФРС всё таки снизила ставку дисконтирования по прямым займам банков с 6,25% до 5,75%, удешевив стоимость кредита.

<sup>641</sup> 28 августа Sachsen Landesbank был поглощён конкурентом – Landesbank Baden-Wuerttemberg, что спасло его от банкротства.

<sup>642</sup> Huertas T. Crisis. Cause, Containment and Cure / T. Huertas. – N. Y.: Palgrave Macmillan, 2011. – P. 47–49.

<sup>643</sup> ECB injects 95 bn to aid markets // Financial Times. – 2007. – Aug. 10.

<sup>644</sup> Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 479.



Хотя часто говорят и пишут, что глобальный финансовый кризис 2007–2009 годов начался 15 сентября 2008 года после банкротства Lehman Brothers, мне кажется более логичным другое мнение. Когда Paribas объявил, что рынка ипотечных бумаг не существует, это было неожиданно для всех. И началась паника. А банкротство Lehman более чем год спустя уже не было неожиданностью – о том, что в банке дела плохи и у него огромные долги, много писали в те дни.

События 9 августа были на моей памяти, и я хорошо помню этот день. К тому времени я больше 15 лет занимался финансами в большой строительной компании. Как человеку, изучающему современные финансовые рынки и их историю, мне было понятно, что скоро обвал начнётся и в Украине, полностью зависевшей от потоков иностранных капиталов (в основном – краткосрочных кредитов). За несколько дней до того, 5 августа, родилась моя дочь Маша. А я, месяца за два до этого, помню, говорил жене: «Что-то не то происходит, все набрали огромные кредиты (в том числе и наша компания), и непонятно, как их потом отдавать. А реальных денег в стране нет». Мои тревожные предчувствия оправдались.

### *Кризис банковского кредитования*

В августе 2007 года, когда ипотечный кризис был в разгаре, тревожные настроения проникли в мировую банковскую сеть и, главное, на межбанковский рынок кредитов. Этот рынок к тому времени стал полностью глобальным и виртуальным, работая в режиме реального времени в Интернете. Однако по традиции, оставшейся с тех времён, когда центр рынка был в Лондоне, стоимость кредитов определялась на основе ставки лондонского рынка межбанковских кредитов (London Interbank Offered Rate, LIBOR)<sup>645</sup>.

Вскоре, 16 августа, крупнейшей американской ипотечной компании Countrywide Financial пришлось признать, что у неё серьёзные проблемы – она исчерпала свою кредитную

---

<sup>645</sup> Обычно (не в кризисные времена) величина ставки LIBOR для краткосрочных кредитов (не более одного дня) на несколько базисных пунктов превышала ставки мировых центральных банков. Ставка LIBOR по долгосрочным кредитам (обычно трёхмесячным), как правило, мало отличалась от процентных ставок по трёхмесячным казначейским векселям США, считавшимся наиболее надёжными ценными бумагами.

линию в размере 11,5 млрд долларов. Банковское подразделение этой компании, Countrywide Bank, основанное Анджело Мозило, приняло на себя удар волны ипотечного кризиса, когда в августе 2007 года вкладчики атаковали отделения банка, требуя вернуть им деньги, – никто не хотел рисковать в столь неспокойное время. Руководство ФРС 17 августа заявило, что готово предоставить любые суммы, чтобы приостановить развитие кризиса, и снизило ставку на 0,5%, хотя это уже мало что меняло. Стало понятно, что центральным банкам различных стран придётся закачивать в финансовую систему гораздо больше денег.

Росло количество отказов от выплат по ипотечным кредитам, а индекс ABX показывал, что доверие инвесторов к ипотечным бумагам снижается. Волатильность рынков ценных бумаг быстро повышалась, и хедж-фонды несли огромные убытки. Скандал вокруг фондов банка Paribas подтвердил подозрения участников рынка, что дела быстро ухудшаются. Разница между ставкой LIBOR и ставками основных центральных банков выросла с 10 до 70 пунктов, что было верным признаком роста взаимной подозрительности банков – никто ведь не знал, какие рискованные «токсичные» активы могут скрываться на балансах у контрагентов<sup>646</sup>, и не окажутся ли те завтра банкротами. Вся система взаимного кредитования между банками нарушилась.

Когда в банках осознали масштабы заражённости финансовых рынков проблемными ипотечными активами, цена кредитов стала стремительно расти. А потом банки начали отказываться выдавать кредиты – опасаясь, что клиенты тоже отягощены «токсичными» активами, банки стремились сохранить свою наличность. Ведь в то время ещё не было ясно, какие именно банки больше всего отягощены проблемными ипотечными бумагами. Кредит если и можно было получить, то только под огромные проценты.

Чтобы предотвратить коллапс банковской системы, в ФРС спешно начали разрабатывать план срочной финансовой помощи. Он предполагал, что казначейство выкупит на аукционных торгах у банков и других компаний проблемные бумаги на общую сумму 500–600 млрд долларов. Оплачивать покупку казначейство собиралось не деньгами, а своими ценными бумагами, выпущенными для этой цели, чтобы

---

<sup>646</sup> К концу 2007 года большинство крупных банков (Bank of America, Citigroup, Credit Suisse, Merrill Lynch, UBS, Wachovia) объявили о списании с балансов крупных пакетов обесценившихся CDO.

избежать откочки денежной массы. Сумма 500–600 млрд определялась исходя из того, что общий объём проблемных активов на рынках приблизительно оценивался в 1 трлн долларов. Если выкупить хотя бы половину из них, это могло радикально изменить положение дел на рынках. Председатель ФРС Бен Бернанке в целом одобрил план, но реализовывать его пока не стал. К этим идеям вернулись в октябре 2008 года, когда начал действовать «план Полсона».

### *Northern Rock*

Волна банковской паники 13 сентября достигла одного из крупнейших британских банков Northern Rock<sup>647</sup>, оказавшегося на грани банкротства. В этот день распространились слухи, что Northern Rock обратился к Банку Англии за поддержкой. Для рынка это было сигналом, что у Northern Rock проблемы. На следующий день, 14 сентября, его руководство сообщило о трудностях и о том, что ожидает помощь от Банка Англии.

Среди вкладчиков началась паника и они стали массово забирать свои деньги. Был побит рекорд за последние сто лет – только за один день они сняли 1 млрд фунтов и продолжали выводить свои капиталы. Панику могла остановить полная государственная гарантия на вклады (до этого такая гарантия покрывала лишь депозиты до 30 000 фунтов в Northern Rock и 100 000 долларов в Countrywide Financial). Глава Банка Англии МERVIN KING пообещал её предоставить на все вклады не только Northern Rock, но и других британских банков<sup>648</sup>. Такая гарантия была предоставлена 17 сентября, но было уже поздно. Хотя Банк Англии пришёл на помощь, ему так и не удалось спасти Northern Rock, который пришлось национализировать, присоединив его долги к общей сумме государственного долга Великобритании.

---

<sup>647</sup> Этот банк с центральным офисом в Ньюкасле имел обширную сеть отделений по всей Англии. Во время ипотечного бума он быстро наращивал объёмы ипотечных кредитов. Хотя у Northern Rock было большое количество пассивных клиентов (преимущественно из среднего класса), хранивших свои сбережения на депозитных счетах, этих капиталов было недостаточно, чтобы принять участие в буме ипотечных кредитов. Банку пришлось использовать крупные краткосрочные займы, но в сентябре на рынке этих займов начались проблемы, банк стал испытывать недостаток капиталов и увяз в массе рискованных кредитов.

<sup>648</sup> Jenkins P. A decade on from the financial crisis, what have we learnt? / P. Jenkins // Financial Times. 2007. – Aug. 31.

После истории с Northern Rock заволновалась и ФРС, увидев панику среди британских вкладчиков, массово забравших свои депозиты. И 18 сентября 2007 года ФРС решила впервые с 2003 года снизить учётную ставку межбанковского кредита с 5,25% до 4,75%. Снижения никто не ожидал, и рынок сразу оживился. А с 18 по 20 сентября крупнейшие американские инвестиционные банки опубликовали данные о прибылях и убытках, которые оказались гораздо меньшими<sup>649</sup>, чем предполагалось. Рынки получили ещё один позитивный импульс, и кое-кто даже тешил себя оптимистической мыслью, что худшее осталось позади и напряжённость ослабела, так как банки снизили объёмы кредитования, списав немалую часть проблемных активов.

### *Помогут ли азиатские инвесторы?*

Однако стоимость активов продолжала снижаться, и было ясно, что банкам и финансовым компаниям необходима дополнительная капитализация, чтобы иметь возможность поддерживать на безопасном уровне свои балансы. Но источников дополнительного капитала в мировой финансовой системе было на тот момент не так уж много – почти всех затрагивали одни и те же проблемы.

Тогда и возникла идея обратиться к государственным и частным инвестиционным фондам с Ближнего Востока и из других стран Азии, особенно Китая. Там свободные капиталы как раз имелись – страны Востока были гораздо слабее затронуты кризисом. Но перспектива расширения влияния арабских или китайских инвесторов в американских и европейских банках никого не устраивала.

Выход был найден в том, чтобы изменить структуру капитала банков в пользу привилегированных акций. В таком случае иностранные инвесторы после вложения капиталов получали бы лишь миноритарный пакет акций без права голоса и представительства в советах директоров банков. Вскоре Citigroup привлёк таким путём 7,5 млрд долларов от фонда из Абу-Даби, UBS – 11,5 млрд долларов от государственного фонда из Сингапура и частных инвесторов с Ближнего Востока. Merrill Lynch получил 5 млрд от того же сингапурского фонда, а Morgan Stanley – 5 млрд от китайских

---

<sup>649</sup> У Goldman Sachs – 1,71 млрд долларов убытков по кредитам, выданным фондам прямых инвестиций. А ведь могло быть гораздо хуже.

инвесторов. Предоставили капиталы и американские фонды прямых инвестиций – 3 млрд долларов получил банк Washington Mutual и 7 млрд – банк Wachovia. Поступала помощь и от ФРС – ещё в декабре 2007 года она начала выдавать банкам долгосрочные кредиты через систему кредитных аукционов (Term auction facility, TAF). Всё это создавало иллюзию, что ситуация стабилизируется, а кризис понемногу стихает.

### *Списание проблемных активов*

В начале 2008 года секьюритизация активов полностью прекратилась – спрос на выпускавшиеся за счёт секьюритизации производные ценные бумаги упал до нуля. Банки лишились этого источника дохода и оказалось, что на их балансах растёт количество проблемных активов, достигшее 300 млрд долларов. Продать их если и была возможность, то лишь с огромной скидкой. Какое-то время можно было скрывать убытки с помощью бухгалтерских манипуляций, но такие инструменты, как CDO, по существующим правилам должны были подвергаться периодической переоценке. Поэтому скрывать падение их рыночной стоимости было уже невозможно, и банки столкнулись с необходимостью уценки своих портфелей ценных бумаг.

Наибольшие убытки были у инвестиционных банков. Те из них, которые создавались под покровительством коммерческих банков (Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America), могли рассчитывать на помощь с их стороны. А независимые инвестбанки (Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley) полагались только на свои собственные силы.

Переоценка активов продолжалась и во второй половине года – 1 октября швейцарский банк UBS объявил о списании активов и убытках на сумму 3,4 млрд долларов из-за инвестиций в обесценивающиеся ипотечные облигации. На следующий день крупнейший американский коммерческий банк Citigroup также сообщил о списании активов и убытках на сумму 3,1 млрд по той же причине; 15 октября этому банку пришлось списать активы ещё на 5,9 млрд долларов. А 24 октября о списании активов (всё тех же ипотечных облигаций) и убытках на 8,4 млрд долларов заявил банк Merrill Lynch. Массовые списания активов продолжались и в следующем месяце – 4 ноября Citigroup дополнительно спи-

сал ипотечные бумаги на сумму около 11 млрд долларов. В итоге во второй половине 2007 – первой половине 2008 года общие потери банков составили 379,1 млрд долларов, из них 332,2 млрд долларов пришлось на списание проблемных активов, остальное – на убытки по кредитам<sup>650</sup>.

В конце мая 2008 года Министерство торговли США сообщило, что за первый квартал темпы экономического роста составили всего 0,9%. Цена жилой недвижимости упала на 14% (что было самым резким падением за всю историю). А бывший председатель ФРС Алан Гринспен (он ушёл в отставку в 2006 году и стал консультантом в хедж-фонде Джона Полсона) заявил, что вероятность рецессии в американской экономике велика и достигает 50%.

### *И снова Bear Stearns*

Bear Stearns (которому исполнилось 85 лет), один из гигантов Уолл-стритс 15 тысячами сотрудников, казавшийся неприступной крепостью на Мэдисон-авеню, 14 марта 2008 года попал в такую же ситуацию, как ранее Northern Rock. Один из крупнейших игроков на рынке CDO, Bear Stearns лихо набрал большое количество рискованных краткосрочных кредитов для финансирования своих операций на рынке ипотечного кредитования. После этого банк оказался перегружен не только долгами, но и массой рискованных «токсичных» активов – CDO. Основные убытки у Bear Stearns возникли в конце 2007 года, когда упали цены на CDO с рейтингом AAA. Стало понятно, что перспектив у банка нет.

Когда руководство Bear Stearns объявило, что ему пришлось потратить 88% ликвидных активов после отказа кредиторов продлить краткосрочное финансирование, распространились слухи о дефиците денежных ресурсов в банке. Крупные инвесторы вывели свои капиталы из банка, после чего начались паника и массовое бегство вкладчиков. Они хорошо помнили крах двух хедж-фондов Bear Stearns год назад – доверие к банку пошатнулось ещё тогда, и сейчас они просто отказывались иметь с ним дело. Акции бан-

---

<sup>650</sup> Лидерами по убыткам были Citigroup (42,9 млрд), UBS (38,2 млрд), Merrill Lynch (37 млрд) (Вайн С. Глобальный финансовый кризис: механизмы развития и стратегии выживания / С. Вайн. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 114).

ка, в начале 2007 года стоившие 172 доллара, теперь с трудом можно было продать за 20.

Через несколько дней банк был на грани дефолта. Он нуждался в срочном дополнительном финансировании и обратился за помощью к ФРС. И хотя Федеральная резервная система обычно не занимается помощью оказавшимся в трудном положении инвестиционным банкам, в данном случае руководство ФРС вместе с Министерством финансов пришли к выводу, что дефолт банка угрожает всему американскому финансовому рынку, так как может спровоцировать массовый отток вкладчиков из других банков и финансовых организаций.

Одним из главных инициаторов помощи Bear Stearns был Тимоти Гайтнер<sup>651</sup>, сравнительно молодой президент Федерального резервного банка Нью-Йорка. Гайтнер разработал план по спасению Bear Stearns и предоставлению ему государственной гарантии на 29 млрд долларов, а потом уговорил Джейми Даймона из JPMorgan Chase принять участие в этом проекте. Проблема была лишь в самом прецеденте – ФРС до этого никогда не выделяла финансовую помощь такого масштаба частному банку, и у многих возникал вопрос: «А почему помогают именно им, а не нам»? После этого и другие банки в похожей ситуации претендовали бы на финансовую поддержку ФРС.

Гайтнер хорошо понимал, что главной проблемой были не трудности отдельного банка (в данном случае Bear Stearns), а рост общего системного риска. Это могло привести к новым массовым банкротствам, а в итоге – к тяжёлому ущербу для всей финансовой системы и экономики. Кроме того, Bear Stearns был одним из крупных участников рынка кредитно-дефолтных свопов, выданных на многие из «токсичных» активов, обременявших портфели других банков.

---

<sup>651</sup> Гайтнер родился в 1961 году. Его отец работал в Фонде Форда и много разъезжал по миру, поэтому детство и юность Гайтнера прошли в странах Африки и Азии. В школе он учился в Бангкоке, в университете – в Пекине. Гайтнер молодожаво выглядел, отличался широтой взглядов и был временами прямолинеен в речи, почти как подросток. Однако это не помешало ему сделать головокружительную карьеру в финансовом мире – в 2007 году ему предлагали стать генеральным директором Citigroup, но он предпочёл государственную службу. С правительственными кругами были связаны его родственники – дед по матери был спичрайтером президента Эйзенхауэра. А самому Гайтнеру когда-то сильно помогла протекция Генри Киссинджера (государственный секретарь США в 1973–1977 годах) – в начале своего профессионального пути Тимоти собирал материалы для книги Киссинджера и понравился тому.

Крах Bear Stearns и аннулирование этих свопов вызвало бы цепную реакцию банкротств, распространяющуюся по всей глобальной финансовой системе. Поэтому ФРС в данном случае, учитывая нарастающий кризис, решила всё же вмешаться<sup>652</sup>.

ФРС согласилась профинансировать поглощение Bear Stearns банком JPMorgan Chase, выдав этому банку кредит, обеспеченный ценными бумагами Bear Stearns. Однако ставилось условие, что эти бумаги не должны быть выброшены на рынок, так как это привело бы к его обвалу. Когда ФРС предоставила JPMorgan Chase кредит для поглощения Bear Stearns, Гайтнер настаивал, чтобы поглощение провели быстро – эту ситуацию нужно было разрешить как можно скорее. Джейми Даймон направил в офис Bear триста своих сотрудников, чтобы они изучили документацию банка и оценили реальное положение дел. Оказалось, что проблемы с балансом Bear Stearns гораздо глубже, чем можно было подумать, и Джейми Даймон уже хотел было отказаться от поглощения, но ФРС через Гайтнера начала давить на него, предложив выдвинуть свои условия. Остановились на кредите 30 млрд под залог самого банка Bear Stearns и ответственности JPMorgan Chase за первый 1 млрд убытков.

Руководство Bear Stearns понимало, что банк движется к неминуемому банкротству, и было готово продать его на любых условиях. Когда Bear Stearns 16 марта принял предложение о покупке от JPMorgan Chase за 236,2 млн долларов, акции проблемного банка (год назад стоившие 172 доллара, а за месяц до начала проблем – 93) упали с 20 до 2 долларов. Оказавшись в безвыходной ситуации, Bear Stearns был вынужден согласиться на условия JPMorgan Chase. Правда, после многочисленных протестов акционеров цена была пересмотрена и повышена до 10 долларов за акцию, но всё равно акционеры понесли огромные убытки<sup>653</sup>. Зато интересы кредиторов и контрагентов банка были полностью удовлетворены.

Слухи о том, что Bear Stearns был куплен по дешёвке, да ещё с помощью правительства США, быстро разнеслись по финансовым рынкам, увеличивая напряжённость. Говорили, что некоторые управляющие хедж-фондами «система-

---

<sup>652</sup> В её уставе, принятом в 1913 году, было положение, разрешавшее в безотлагательных ситуациях учитывать векселя любой компании (в последний раз это делалось в 1930 году).

<sup>653</sup> Huertas T. Crisis. Cause, Containment and Cure / T. Huertas. – N. Y.: Palgrave Macmillan, 2011. – P. 56.



тически топили Bear Stearns, выводя оттуда свои брокерские счета», покупали кредитно-дефолтные свопы, делая ставку на банкротство, «а затем продавали акции банка вкороткую», после чего... группа «медведей», уничтоживших Bear, «собралась на завтрак в отеле Four Seasons на Манхэттене», где они «пили приготовленную из [водки] Crystal по 350 баксов за бутылку “Мимозу”, отмечая успех»<sup>654</sup>.

После истории с Bear Stearns ФРС решила не ограничиться единичным вмешательством и начала обеспечивать и другие инвестиционные банки ликвидными и надёжными краткосрочными казначейскими векселями, передаваемыми банкам под залог скопившихся на их балансах менее ликвидных активов. Это помогло хотя бы отчасти решить проблему нехватки ликвидности.

### *Проблемы Fannie Mae*

Стоимость недвижимости продолжала падать – в мае индекс цен на недвижимость S&P опустился на 15,8% по сравнению с маем прошлого года. В Великобритании снижение цен на недвижимость также стало рекордным – 31 июля было объявлено, что оно достигло 8% за год<sup>655</sup>. Обрушились и цены на акции крупнейших американских ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac, после чего они оказались на грани банкротства. Не помогли ни постоянная помощь со стороны государства, ни мощнейшее лобби в правительственных кругах, ни длительный опыт работы, приобретённый за несколько десятилетий.

---

<sup>654</sup> Соркин Э. Слишком большие, чтобы рухнуть / Э. Соркин. – М.: Астрель, 2012. – С. 39.

<sup>655</sup> В конце апреля 2008 года коммерческий банк Royal Bank of Scotland объявил о беспрецедентном по своим размерам выпуске акций на 12 млрд фунтов, одновременно сообщив о списании проблемных активов на 5,9 млрд фунтов. А 14 мая о дополнительной эмиссии акций на 300 млн фунтов объявил английский ипотечный банк Bradford & Bingley. Раньше он осуществлял своё финансирование через рынки капитала, но в условиях кризиса это стало невозможным. А кроме того, банк был отягощён огромным портфелем проблемных деривативов, по первоначальному замыслу хеджировавших его кредиты. Возникла угроза дестабилизации всего британского рынка деривативов. Bradford & Bingley удалось немного поправить свои дела 2 июня после продажи за 170 млн фунтов крупного (23%) пакета акций компании Texas Pacific Group. Но основных проблем это так и не решило, и в октябре 2008 года банк был национализирован, после чего перешёл под контроль британского правительства.

Агентства владели примерно половиной из всех ипотечных кредитов (общая сумма которых достигала 12 трлн долларов) – 5,2 трлн. После банкротств ипотечных заёмщиков убытки агентств с середины 2007 по середину 2008 года достигли 14,9 млрд долларов. А во вторник 15 июля 2008 года финансовые рынки быстро облетела тревожная весть о почти полном крахе крупнейшего ипотечного агентства Fannie Mae – менее чем за сутки акции упали почти в два раза, с 12,87 до 6,82 доллара, хотя в 2007 году их обычная цена была около 70 долларов<sup>656</sup>.

В предкризисные годы Fannie Mae и Freddie Mac отошли от первоначальной цели своего создания – помогать небогатым клиентам получать ипотечные кредиты. Эти два агентства, поддерживаемые государством, стали массово скупать ипотечные закладные у теневого банков. С 2002 по 2007 год количество закладных на балансах обеих компаний выросло на 100%. В отличие от Lehman Brother или Merrill Lynch секьюритизацией они не занимались, почему-то считая, что сами по себе закладные вполне подходят для вложения капиталов. Когда ипотечный рынок начал снижаться, убытки Fannie Mae и Freddie Mac стали быстро расти.

Под залог ипотечных закладных обе компании набрали огромные кредиты. Они получали их у правительства на выгодных условиях – текущая ставка LIBOR минус 20 базисных пунктов (0,2%), после чего давали в долг из расчёта текущая ставка LIBOR плюс 180 базисных пунктов (1,8%). Совокупные долги компаний были куда крупнее, чем даже у Lehman Brothers, и превышали 5 трлн долларов – в 65 раз больше их собственного капитала. Так эти компании превратились в нечто похожее на огромные и поддерживаемые государством хедж-фонды, зарабатывающие на разнице процентов.

Из-за угрозы банкротства ипотечных агентств 11 июля 2008 года министр финансов предложил установить над ними государственный контроль. Однако это могло создать массу осложнений – из общего объёма ипотечных кредитов, принадлежавших агентствам, около 700 млрд составляли проблемные займы. Кроме того, множество кредитов на сумму около 1 трлн долларов были выданы по упрощённым правилам и тоже могли стать в любой момент проблемными. Общий объём «токсичных» активов в агентствах мог дости-

---

<sup>656</sup> С августа 2007 по август 2008 года их цена опустилась ещё больше – у Fannie Mae с 70 до 3,53 доллара, у Freddie Mac – с 67 до 2,26.

гать 2 трлн долларов, и принятие таких долгов на баланс Казначейства США означало, что государственный долг значительно вырастет. Из-за этого рейтинговое агентство S&P заявило, что в случае национализации Fannie Mae и Freddie Mac ему придётся снизить рейтинг американских государственных ценных бумаг.

Кроме того, в долговые обязательства двух ипотечных агентств инвестировали свои капиталы (на сумму почти 1 трлн долларов) центральные банки различных стран. Основная часть этих инвестиций приходилась на Китай (около 800 млрд долларов), поэтому банкротство агентств дестабилизировало бы всю мировую финансовую систему. Сама возможность таких убытков ставила под сомнение весь план по рефинансированию агентств на 223 млрд долларов (120 млрд для Fannie Mae и 103 млрд для Freddie Mac), так как предполагалось, что эти кредиты должны быть погашены агентствами в сентябре-октябре 2008 года. Понятно, что при возникших огромных потерях погасить эти кредиты они были не в состоянии.

Перспективы были безрадостные, и 30 июля президент Дж. Буш подписал указ, по которому Казначейство получило право либо финансировать оба агентства до конца 2008 года, либо национализировать их. А 6 сентября распространились слухи, что ипотечные агентства решили национализировать<sup>657</sup> – их менеджеров увольняют, и всё управление переходит в руки правительства. Государство внесло в капитал агентств 25 млрд долларов в качестве срочной помощи и предоставило каждому из них по 100 млрд долларов кредита до конца 2009 года. Создавалось впечатление, что правительство готово финансировать долги агентств и предоставлять им столько капиталов, сколько будет нужно. Однако на деле решение об их дальнейшей судьбе необходимо было принимать уже новому президенту, Бараку Обаме, избранному в ноябре 2008 года.

---

<sup>657</sup> Рынок отреагировал на это своеобразно – на нём появились кредитно-дефолтные свопы сроком на пять лет на американские государственные облигации, до того считавшиеся мировым эталоном надёжности.

### *Так что же произошло с Merrill Lynch?*

Когда начал надуваться пузырь на рынке ипотечных кредитов, у Merrill Lynch (одного из крупнейших банков с почти столетней историей) не было никаких явных проблем. Этот основанный в 1914 году инвестиционный банк (а точнее, финансовый конгломерат), один из старейших в США, был знаменит не только традициями корпоративной культуры, но и обширной сетью филиалов по всей Америке, в которых работало 16 тысяч финансовых консультантов. В отличие от других банков, ориентирующихся преимущественно на крупных институциональных инвесторов, Merrill Lynch ещё со времён его основателя Чарли Меррилла, специализировался на обслуживании множества мелких индивидуальных инвесторов, старательно собирая их скромные сбережения. Благодаря этой сети финансовых брокеров большинство крупных корпораций, продававших свои акции мелким частным инвесторам, пользовались услугами Merrill Lynch в качестве посредника.

В 1970-е годы в телевизионной рекламе банка показывали стадо бегущих быков, а сеть брокеров называли «громadным стадом Меррилла». С тех пор образ быка (а вместе с ним – игры на повышение) стал ассоциироваться с Merrill Lynch. Рекордным для «громadного стада» быков Меррилла был 2006 год – прибыль банка составила 7,3 млрд долларов (в 2005 году – 5 млрд). Когда начался ипотечный бум, и все крупные банки увлеклись выпуском CDO, получая на этом немалую прибыль, не отставал и Merrill Lynch. Так банк оказался среди основных эмитентов самых рискованных субстандартных ипотечных облигаций.

Ипотечными бумагами занимался отдел инструментов с фиксированной доходностью, который возглавлял элегантный и уверенный в себе Осман Семерджи, 38-летний трейдер (турок по происхождению<sup>658</sup>), прославившийся в Токио и Лондоне своими мастерскими продажами инструментов с фиксированной доходностью. В отчёте по первому кварталу 2007 года Семерджи заявлял, что его отдел показал 36% роста прибыли по сравнению с аналогичным периодом

---

<sup>658</sup> Отец Семерджи был генерал-майором турецкой армии и, по слухам, занимал высокий пост в турецкой разведке. Это создавало вокруг Семерджи атмосферу таинственности, заполненную намёками на то, что он якобы обладает особыми, скрытыми рычагами влияния. Сам Семерджи рассказывал, что начинал свой путь с продажи турецких ковров иностранным туристам, в чём сильно преуспел.

прошлого года (в Morgan Stanley рост прибыли был 31%, у Goldman Sachs – 20%) при уровне риска всего 2%.

Как потом оказалось, Семерджи сильно недооценивал риск. В первом квартале 2007 года компания Merrill Lynch выпустила CDO на 34,2 млрд долларов, опередив всех (банк Citigroup выпустил этих бумаг на 30,1 млрд; в то время как могущественный Goldman, что показательно, вообще перестал проводить операции с CDO). Но гордиться тут было нечем – в это время все основные участники рынка уже начали ограничивать свои позиции по CDO. Продать удалось лишь небольшую часть этих бумаг, и огромный пакет на 31 млрд безнадежно завис на балансе Merrill Lynch в то время, когда цены на CDO уже начали падать. Капитализация банка, тогда ещё не начавшая снижаться, составляла около 100 млрд долларов, но размера этого пакета было достаточно для того, чтобы полностью обвалить банк.

Скорее всего, Семерджи, как человек темпераментный, слишком увлёкся выпуском CDO, а когда цены на эти инструменты стали снижаться, гордый восточный характер не позволил ему признать допущенную ошибку, и он начал скрывать реальное положение дел с CDO. Руководство банка терпело поведение Семерджи, потому что его отдел приносил большую прибыль, и оправдывало себя тем, что некоторые наиболее успешные трейдеры (хотя бы знаменитый Льюис Раньери из Salomon Brothers) славилась странностями и эксцентричным поведением. Но всё это привело в конечном счёте к большим проблемам для Merrill Lynch.

Видимо, Семерджи подвела жажда личного обогащения и стремление получать крупные комиссионные при выпуске CDO. А чтобы они были действительно крупными, пакеты CDO должны были быть миллиардными<sup>659</sup>. Скорее всего, именно это мешало трейдеру увидеть реальное положение дел на рынке, потому что если бы он его увидел, то заботился бы не о своём ущемлённом гоноре, а о том, что может потерять всё<sup>660</sup>. Как в конечном счёте и произошло – в начале октября 2007 года Осман Семерджи был уволен. Вскоре он улетел в Лондон, где нашёл для себя хорошую работу в группе хедж-фондов Duet. Благодаря стараниям его

---

<sup>659</sup> Всего за год работы отдел Семерджи создал CDO более чем на 70 млрд долларов, из которых успешно были проданы бумаги на 40 млрд.

<sup>660</sup> Подробнее о Семерджи см.: Фаррелл Г. Крах титанов / Г. Фаррелл. – М.: Альпина паблишер, 2012. – С. 30–51.

адвокатов, у Семерджи даже осталась премия за 2006 год, 15 млн долларов, выплаченная акциями Merrill Lynch.

А вот для Merrill Lynch проблемы, созданные турком, только начинались. В начале октября 2007 года пришлось списать проблемные активы на 4,5 млрд долларов, но общие убытки за октябрь составили 7,5 млрд долларов. Для покрытия убытков было продано подразделение коммерческого банкинга, а часть акций компании на 6 млрд долларов купил сингапурский инвестиционный фонд Temasek Holdings. Несмотря на это, убытки продолжали расти – за второе полугодие 2007 года и первое полугодие 2008 года они достигли 19,2 млрд долларов. Поэтому 30 июля 2008 года Merrill Lynch объявил о готовности продать свой портфель CDO номинальной стоимостью 30,6 млрд долларов за 6,7 млрд (всего лишь 22% от номинала). К тому времени с середины 2007 по середину 2008 года банку пришлось списать проблемные активы на 46 млрд долларов.

В сентябре 2008 года начались переговоры о покупке Merrill Lynch финансовым конгломератом Bank of America, давно проявлявшим интерес к поглощению Merrill Lynch, и в ноябре было принято решение о сделке. Другого выхода у Merrill Lynch уже не было – руководство банка больше всего пугала перспектива полного банкротства, как в случае Lehman Brothers. В декабре 2008 года, когда стал известен размер убытков Merrill Lynch в четвертом квартале – 21 млрд долларов, Bank of America попытался отказаться от сделки. Но вмешались Министерство финансов и ФРС<sup>661</sup>, пообещавшие, что Bank of America получит крупную финансовую помощь, если поглощение будет проведено в срок. К 1 января 2009 года сделка была завершена. «Если бы банкиров Merrill Lynch оставили на милость рынка, т. е. если бы Bank of America их не спас, их вышвырнули бы на улицу ни с чем. Однако непосредственно перед поглощением они умудрились начислить себе значительные бонусы, которые Bank of America пришлось им выплатить. Это было... чудовищно несправедливо. Принадлежащие мне акции банка, который я помогал строить девять лет, отправились в канализацию, а эти уроды начислили себе рекордные бонусы»<sup>662</sup>.

---

<sup>661</sup> Они не были заинтересованы, чтобы банк Merrill Lynch полностью обанкротился, как Lehman Brothers.

<sup>662</sup> Льюис М. Flash Boys: высокочастотная революция на Уолл-стрит / М. Льюис. – М.: Альпина Паблишер, 2015. – С. 122.

### *American International Group (AIG): на грани краха*

Утром 16 сентября 2008 года на 60% упали акции AIG (American International Group) – восемнадцатой по величине страховой компании мира, разместившейся в своей, казалось бы, неприступной крепости – 64-этажном здании на Уолл-стрит. AIG стала одним из основных участников рынка кредитно-дефолтных свопов и обязалась выплатить при необходимости миллиарды долларов по ним.

История компании началась в 1940-е годы, когда её основатель Корнелиус Вандер Старр после окончания войны уехал в Шанхай, чтобы там продавать страховые полисы. Ему было всего двадцать семь, он хотел начать собственное дело, и в Китае перед ним открылись большие возможности. На рынке страховых услуг там доминировали британцы, но они продавали полисы только для экспатов и работников западных компаний. А Старр начал продавать полисы китайцам. Кто знает, как сложилась бы его дальнейшая судьба в Китае, но в 1948 году там пришли к власти коммунисты, и Старру пришлось уехать в Японию. При поддержке Дугласа МакАртура, командующего американскими оккупационными войсками, Старр продавал страховки американским военным, и его дела были на подъёме.

В 1976 году, когда Старру было уже 76 лет, он передал бизнес Морису Раймонду Гринбергу, превратившему страховую компанию Старра в тот гигантский конгломерат, каким American International Group стала к началу XXI века. Гринберг, как и Старр, начинал свой путь с нуля. Его отец был таксистом в Нью-Йорке, а сам он, вернувшись домой после участия во Второй мировой, а потом в Корейской войне, стал учеником страхового агента в Continental Casualty. Там Гринберг вырос до помощника вице-президента компании. А с 1960 года он работал у Старра. Именно благодаря Гринбергу AIG стала одной из крупнейших в мире компаний с капитализацией около 80 млрд долларов и активами на 1 трлн долларов. Говорили, что стиль управления компанией у Гринберга слишком авторитарным – возможно, так и было, но своей цели он добился.

Пока AIG занималась страхованием жизни, она получала стабильно высокую прибыль и была крупнейшей американской страховой компанией, не зная забот. Но всё изменилось, когда AIG занялась страхованием ипотечных облигаций. А точнее, когда в AIG появилось новое подразделе-

ние – AIG Financial Products (AIG FP). Там и начались рискованные сделки, едва не уничтожившие всю компанию.

### *AIG Financial Products*

На рынок рискованных ипотек выбрасывались новые и новые кредиты по полмиллиарда долларов в год, но круг тех, кто перераспределял риски по ним, был очень узок. Основным источником кредитно-дефолтных свопов на ипотечные бумаги как раз и было подразделение AIG – Financial Products Corporation. Подразделение возникло в 1987 году, когда в AIG пришёл Говард Сосин (в прошлом учёный-финансист, работавший в компании Bell Labs). А пришёл он из той самой компании Drexel Burnham Lambert, которая вскоре обанкротилась после скандала вокруг Майкла Милкена. Сосин вовремя почувствовал, что над Drexel сгущаются тучи, и переместился в AIG вместе с командой из тринадцати сотрудников Drexel, среди которых был и 32-летний Джо Кассано.

Вскоре небольшое подразделение освоилось на новом месте и начало давать столь же высокую прибыль, как и в Drexel. Сосин в духе традиций компании Drexel сделал ставку на операции по переносу риска и процентные свопы, ставшие популярными в те годы. Тогда сложных рисков было немало в финансовой системе, и AIG FP в огромных количествах принимала на себя эти риски, опираясь на капиталы и наивысший кредитный рейтинг материнской компании – AIG. Казалось бы, что тут такого – страховая компания страхует риски, вероятность наступления которых была, объективно говоря, мала. Такими операциями занималась не только американская AIG FP, но и многие крупные страховые компании в Европе – Zurich Re FP, Swiss Re FP, Credit Suisse FP, Gen Re FP.

Секрет деятельности группы Сосина (в сущности, выполнявшей роль небольшого хедж-фонда при AIG) был в возможности дешевле брать кредиты благодаря наивысшему кредитному рейтингу AIG (AAA). Гринберг настороженно относился к деятельности группы Сосина, учитывая банкротство Drexel и громкий скандал вокруг Майкла Милкена. Понимая, что при таком отношении Сосин скоро может уйти, Гринберг, впечатлённый прибыльностью FP, стал отслеживать все операции Сосина, чтобы понять, как тот работает. Когда в 1993 году Сосин всё-таки ушёл из компании,



забрав свою долю (200 млн долларов), это никак не повлияло на прибыльность подразделения. Более 15 лет AIG FP давала стабильно высокую прибыль, и ничто не предвещало, что эти операции могут быть рискованными.

### *Джо Кассано*

После ухода Сосина Гринберг уговорил Джозефа Кассано остаться и стать директором по операциям FP. Энергичный и резковатый в высказываниях, Кассано был совершенно не похож на Сосина. Свой путь в финансовом бизнесе Джо начинал с самых низов. «Сын полицейского, специализировавшийся на политологии в Бруклинском колледже», он прославился манерой тотального контроля и беспрекословного подчинения. Основную часть своей карьеры сперва в Drexel Burnham, а затем в AIG FP, Кассано «провёл не среди трейдеров по облигациям, а в бэк-офисе». Он демонстрировал «неуёмную жажду финансового риска и обладал истинным талантом подавлять людей, сомневающихся в его способностях... Джо изводил всех вокруг, унижал, а потом старался задобрить огромными деньгами»<sup>663</sup>, щедро раздавая в конце года бонусы.

Кассано постоянно рассказывал всем, что это «его» компания, все деньги тоже его, и он оказывает сотрудникам большую услугу в том, что вообще берёт их на работу в «свою» компанию. Любые дискуссии в компании прекратились – прав мог быть только Джо, и это не обсуждалось. При этом он не очень разбирался в тонкостях того бизнеса, которым занималась AIG FP.

### *Погружение в мир CDS*

В конце 1997 года, после начала волны азиатских кризисов, Кассано задумался о новых способах защиты активов и узнал о финансовом инструменте, недавно разработанном в J. P. Morgan<sup>664</sup> – кредитно-дефолтном свопе, бывшем, по

---

<sup>663</sup> Льюис М. Большая игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы / М. Льюис. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – С. 100.

<sup>664</sup> Кредитно-дефолтные свопы создала Блайт Мастерс, входившая в круг топ-менеджеров банка (в 2004–2007 годы она стала главным финансовым директором J. P. Morgan's Investment Bank) (Fitzpatrick D. J. P. Morgan

сути, страховкой на случай дефолта кредитов либо долговых инструментов.

Однако сначала AIG FP вышла в 1998 году на рынок корпоративных дефолтных свопов. Вероятность одновременного дефолта большого количества компаний с хорошими рейтингами действительно мала, и этот бизнес стал выгодным для всех. Компании могли быть спокойны, застраховав свои риски, а AIG FP получала свою прибыль от такого страхования. В 2001 году эта прибыль достигла 300 млн долларов в год, что составляло 15% от всей прибыли материнской компании AIG.

В начале 2000-х годов дефолтные свопы стали всё больше использоваться для страхования кредитов (задолженностей по кредитным картам, автомобильных кредитов и т. п.), став кредитно-дефолтными свопами. А с конца 2004 года в центре внимания AIG FP оказались ипотечные кредиты. Кредитно-дефолтные свопы на ипотечные облигации продавались всего за 0,12% в год. За четыре года их доля в застрахованных кредитах выросла с 2% до 95%. За несколько месяцев 2007 года AIG FP застраховала от дефолта низкокачественные ипотечные облигации с рейтингом BBB на 50 млрд долларов.

Кассано был настолько заинтригован CDS, что поручил своим аналитикам разобраться во всех тонкостях нового инструмента. Поскольку одновременный дефолт по большому количеству кредитов маловероятен, CDS могли обеспечивать лёгкую и безопасную (как казалось тогда) прибыль. Правда, большие возможности они давали и для игроков на понижение, но Кассано об этом не задумывался. И когда он в 2001 году полностью возглавил AIG FP, она начала всё глубже и глубже погружаться в бизнес кредитно-дефолтных свопов, потянув за собой и материнскую компанию. Вскоре AIG стала одним из основных в мире участников этого рынка. Бренд знаменитой страховой компании привлекал многих, и клиенты потоком пошли к Кассано<sup>665</sup>.

Когда Goldman Sachs застраховал свои возможные убытки по низкокачественным ипотечным облигациям на сумму 20 млрд долларов, AIG FP всего за несколько миллионов долларов прибыли в год взяла на себя вполне реаль-

---

Commodities Chief Takes the Heat / D. Fitzpatrick // The Wall Street Journal. – 2010. – 9 Oct.).

<sup>665</sup> Morgenson G. Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk / G. Morgenson // The New York Times. – 2008. – Sept 27.

ный риск на 20 миллиардов. Чем мотивировали свои действия люди из AIG FP – не очень понятно. А вот у трейдеров Goldman появилась возможность приобрести у AIG FP кредитно-дефолтные свопы на выпущенные тем же Goldman CDO, после чего спокойно начать игру на понижение, зная, что все убытки застрахованы кредитно-дефолтными свопами. Неудивительно, что эту схему потом назвали «большой игрой на понижение». Кстати говоря, руководство Goldman Sachs так и не смогло вразумительно объяснить, зачем они это делали. Хотя объяснение очевидно и напрашивается само собой: стремление получить прибыль любой ценой.

Не знаю, что на самом деле думал Кассано в 2007 году, когда на рынке ипотечных кредитов стало расти напряжение, но в августе он заявил: «Нам трудно даже представить сценарий, по которому мы потеряем хотя бы доллар в любой из этих операций»<sup>666</sup>. Похоже, он действительно не осознавал назревающих проблем. Доходы материнской компании выросли в 2002–2007 годах с 59 до 115 миллиардов долларов, – во многом благодаря деятельности группы Кассано и операциям с кредитно-дефолтными свопами. Однако AIG связалась с чрезвычайно рискованным делом, видимо, не понимая до конца возможные последствия.

AIG FP продавала кредитно-дефолтные свопы всем желающим, и никто не мог выразить ни малейшего сомнения в том, что делал Кассано. Неудивительно, что когда кто-то из трейдеров или топ-менеджеров AIG FP задумывался о том, что они ввязались в слишком опасную игру, он не осмеливался высказывать свои мысли, зная, что вызовет приступ ярости у Кассано.

Однако один из топ-менеджеров AIG FP, Джин Парк, всё же решил по своей инициативе проанализировать застрахованные ипотечные кредиты. Он выяснил, что кредитные пулы, считавшиеся диверсифицированными, состоят в основном из самых низкосортных ипотечных кредитов. Те, кто принимал решение о продаже CDO, почему-то считали, что доля рискованных займов не превышает 10–20%. Однако трейдеры AIG FP хорошо знали, что на деле доля таких кредитов достигла 95%.

Когда Парк сообщил об этом Кассано, тот, как обычно, долго орал и топал ногами. Его логика была проста – раз CDO получили рейтинг AAA от ведущих рейтинговых

---

<sup>666</sup> Соркин Э. Слишком большие, чтобы рухнуть / Э. Соркин. – М.: Астрель, 2012. – С. 171.

агентств, то и говорить тут не о чем. Парку всё же удалось (хотя и с трудом) донести до сознания босса, что его компания, по сути, имела огромную длинную позицию на 50 млрд долларов в синтетических ипотечных деривативах. Однако бывшие в их основе ипотечные облигации имели низкий реальный рейтинг – BBB. Хотя Кассано всё равно не верил, что цены на недвижимость могут упасть одновременно по всей стране.

Наконец после долгих препираний до Кассано дошло, что проблема действительно существует, и он принял решение больше не продавать кредитно-дефолтные свопы (тем более что при общей годовой прибыли AIG FP в 2006 году 2 млрд долларов доля прибыли от этих свопов составляла всего 180 млн в год. Но огромная длинная позиция в уже выданных кредитно-дефолтных свопах так и осталась открытой.

AIG FP страховала ипотечные облигации по номиналу и брала на себя обязательство выплатить миллиарды долларов, если цена облигаций упадёт до 60 или 70% номинала. Видимо, руководство компании считало, что этого никогда не произойдёт, так как оно верило в надёжность секьюритизации и стабильность CDO (особенно с рейтингом AAA), выпущенных такими известными банками, как Lehman Brothers, Merrill Lynch, Bear Stearns, Citigroup. В этом и была основная ошибка. Тогда рейтинги для CDO ещё не подвергались сомнению, и никто не выделял дополнительные капиталы на обеспечение кредитно-дефолтных свопов на тот случай, если стоимость CDO начнёт падать. Удивительная наивность для рынка ценных бумаг, вся история которого показывает, что на нём не бывает ничего незыблемого, и самые надёжные бумаги стабильны лишь какое-то время, иногда – достаточно долгое.

Когда руководство AIG FP приостановило продажу кредитно-дефолтных свопов на ипотечные облигации, оно посчитало, что достаточно подстраховалось от возможных убытков. И это была ещё одна ошибка – ведь уже существующая длинная позиция на 50 млрд долларов в кредитно-дефолтных свопах никуда не исчезла. Хотя потерь по самым проблемным и ненадёжным CDO, выпущенным в 2006 и 2007 годах, действительно удалось избежать. Самоуверенность руководства AIG была основана на том, что у компании была не только очень низкая задолженность, но и 40 миллиардов долларов на счетах. Плюс активы в управлении на один триллион долларов. Поэтому в AIG считали, что с

ликвидностью у них проблем не будет ни при каких обстоятельствах.

После того как цены на ипотечные облигации начали падать в 2007 году, AIG оказалась в очень опасной ситуации – приближался момент, когда компании придётся платить за застрахованные CDO огромные суммы, которыми она не располагала. В таком же положении оказались все компании, занимавшиеся страхованием ипотечных бумаг – AMBAC Financial Group, MBIA и другие. Goldman Sachs (один из крупнейших контрагентов AIG), а за ним и Merrill Lynch, стали требовать от AIG выделения многомиллиардных сумм в качестве дополнительного залога. Кассано вёл себя с ними неадекватно и развязно. Он говорил 5 декабря 2007 года: «Время от времени от нас требуют залог. Мы отвечаем: “Мы не согласны с вашими цифрами”. Они говорят “Ах...” и уходят»<sup>667</sup>.

Однако тем временем Pricewaterhouse Coopers, главный аудитор AIG, поручил страховой компании переоценить все кредитно-дефолтные свопы с учётом последних изменений на рынке. После этого сумму убытков за ноябрь-декабрь 2007 года пришлось увеличить с 1 до 5 млрд долларов. И большинство этих убытков были связаны именно с группой Кассано. Среди руководителей AIG высказывалось мнение, что Джо нужно просто уволить. Однако после долгих дискуссий решили всё-таки оставить его консультантом, так как без него было трудно разобраться в сделках FR. Поскольку Кассано получал по миллиону долларов в месяц, это был просто золотой VIP-консультант.

Спустя годы, когда ход событий был проанализирован, высказывалось мнение, что именно Джо Кассано был одной из ключевых фигур, подтолкнувших мир к кризису. Так ли это? Понятно, что циклические кризисы – неотъемлемая часть рыночной экономики. И понятно, что когда на рынках нарастает достаточное напряжение и раздувается спекулятивный пузырь, то действия отдельных людей уже не имеют особого значения – пузырь всё равно лопнет, и поступки людей могут лишь ускорить либо отсрочить этот момент. И всё же...

---

<sup>667</sup> «Все думают, что в Goldman работают чертовски умные люди», – продолжал он в таком же духе. – «Если они говорят, что это правильная оценка» стоимости ипотечных бумаг, то вы «не должны верить только потому, что в Goldman так сказали. Мой брат работает в Goldman, и он идиот» (Соркин Э. Слишком большие, чтобы рухнуть / Э. Соркин. – М.: Астрель, 2012. – С. 172).

Что было бы, если бы Кассано вместе с Сосиным с их рискованным стилем операций, усвоенным в Drexel во времена Майкла Милкена, не пришли в AIG? Возможно, AIG – всё-таки страховая компания, а не инвестиционный банк, – и не стала бы связываться с кредитно-дефолтными свопами, тем более в таких количествах. А Кассано в другом месте, в каком-нибудь банке (особенно в Goldman), может, и не дали бы развернуться в тех масштабах, как в AIG.

Критичность всей этой ситуации с горой кредитно-дефолтных свопов, грозивших обвалить AIG, была в том, что в отличие от какого-нибудь инвестиционного банка (судьба которого за пределами финансового мира, прямо скажем, мало кого волновала), с AIG были связаны страховые договоры огромного количества индивидуальных клиентов. Поэтому банкротство компании создало бы гораздо большую напряжённость в обществе, чем банкротство любого банка.

На следующий день после краха Lehman 16 сентября 2008 года паника охватила все мировые рынки – банки перестали выдавать кредиты не только компаниям, но и друг другу. Но главное – рейтинговые агентства понизили рейтинги многих ипотечных бумаг. Их владельцы стали требовать от AIG дополнительное обеспечение, но таких денег у компании, естественно, не было. Акции AIG сразу же упали до 1,25 доллара, что было на 95% ниже обычной их цены за последний год. Так компания оказалась на грани банкротства и уже не могла производить страховые выплаты.

Крах AIG, к тому же сразу вслед за банкротством Lehman Brothers, мог привести к развалу всей американской финансовой системы, и правительство решило её национализировать, потратив на спасение компании 85 млрд долларов<sup>668</sup>. ФРС выдала AIG кредит на эту сумму, но с условием, что 79,9% акций будут предоставлены в качестве залога, а говоря иными словами – перейдут в собственность государства. Процент по этому кредиту был немалым – 11,5%, что выглядело как явное ростовщичество.

В ФРС надеялись, что 85 млрд долларов (суммы, превосходившей годовые бюджеты Сингапура и Тайваня вместе взятые) будет достаточно, чтобы успокоить кризис<sup>669</sup>. Одна-

---

<sup>668</sup> За счёт этих денег AIG смогла погасить свои долги по кредитно-дефолтным свопам банков (22,4 млрд долларов), деривативам (27,1 млрд) и другие долги по ценным бумагам (43,7 млрд долларов).

<sup>669</sup> В обсуждении этого плана участвовал Ллойд Бланкфейн, генеральный директор одного из крупнейших банков Goldman Sachs. Этот банк не толь-

ко на этом дело не закончилось, и общая сумма кредитов, предоставленных AIG американским правительством, достигла 223 млрд долларов. Если поделить такую сумму на количество семей, это было бы эквивалентно тому, если бы каждая американская семья дала из своего бюджета 2000 долларов на спасение корпорации.

### *А чем занимался в это время Goldman?*

#### *В тени раздутого бренда*

Компания, получившая со временем название Goldman Sachs, была одной из старейших на Уолл-стрит. Она была основана в 1869 году Маркусом Голдманом, переселившимся из Германии в Америку в 1848 году. Первоначально Голдман занимался торговлей одеждой (так же начинали и Леманы, и Лазарды) в Филадельфии, а позже, перебравшись в Нью-Йорк, решил попробовать силы в финансовом бизнесе и открыл свою маленькую контору с вывеской «Маркус Голдман, банкир и брокер».

Своего расцвета банк достиг в начале 2000-х годов<sup>670</sup>, когда им руководил Генри Полсон (ставший затем министром финансов). Генеральный директор Goldman Sachs, о богатстве которого ходили легенды, был своеобразной фигурой по меркам американского финансового мира. Он казался всем непонятным отшельником, не проявлявшим интереса к образу жизни миллионеров и тратившим свои личные деньги на охрану природы. Полсон с женой Венди избегали уолл-стритовских тусовок и проводили свободное вре-

---

ко владел крупным пакетом акций AIG, но и был основным контрагентом этой страховой компании по операциям с кредитно-дефолтными свопами на 10 млрд долларов. Когда сообщение о помощи AIG достигло биржи, индекс Доу – Джонса вырос на 154 пункта, но так как общая нестабильность никуда не исчезла, на следующий день он снова упал на 447 пунктов.

<sup>670</sup> Одной из главных фишек банка в те годы было использование им «чёрных ящиков» для алгоритмического трейдинга и технологий «высокочастотного трейдинга» (High Frequency Trading, HFT), позволявших совершать операции за доли секунды. Банк переманивал к себе лучших программистов, преимущественно выходцев из бывшего СССР. Впрочем, по признанию одного из них, Сергея Алейникова, положение банка в мире высокочастотного трейдинга было на самом деле ненадёжным из-за устаревшего программного обеспечения. А тратить деньги на создание новой системы электронного трейдинга банк не хотел, поэтому небольшие HFT-компании с более современными трейдинговыми системами превосходили его по скорости операций.

мя, наблюдая за птицами в Центральном парке Нью-Йорка. Жили они в сравнительно небольшой для людей их круга квартире, Полсон носил дешёвые пластиковые часы и ездил на скромной машине Toyota Prius 1997 года выпуска.

В Goldman Sachs он пришёл в 1973 году на должность младшего инвестиционного банкира, получая в чикагском отделении банка 30 тысяч в год. Там он быстро поднялся, став в 1982 году партнёром. В сентябре 1994 года, когда рост процентных ставок во всём мире плохо повлиял на банк (его прибыль снизилась на 60% только за первую половину года, что было скандалом), исполнительный директор Стив Фридман ушёл в отставку, а вместе с ним и 36 партнёров. Совет директоров решил избрать Джона Корзайна президентом банка, а Генри Полсона – главным операционным директором. А с 1999 по 2006 год Полсон был исполнительным (иными словами – генеральным) директором Goldman Sachs, где он проработал в общей сложности 32 года.

Когда Генри Полсон принял решение занять пост министра финансов, он подписал подробное «этическое соглашение» на шести страницах, которое запрещало ему в любой форме участвовать в делах Goldman Sachs, пока он будет министром (Полсон занимал этот пост с 2006 по 2009 год, когда его сменил Тимоти Гайтнер). Этим он устранял возможный конфликт интересов, хотя с учётом роли Goldman Sachs в финансовой системе США Полсон ограничивал свои возможности влиять на финансовый мир. Поэтому в дальнейшем он не раз пытался деликатно обойти это ограничение<sup>671</sup>.

В 2000-е годы Goldman считался самым крупным и прибыльным инвестбанком на Уолл-стрит. А конкуренты говорили, что компания получает больше, чем заслуживает из-за своего искусственно раздутого бренда. Хотя Goldman Sachs обычно вызывал зависть у своих конкурентов в финансовом мире, в отношении финансовых инноваций он, несмотря на весь свой пафосный имидж, так и не стал лиде-

---

<sup>671</sup> После того как Генри Полсон стал министром финансов, он обязался продать свою долю в Goldman Sachs (более 3 млн акций на сумму 485 млн долларов), а также вывести свои инвестиции из хедж-фонда Goldman Sachs, связанного с Индустриально-коммерческим банком Китая. Новые правила налогообложения давали возможность государственным служащим продавать свои доли в коммерческих компаниях без уплаты налогов, и Полсон сэкономил на продаже акций 100 млн долларов. Это была, наверное, одна из самых выгодных его сделок.



ром. В этом отношении был больше похож на Microsoft, чем на Apple.

Руководивший банком с 2006 года Ллойд Бланкфейн, наверное, в глубине души удивлялся и своему собственному быстрому взлёту, и стремительному росту банка. Бланкфейн начал свой путь в бедной части Бруклина в ничем не приметной еврейской семье. Его отец был почтовым служащим, мать – секретарём, а сам он в детстве торговал газированными напитками на футбольных матчах. Но в школе Бланкфейн учился хорошо, был лучшим в классе, а в 1971 году получил стипендию для учебы в колледже при Гарвардском университете. В 1978 году он закончил юридический факультет и после работы в нескольких юридических фирмах в 1981 году оказался в Goldman. Там Ллойд вёл себя скромно и долго был незаметным, идеально соответствуя корпоративной культуре Goldman, где не принято было говорить «я заключил эту сделку», а только «мы заключили сделку»<sup>672</sup>. В 1988 году Бланкфейн стал партнёром, а с 1998 года – руководил отделом бумаг с фиксированной доходностью, одним из самых прибыльных. Долгое время никто не рассматривал его как кандидата на пост исполнительного директора, но ум Бланкфейна оценил Генри Полсон. Когда в 2006 году Полсон уходил из банка, чтобы стать министром финансов, он объявил, что его преемником будет Ллойд Бланкфейн.

С началом падения рынков, Goldman удалось избежать тех проблем и потрясений, которые испытывали Lehman, Merrill Lynch, Citi Group и Morgan Stanley, хотя у банка была и высокая доля заёмных средств, и проблемные активы (стратегии всех инвестбанков в те годы были, в общем, похожи). Бланкфейн говорил, что им просто повезло. В действительности же ипотечные трейдеры банка Дэн Спаркс, Майкл Свенсон и Джош Бирнбаум вместе с финансовым директором Дэвидом Винеаром сознательно избегали «токсичных» CDO. В ином случае для Goldman всё могло бы сложиться иначе.

Ещё в декабре 2006 года Спаркс, Свенсон и Бирнбаум объявили, что пузырь на рынке недвижимости скоро лопнет,

---

<sup>672</sup> О корпоративной культуре Goldman ходили легенды, правда, неоднозначные. «Неподатливая, иерархичная, однородная компания привлекала множество военных, спортсменов и католиков... которые привыкли глядеть в пол и выполнять приказы, доверять команде и всё такое» (Ни Дж. Инвестиционный банкир по стечению обстоятельств. Десятилетие, преобразившее Уолл-стрит: взгляд изнутри / Дж. Ни. – М.: Олимп-Бизнес, 2010. – С. 30).

и все ипотечные бумаги обесценятся. А в июле 2007 года Дэвид Винеар в письме Бланкфейну впервые назвал политику банка по отношению к ипотечным бумагам «большой игрой на понижение» за счёт которой Goldman Sachs получил прибыль 4 млрд долларов, хотя другие банки несли многомиллиардные убытки<sup>673</sup>. За счёт этой прибыли банк имел преимущество перед своими основными конкурентами (Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch) и перед своим основным контрагентом – AIG. Хотя Goldman тоже владел крупным пакетом ипотечных бумаг (этот пакет появился ещё до начала игры на понижение), когда стоимость ипотечных бумаг стала снижаться, Спаркс и его группа ипотечных брокеров сразу переоценили эти бумаги в мае 2007 года.

Информация об этой переоценке быстро распространилась на рынке, вызвав волну панических настроений – «раз Goldman Sachs переоценивает ипотечные бумаги, значит дела плохи». Первой жертвой переоценки стали два хедж-фонда банка Bear Stearns, вложившие крупные капиталы в ипотечные бумаги, выпущенные Goldman и теперь обесценившиеся. У Merrill Lynch проблемы возникли тоже после того, как Goldman переоценил ипотечные бумаги. Большая игра на понижение началась.

### *Большая игра на понижение*

О большой игре на понижение, которую сознательно вёл Goldman Sachs накануне кризиса, заговорили 16 апреля 2010 года. Тогда Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) выдвинула иск против Goldman по обвинению в мошенничестве в связи с выпущенными компанией синтетическими CDO. Структура этого производного инструмента была намеренно запутанной, но его суть состояла в том, что если люди, взявшие ипотечные кредиты, продолжают выплаты по ним, то ценная бумага сохранит свою стоимость. А

---

<sup>673</sup> В 2007 году чистая прибыль Goldman Sachs достигла 11,4 млрд долларов, из которых руководство выделило себе бонусы на 322 млн долларов. Бланкфейн получил 70,3 млн. В 2008 году, когда другие банки боролись за то, чтобы просто выжить, Goldman получил чистый доход 2,3 млрд долларов. Во время начавшегося кризиса руководство не решилось выделять себе бонусы и отказалось от них по инициативе Бланкфейна, доход которого в 2008 году составил всего лишь 1,1 млн долларов (Коэн У. Деньги и власть: как Goldman Sachs захватил власть в финансовом мире / У. Коэн. – М.: Альпина Паблишер, 2013. – С. 11–12).

если выплаты прекратятся или их порядок будет нарушен, стоимость CDO начнёт падать. Покупавшие эти инструменты инвесторы делали ставку на то, что выплаты по ипотечным кредитам продолжатся, а вот Goldman Sachs (по обвинению SEC) сделал ставку как раз на противоположное, причём сознательно и намеренно.

Фабрис Турре, вице-президент Goldman, потративший около шести месяцев на создание этого выпуска CDO с условным названием ABACUS 2007–AC1, не раз делал оптимистичные заявления в отношении его прибыльности, намеренно вводя в заблуждение инвесторов. А некоторые подробности сознательно умалчивались. В частности, тот факт, что один из крупных клиентов Goldman, управляющий хедж-фондом Джон Полсон, специально заплатил банку 15 млн долларов за выпуск этих CDO и сделал ставку на то, что значительная часть домовладельцев не сможет выплачивать долги по ипотечным кредитам. В сущности, весь этот выпуск CDO на общую сумму 2 млрд долларов и был создан по заказу Джона Полсона. Именно он принимал активное участие в выборе самых проблемных ипотечных бумаг, положенных в основу этих CDO, чтобы гарантированно обеспечить их падение.

### *Джон Полсон и хедж-фонд Paulson & Co*

Потом СМИ вдруг заговорили о том, что мало кому известный хедж-фонд Джона Полсона заработал более 15 млрд долларов для инвесторов и около 4 млрд для самого Полсона. Раньше ещё никому не удавалось так быстро заработать настолько много. А главное, что Полсон получил эти деньги от игры на понижение тех самых низкокачественных ипотечных облигаций, создавших проблемы для многих крупных инвестиционных банков.

И действительно, хедж-фонд Полсона получил в 2007 году 600% прибыли, а лично Полсон за год получил 3,7 млрд долларов. Можно ли в чём-то его обвинять? В общем-то нет. «Полсон не только заслуживает свои 3,7 млрд; его прибыль полностью справедлива в условиях реальной мировой экономики. Полсон действовал в рискованном, запутанном мире хеджевых фондов», где их управляющие применяют множество стратегий, в том числе и короткие продажи. «Решения об инвестициях, которые он принимал, были ос-

нованы отнюдь не на простом везении»<sup>674</sup>, а на анализе ипотечного рынка. Так что в случае Джона Полсона это был просто финансовый бизнес. «Мы почувствовали, что на рынке жилья надувается пузырь, цены на жильё были слишком завышены и, вероятно, должны были упасть», – говорил сам Полсон в интервью<sup>675</sup>. К тому же он сильно рисковал, вложив 22 млрд долларов в кредитно-дефолтные свопы. Но расчёт оказался правильным, и только на свопах он заработал 1 млрд долларов. Примерно через шесть месяцев после выпуска ABACUS, рейтинговые агентства снизили рейтинги 83% ипотечных бумаг, бывших в основе этих CDO, а в январе 2009 года упали рейтинги 99% этих бумаг. Так Джон Полсон достиг своей цели.

### *Другие игроки на понижение*

Скоро нашлись и другие участники рынка, разгадавшие игру Goldman Sachs (ведь не только там работали умные люди) и задавшие вопрос, как бы им тоже принять в ней участие. К концу 2006 года в игре на понижение участвовало около 100 инвесторов (преимущественно различные хедж-фонды), сознательно приобретающие кредитно-дефолтные свопы именно с такой целью. Однако явную ставку на крах всего ипотечного рынка сделала лишь небольшая их часть, от 10–20 (Deutsche Bank в лице Грега Липпманна, Джон Полсон, Майкл Берри и ещё ряд не самых известных хедж-фондов – Whitebox, Baupost Group, Passport Capital, Elm Ridge).

Игроки на понижение поняли, что низкокачественные и рискованные ипотечные кредиты, выданные в начале 2005 года, вскоре станут проблемными. Обычно такие займы выдавались под плавающий процент, но в большинстве случаев первые два года у них была фиксированная пониженная ставка для привлечения клиентов. Кредит, выданный в 2005 году, обычно имел фиксированную ставку 6%, которая в 2007 году вырастала до 11%. Большинство клиентов плохо понимало всё это, и повышение ставки почти в два раза, скорее всего, должно было спровоцировать волну дефолтов.

---

<sup>674</sup> Форбс С. Спасёт ли нас капитализм? Экономика эпохи iPod / С. Форбс, Э. Эймс. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – С. 141.

<sup>675</sup> Weiss G. The Man Who Made Too Much / G. Weiss // CNBC. – 2009. – Feb. 23.

Такой прогноз был весьма правдоподобным, и на дефолтах можно было бы хорошо заработать. Но для этого нужны были кредитно-дефолтные свопы. А в 2005 году такие свопы на низкокачественные ипотечные облигации ещё не выпускались, а если где-то и выпускались, то не имели распространения.

Крупнейшими из игроков на понижение были, наверное, Майкл Берри и Грег Липпманн. Жизненный путь Майкла Берри (Michael Burry), родившегося в 1971 году в Сан-Хосе (Калифорния), начинался далеко от мира финансов. Закончив Калифорнийский университет в Лос-Анджелесе, он стал врачом-неврологом и в середине 1990-х годов работал в Стенфордском госпитале. Замкнутый и нелюдимый, Майкл во время долгих ночных дежурств имел доступ к компьютеру клиники и почитывал, что пишут люди в Интернете, в те годы быстро вторгнувшемся в повседневную жизнь. Как раз начинался бум «доткомов», все говорили о «новой экономике» и о возможности быстро заработать в Интернете. Трудно было не обратить на это внимание, и Берри заинтересовался прогнозированием цен на акции, а потом сам начал писать на интернет-форумах и создал что-то вроде блога. В те годы блогов на финансовые темы было мало, и Майкл привлёк к себе внимание. Его прогнозы изменения цен акций всё чаще сбывались, и к мнению Майкла Берри стали прислушиваться. Проблема была со временем — у врача оно оставалось только на ночных дежурствах. И тогда в 2000 году он оставил медицину. Говорят, что Берри, сидевший ночами у компьютера, заснул во время операции, и ему пришлось уйти из клиники со скандалом. Как бы там ни было на самом деле, теперь у него были развязаны руки, чтобы погрузиться в финансовый бизнес.

Майкл решил основать хедж-фонд Scion Capital. Начальным капиталом стало полученное им небольшое наследство и деньги, взятые в долг у родственников. Блог сыграл свою роль, и в финансовом мире имя Берри кое-кто слышал. Своими удачными прогнозами он привлёк внимание в таких компаниях, как Vanguard, White Mountains Insurance Group и других. Удача пришла быстро — компания Gotham Capital выкупила у него долю 25% в будущем хедж-фонде за \$1 млн, и дело сдвинулось. Фонд Scion Capital специализировался на поиске недооценённых высокотехнологических акций. После кризиса «доткомов» как раз начался двухлетний спад на рынке. В 2001 году индекс S&P 500 упал на 11,88%, однако фонд Берри дал 55% прибыли. В следую-

щем году S&P 500 снизился на 22,1%, но Scion Capital дал 16% прибыли. В 2003 г., когда рынок ценных бумаг вырос на 29%, фонд дал 50% прибыли. К концу 2004 года Scion Capital управлял 600 млн долларами<sup>676</sup>. Это был первый успех.

Когда рынки начали оживать, инвесторы уже не хотели связываться с высокотехнологическими компаниями и заинтересовались рынком недвижимости. Но Майкл Берри понимал, что новый бум продлится недолго и можно хорошо заработать на обвале ипотечного рынка. В 2007 году для большинства ипотечных кредитов заканчивался двухлетний период низких процентов и, скорее всего, можно было ждать массовых дефолтов. Берри стал скупать кредитно-дефолтные свопы на CDO, набрав их на 1 млрд долларов<sup>677</sup>. Тогда мало кто задумывался о шаткости всей этой пирамиды ипотечных бумаг, поэтому скупавший кредитно-дефолтные свопы Майкл казался странным многим. В том числе инвесторам его фонда, возмущавшимся, что вместо акций он вкладывает капиталы в какие-то непонятные свопы. А потом начался кризис, на котором Берри заработал 100 млн долларов лично для себя и 700 млн для инвесторов<sup>678</sup>. Может, не так много, как Джон Полсон, но тоже немало.

Не менее интересной фигурой был Грег Липпманн, трейдер из Deutsche Bank (одного из основных участников рынка американских ипотечных бумаг, перепродававшего их немецким инвесторам). Вести игру на понижение Липпманну поручило руководство банка. С одной стороны, Грегу не нравилось, что он оказался среди тех, кто подталкивал рынки к обвалу, а мир к кризису. А с другой – его как трейдера привлекала сама идея принять участие в новой прибыльной схеме. Ведь чем менее прозрачен рынок и чем сложнее становятся финансовые инструменты, тем больше возможности получить на этом прибыль. А это был как раз тот случай.

Проблема была лишь в том, что не хватало инвесторов, готовых играть на понижение рынка ипотечных бумаг. Никто не хотел верить, что он может обрушиться. Когда один из клиентов Липпманна посоветовался с людьми из Bear Stearns о целесообразности игры на понижение, те сказали,

---

<sup>676</sup> Lewis M. Betting on the Blind Side / M. Lewis // Vanity Fair. – 2010. – №4.

<sup>677</sup> Burry M. I Saw the Crisis Coming. Why Didn't the Fed? / M. Burry // The New York Times. – 2010. – Apr. 3.

<sup>678</sup> Anderson J. Winners Amid Gloom and Doom / J. Anderson. – The New York Times. – 2007. – Mar. 9.

что Липпманн сумасшедший. Что было дальше с Bear Stearns, мы уже знаем. А вот Липпманн поверил в эту игру – проанализировав цифры, он понял, что хотя цены на недвижимость растут, растёт и количество дефолтов, уже в 2005 году достигшее 4%. По расчётам Липпманна, ценам на недвижимость даже не нужно падать – как только их рост замедлится, количество дефолтов станет быстро увеличиваться. Когда оно достигнет 7%, то рискованные облигации с рейтингом BBB «минус» полностью обесценятся. И тогда у Грега проснулся азарт трейдера.

В сущности, весь этот рынок рискованных ипотечных облигаций с реальным рейтингом BBB, искусственно завышенным до AAA при создании CDO, держался только благодаря AIG FP, страховавшей CDO и продававшей кредитно-дефолтные свопы. Как только AIG FP перестала бы это делать, рынок должен был сразу же обвалиться. И тогда Грег Липпманн решил ускорить обвал. В конце 2005 года он встретился в Лондоне с Томом Фьюингсом из AIG FP, рассказав ему, как он видит ситуацию. Фьюингс не возражал, в целом согласившись с тем, что говорил ему Липпманн. Тот пытался донести до AIG FP, что игроки на понижение смеются над ними, всюю используя сложившуюся ситуацию и приближая крах AIG FP, когда придётся платить миллиарды по кредитно-дефолтным свопам. А платить будет нечем. Липпманн был уверен, что в AIG FP всё поняли правильно. Но он ошибался, так как не учёл нездоровую обстановку, сложившуюся в AIG FP из-за особенностей характера босса – Джо Кассано.

### *Убытки инвесторов*

Среди инвесторов, понёсших наибольшие убытки от игры на понижение, были германский банк IKB Deutsche Industriebank AG, потерявший 150 млн долларов, и крупный голландский банк ABN AMRO, за 1,5 млн долларов в год взявший на себя 96% рисков ещё одного инвестора – ACA Management, вложившего в ABACUS 951 млн долларов. Во время кризиса ABN AMRO был приобретён Royal Bank of Scotland, и ему пришлось покрывать убытки после падения цен на бумаги ABACUS. В августе 2008 года Royal Bank of Scotland пришлось заплатить Goldman Sachs 840,9 млн долларов, которые в основном достались хедж-фонду Джона Полсона.

Ипотечные бумаги ABACUS были не единственным финансовым инструментом, использованным Goldman для игры на понижение. В марте 2007 года между Goldman и компанией Greuwolf Capital (созданной бывшими партнёрами Goldman) было заключено соглашение о выпуске на 1 млрд долларов CDO, названных Timberwolf. Вскоре после выпуска они потеряли основную часть своей стоимости.

Два хедж-фонда Bear Stearns, купившие в марте эти ценные бумаги на 400 млн долларов, в июле из-за этого обанкротились. Австралийский хедж-фонд Basis Yield Alpha Fund купил их на 80 млн долларов, но вскоре потерял на них 50 млн и тоже обанкротился, обвинив Goldman в намеренном предоставлении ложной информации.

За счёт игры на понижение в третьем квартале 2007 года доходы Goldman составили 12,3 млрд долларов, а чистая прибыль – 2,9 млрд. Доходность на акционерный капитал достигла 31,6%, что было рекордом для публичных акционерных компаний – и всё благодаря игре на понижение.

### *Расследование «большой игры на понижение»*

Когда началось разбирательство в отношении «большой игры на понижение», руководство Goldman всё отрицало, подчёркивая, что хотя они получили в 2007 году небольшую (по меркам Goldman) прибыль – 500 млн долларов, в 2008 году их убытки на ипотечных бумагах достигли 1,7 млрд долларов. На слушаниях в Сенате 27 апреля 2010 года Бланкфейн говорил, что несмотря на заявления о коротких позициях Goldman Sachs на ипотечном рынке США, банк не вёл какой-либо последовательной игры на понижение. Он не оставался всё время в короткой позиции на рынке ипотечных финансовых продуктов ни в 2007, ни в 2008 годах. И хотя за два года финансового кризиса банк продолжал получать прибыль на ипотечном рынке, в целом Goldman Sachs потерял за это время около 1,2 млрд долларов. А главное, что (по словам Бланкфейна) банк не играл против своих клиентов. Однако заявления Бланкфейна никого не убедили – наоборот, всем стало ясно, что Goldman Sachs действительно вёл игру на понижение. После подачи иска против банка в апреле 2010 года рыночная стоимость его акций сразу же упала на 12,4 млрд долларов.

Сенатор Карл Левин на очередном слушании по поводу «большой игры на понижение» 24 апреля 2010 года поста-



вил вопрос шире и заявил: «Инвестиционные банки, такие как Goldman Sachs, не просто вели торговлю на рынке, но и являлись заинтересованной стороной в создаваемых ими сложных и опасных финансовых схемах, которые и привели к кризису. Они объединили проблемные ипотечные контракты в сложные финансовые инструменты, вынудили кредитные агентства дать им рейтинг AAA и стали продавать их инвесторам, ещё больше увеличивая риски и распространяя их на всю финансовую систему, а кроме того, зачастую делая ставку против созданных ими ценных бумаг и получая выгоду в ущерб своим клиентам»<sup>679</sup>.

Впрочем, несмотря на «большую игру на понижение», глобальный финансовый кризис коснулся и Goldman. Ему пришлось 21 сентября 2008 года вместе с Morgan Stanley добровольно отказаться от статуса инвестиционного банка, став банковской холдинговой компанией. Это давало возможность доступа к краткосрочным кредитам ФРС, но в то же время налагало дополнительные ограничения в работе. Такой шаг был сделан по инициативе ФРС, чтобы восстановить доверие рынка. И действительно, через несколько дней Goldman Sachs получил 5 млрд долларов от Уоррена Баффета и ещё 5,75 млрд от других крупных инвесторов.

Министр финансов Генри Полсон 14 октября 2008 года вызвал к себе Бланкфейна и генеральных директоров восьми других крупнейших банков, предложив продать Министерству финансов привилегированные акции на общую сумму 125 млрд долларов по программе выкупа проблемных активов. Полсон почти заставил Бланкфейна взять 10 млрд долларов по этой программе, а когда тот имел неосторожность публично заявить, что его банк не нуждается в такой помощи, это вызвало сильное недовольство в правительственных кругах. Ведь смысл программы помощи был в том, чтобы восстановить доверие рынков к крупнейшим банкам. А у Goldman было больше всего проблем с таким доверием.

---

<sup>679</sup> Цит. по: Коэн У. Деньги и власть: как Goldman Sachs захватил власть в финансовом мире / У. Коэн. – М.: Альпина Паблишер, 2013. – С. 26.

### *Kрах Lehman Brothers*

В наиболее острую стадию кризис вошёл 15 сентября 2008 года, когда из-за огромных убытков по обесценившимся ипотечным бумагам обанкротился старейший американский банк Lehman Brothers, основанный в 1850 году братьями Леман – Генри, Эммануэлем и Мейером, приехавшими из Германии. В 1960-е годы Lehman Brothers стал официальным дилером государственных облигаций США, доходы банка быстро росли и он превратился в международную финансовую организацию. К началу XXI века Lehman был одним из крупнейших в мире инвестиционных банков, у него были региональные штаб-квартиры в Лондоне и Токио, а также представительства во многих других странах мира. В 2006 году в Lehman Brothers работало 26 тысяч человек, активы достигали 503,5 млрд, а чистая прибыль за этот год составила 4 млрд долларов.

О проблемах в Lehman Brothers заговорили в финансовых кругах в середине 2007 года, больше чем за год до банкротства банка. На Уолл-стрит пошли слухи, что руководство Lehman фальсифицирует отчётность, чтобы скрыть реальные размеры убытков от операций с ипотечными облигациями. Видимо, по примеру Enron (а дурной пример, как известно, заразителен) Lehman Brothers решил основать на Каймановых островах несколько тайных офшорных трастов, туманно названных в духе уолл-стритовского жаргона «квалифицированными структурами специального назначения» (qualified special purpose entities, QSPE). Этим трастам банк продавал ипотечные облигации, отражая операции в своей отчётности как прибыль. На балансах трастов эти бумаги потом и числились. Убытки тоже списывались на офшорные трасты. Действительно, напоминает историю с дочерними компаниями «Энрон». Впрочем, так поступали и другие банки – у Citigroup в офшоры были выведены ещё более крупные активы, и всё это делалось (по официальной версии банка), чтобы не увеличивать размеры резервного фонда с 3 до 10%. Такое повышение пытались провести в 2003 году, но финансовое лобби затормозило его. Думаю, причина была не только в резервном фонде, а в завышении прибылей и сокрытии убытков.

Однако главной миной замедленного действия оказались, конечно, CDO. В 2006 году Lehman Brothers считался лидером по размещению этих бумаг – 50 млрд долларов, опередив RBS Greenwich Capital (46 млрд), Morgan Stanley и

Merrill Lynch (оба банка по 34 млрд долларов). Правда, уже тогда возникли проблемы со сбытом этих бумаг. Внутренние инвесторы стали интуитивно чувствовать растущую напряжённость на рынке, и CDO покупали в основном иностранные инвесторы из Великобритании, Германии, Японии и Кореи, но далеко не в таком количестве, как было нужно. Огромное количество ставших проблемными CDO отягощало банк, грозя потопить его (капитализация Lehman в 2006 году составляла около 60 млрд долларов), и непонятно было, как от этих бумаг избавиться.

Когда Bear Stearns был поглощён J. P. Morgan, Lehman Brothers включили в группу риска, так как банк активно работал с CDO. Ещё тогда, в марте 2008 года, началось снижение курса акций Lehman, однако генеральный директор Ричард Фулд уверял всех, в том числе министра финансов Генри Полсона, что у Lehman нет рискованных активов, от которых невозможно будет быстро избавиться, поэтому всё будет хорошо. Однако люди, работавшие в то время в банке, отмечали тревожное молчание в отделе ипотечных бумаг, ещё недавно бывшем главным источником прибыли. Все понимали, что там нарастают большие убытки, и «чувствовали, что руководством Lehman овладел инстинкт самоуничтожения... всё идёт не так и можем не выжить вообще»<sup>680</sup>.

Тем временем руководство банка, видимо, утратив связь с реальностью, начало тратить миллиарды на покупку долей в хедж-фондах (лондонских GLG Partners, Marble Bar Asset Management, Spinnaker Capital, европейском фонде Blue Bay Asset Management и австралийском Grange Securities, занимавшемся ипотечными бумагами). Ещё более странно выглядели 1,6 миллиарда долларов, потраченные по распоряжению генерального директора на то, чтобы скупать акции Lehman Brothers по цене 75 долларов. Видимо, таким образом Дик Фулд блефовал и хотел пресечь распространение слухов о назревающих в банке проблемах. Было немало и других необъяснимых в сложившейся ситуации поступков – покупка в кредит дорогих объектов недвижимости в Европе или поглощение за 45 млрд долларов огромной техасской энергетической компании TXU Corporation.

---

<sup>680</sup> Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. – М.: Юнайтед Пресс, 2010. – С. 219.

Поползли слухи, что Фулд, наверное, выжил из ума. Ведь долги банка достигли 465 миллиардов долларов. Росло и кредитное плечо банка – в 2006 году заёмные средства превышали собственные в 22 раза, в начале 2007 года – в 34 раза, а к концу этого года – в 44 раза. А может, Фулда душила зависть к Питу Питерсону и Стиву Шварцману из преуспевающего фонда Blackstone (22 июня успешно проведшего IPO и разместившего свои акции на 4 млрд долларов<sup>681</sup>). Ведь оба они когда-то работали в Lehman, пока их бесцеремонно не выжил оттуда Льюис Глюксман, предшественник Фулда.

Когда в середине 2007 года начались массовые задержки выплат по ипотечным кредитам, всем стало понятно, что Lehman, крупнейший эмитент ипотечных облигаций, сможет продать их только со скидкой. И действительно, вскоре пришлось продавать крупный пакет CDO на 2 млрд долларов с рейтингом AAA по 90% номинала. Ещё недавно это трудно было представить. Что уж говорить об ипотечных бумагах с более низким рейтингом.

В таких условиях банк продолжал вкладывать огромные деньги (причём заёмные!) на цели, явно неуместные в тот момент. В общей сложности 82 миллиарда были вложены в обесценивающиеся на глазах ипотечные облигации, 30 миллиардов – в слияния и поглощения, 40 миллиардов – в облигации, обеспеченные коммерческой недвижимостью, 20 миллиардов – в хедж-фонды, 5 миллиардов – в нефтяную промышленность. Долги Lehman достигли 700 миллиардов долларов, и любому трезвомыслящему человеку стало ясно, что он никогда не сможет их погасить даже при самых лучших условиях. А условия не только не были самыми лучшими, но и постоянно ухудшались. На что рассчитывал Дик Фулд, назначив себе по итогам 2007 года рекордную бонусную премию – 35 миллионов? Создаётся впечатление, что он действительно утратил связь с реальностью – той реальностью, в которой управляемый им банк погряз в долгах и двигался к неминуемой катастрофе.

На ежегодной весенней конференции по инвестициям 8 апреля 2008 года в докладе Дэвида Эйнхорна<sup>682</sup>, к мнению

---

<sup>681</sup> Продав акции, Шварцман получил 700 млн долларов, а Питерсон (ему, кстати, был 81 год) получил 1,8 млрд долларов.

<sup>682</sup> Авторитетный аналитик, 39-летний Эйнхорн (выглядевший лет на десять моложе) был президентом хедж-фонда Greenlight Capital, управлявшего активами на 6,5 млрд долларов. Фонд Эйнхорна, где работало всего семь аналитиков и несколько человек персонала, был известен спокойным,

которого прислушивались, впервые открыто прозвучало, что у Lehman Brothers назревают проблемы, банк отягощён огромными долгами и, что самое главное, скрывает свои убытки. Эйнхорн был не просто одним из «хеджи» (как называли в финансовых кругах руководителей хедж-фондов) – «он был настолько влиятельным, что мог двигать рынки, просто озвучивая приговор», и «он уже поставил большие деньги»<sup>683</sup> на падение Lehman.

Вскоре на конференции инвесторов в Time Warner Centre 21 мая Эйнхорн прямо заявил, что Lehman не хочет признавать всех убытков, чтобы не обвалить ещё больше курс своих акций. При основном капитале 17 млрд долларов долги банка достигли 750 млрд долларов, а отношение заёмных средств к собственным – 44 к 1. При таких долгах падение стоимости активов всего на 1% означало 7,5 млрд долларов, а это была почти половина капитала банка. Подобную критику Эйнхорн повторил 27 мая в прямом эфире на CNBC, делая акцент на том, что нестабильность Lehman представляет серьёзную угрозу для всей финансовой системы. После этих выступлений Эйнхорна в мае курс акций Lehman упал на 22,6%.

А затем 4 июня 2008 года в Wall Street Journal была опубликована статья Сьюзен Крейг о том, что Lehman ищет капиталы в других странах и ведёт переговоры с Корейским банком развития (Korea Development Bank, KDB), которые Фулд тщательно скрывал. Это был новый удар, ведущий к дальнейшему падению курса акций, и Фулд был в ярости от самого факта утечки информации.

Чтобы привлечь капиталы, 9 июня 2008 г. Lehman Brothers объявил о проведении дополнительной эмиссии акций на 4 млрд. Но что могла изменить эта капля в море при таких долгах? К тому же накануне размещения агентство Standard & Poors снизило рейтинги банка. А через несколько дней Lehman опубликовал отчет, в котором наконец признавал убытки – 2,8 млрд долларов за первое полугодие 2008 года. Когда об этом узнали инвесторы, они начали массово продавать акции, и цена на них упала ещё на 20%.

На собрании руководителей отделов 12 июня 2008 года было решено, что топ-менеджеров банка необходимо срочно

---

вдумчивым подходом к инвестированию. А об атмосфере офиса говорили, что она больше подходит для спа-салона, чем для финансовой организации.

<sup>683</sup> Соркин Э. Слишком большие, чтобы рухнуть / Э. Соркин. – М.: Астрель, 2012. – С. 58.

сменить. Самого Фулда не трогали, но вынудили уйти вице-президента по оперативным вопросам Джозефа Грегори (говорили, что именно он создал огромные долги) и вице-президента по финансам Эрин Каллан. Команда Дика Фулда распалась, и банком фактически стал руководить 48-летний Барт Макдейд. Хотя Фулду было не так уж много лет – 62 (как и министру финансов Генри Полсону), все считали, что он уже выдохся и ему пора на покой.

Когда новое руководство банка стало разбираться с долгами, оказалось, что 120 млрд долларов (конечно же, взятых в долг) было вложено в коммерческую и жилую недвижимость по всему миру, причём за некоторую сильно переплатили. На падающих рынках недвижимости распродать всё это без огромных убытков было нереально, и вот тогда у многих возникла мысль, что Lehman пришёл конец и дело идёт к банкротству.

Говорят, что Lehman Brothers погубила несдержанность и грубость его генерального директора при разговоре с министром финансов Генри Полсоном во время ужина в казначействе в апреле 2008 года. Ещё когда Фулд был молодым трейдером, он прославился своей резкостью, за что получил прозвище «Горилла». Ему оно нравилось – уже став руководителем банка, он держал у себя в кабинете чучело гориллы<sup>684</sup>. Фулд всю жизнь испытывал зависть и ненависть не только к банку Goldman Sachs (который поддерживало правительство), но и лично к Полсону<sup>685</sup>, имевшему большее состояние, чем сам Фулд.

Отношение Полсона к Lehman и Дику Фулду тоже было известно – однажды он назвал банк «кучей бандитов», хотя с уважением относился к их корпоративной культуре. О Фулде он говорил, что тот слишком любит неоправданный риск, однако считал его достойным соперником. Когда Полсон стал министром финансов, он временами звонил Фулду, чтобы узнать мнение о состоянии рынков. В сущности, Полсон был более толерантен и открыт к диалогу, чем Фулд.

Когда в Lehman дела стали ухудшаться, Фулд хотел получить поддержку от Баффета и попросил Полсона поговорить с тем – все ведь знали, что Полсон дружит с Баффетом. Хотя знаменитый инвестор-миллиардер не любил инве-

---

<sup>684</sup> Это чучело не пережило 11 сентября 2001 года, когда после теракта Lehman пришлось спешно эвакуировать свою штаб-квартиру из Нижнего Манхэттена.

<sup>685</sup> Полсон более 25 лет проработал в Goldman Sachs и занимал там пост генерального директора.

стиционных банкиров, он не раз использовал для некоторых своих операций чикагское отделение Goldman в то время, когда там работал Полсон, и у них возникли хорошие отношения. Полсону не очень хотелось просить Баффета принимать участие в судьбе Lehman, но он всё же намекнул ему, что в этой ситуации может быть выгода и для Баффета.

Вскоре Фулд позвонил Баффету и предложил ему инвестировать 3–5 млрд долларов в бумаги Lehman. На это знаменитый миллиардер ответил, что мог бы вложить такие деньги, например, в привилегированные акции с дивидендом 9% (это означало, что при инвестировании 4 млрд долларов Баффет будет получать в год прибыль 360 млн долларов), но ему нужно подумать. Высокую цену запросил Баффет за свои капиталы, но на то он и Баффет.

Однако, изучив годовой отчёт Lehman на 2007 год, Баффет засомневался, стоит ли связываться с такими инвестициями – слишком много было проблем у банка. Дело было даже не в риске потерять деньги, а в репутации самого Баффета – ведь если бы он вложил капиталы в Lehman, об этом сразу же заговорил бы весь мир. Поэтому когда ему позвонил Полсон и завёл разговор о том, что неплохо было бы поддержать Фулда, Баффет понял по голосу министра финансов, что он тоже не хочет брать на себя ответственность. Последней каплей для него стало то, что Фулд не упомянул ни словом о мошенниках, похитивших в Японии из Lehman по поддельным документам 355 млн долларов. Об этом случае писали все газеты, и то, что Фулд промолчал, выглядело несолидно. На этом дело и закончилось, тем более что Lehman вскоре смог привлечь капиталы на более выгодных условиях. Правда, гибнущему банку это уже не помогло.

Однако контакты Фулда с Полсоном продолжались. А 11 апреля на официальном ужине в казначействе, где собрались руководители крупнейших банков, у Фулда произошёл тот серьёзный разговор с Полсоном, который и определил судьбу банка. Министр финансов выразил беспокойство в отношении того, что, по прогнозам МВФ, в ближайшие пару лет списания банков по ипотечным бумагам могут достичь в мировом масштабе 945 млрд долларов. Основная часть этих списаний будет происходить в крупных американских банках. Но ещё больше Полсона беспокоил непомерный рост заёмного капитала в основных банках – у Lehman 30,7 к 1 (по отношению к основному капиталу), у Merrill Lynch – 26,9 к 1. Высоким оно было и в других банках. Полсон счи-

тал, что такая гора долгов могла обрушить всю финансовую систему.

Фулд не проявил интереса к этой теме и перевёл разговор на то, что вся проблема в «медведях», ведущих игру на понижение, ухудшая и без того шаткое положение Lehman. Полсон понял, что Дик Фулд не хотел понимать (или делал вид, что не хотел) самой сути проблем Lehman. Разговор закончился на том, что Полсон посоветовал ему продать банк, например государственному Корейскому банку развития, предлагавшему в начале 2008 года 23 доллара за акцию. И тут Фулд резко заявил: «Не учите меня, как управлять моей компанией». Полсон был оскорблён грубостью и неуважением, проявленным лично к нему как к министру финансов. Вероятно, тогда он и решил, что не будет помогать Lehman Brothers – если Фулд такой умный, пусть выкручивается сам как хочет.

Похоже на то, что Дик Фулд действительно верил, что все проблемы банка связаны не с заёмными капиталами и не с его неверными решениями, а только с коварными «медведями» – игроками на понижение. Кто-то сказал ему, что конкуренты намеренно распускают слухи о трудностях в Lehman, чтобы добиться снижения курса акций банка. Фулд решил, что главным источником этих слухов был Goldman, хотя думать об этом ему было неприятно – ведь там работал его сын. Говорят, что он даже позвонил Бланкфейну, чтобы выяснить отношения, но тот оскорбился самой постановкой вопроса и положил трубку.

В августе 2008 года Корейский банк развития снова предложил купить Lehman, но уже по 18 долларов за акцию. Для рынков эта идея показалась перспективной, и 22 августа акции Lehman Brothers даже немного выросли – до 16,55 доллара. Но Фулд отказался. Вскоре корейцы, задумавшись об огромных долгах банка, сделали третье предложение по 6,4 доллара за акцию – 4,4 млрд долларов за весь банк. Фулд снова отверг предложение. После этого курс акций опустился ниже 10 долларов. Конец был близок.

В начале сентября 2008 года J. P. Morgan потребовал дополнительного обеспечения кредитов Lehman, причём деньгами, а не ценными бумагами. В противном случае кредитная линия для Lehman закрывалась, а это означало немедленный крах. Фулд мог предложить только 3 млрд, и это ещё больше насторожило кредиторов. За последующие несколько дней ситуация быстро ухудшалась – 12 сентября 2008 года капитализация Lehman Brothers упала до 2,5 млрд



долларов. Вечером 14 сентября после совещания в ФРС, где было прямо сказано, что помогать банку не будут, было подано заявление о банкротстве – крупнейшем в истории.

Утром 15 сентября министр финансов Генри Полсон сообщил на пресс-конференции, что не стал поддерживать Lehman, увязший в долгах, так как руководство банка само в этом виновато. После этого индекс Доу – Джонса за день упал на 500 пунктов, и финансовые рынки начали рушиться. Был дан толчок самой острой стадии кризиса. На необходимости объявить банкротство Lehman настаивал Полсон, и дело тут было даже не в личном отношении. Так как ФРС собралась начать программу помощи банкам, Полсон не хотел, чтобы эта помощь бесполезно расходовалась на Lehman, по его мнению уже не имевший перспектив.

ФРС начала давить на Lehman, вынуждая его срочно подать заявление о банкротстве, несмотря на предупреждения руководства банка, что это только обострит кризис и вызовет волну паники. Так как решение было принято в последний момент, процедура такого крупного банкротства не была подготовлена. А это означало, что начнётся бессистемная и хаотическая распродажа глобальных активов Lehman. Следствием этого станет общемировой финансовый кризис, крупнейший со времён «Великой депрессии» 1930-х годов.

В итоге небольшую часть активов Lehman за 250 млн долларов купил британский банк Barclays<sup>686</sup> вместе со зданием на Седьмой авеню, 745 (приобретенным за 1,5 млрд долларов). За счёт этого удалось сохранить 10 тысяч рабочих мест. Все вывески с названием Lehman Brothers были сразу же заменены на Barclays. Так создавалась видимость, что Lehman не рухнул, а просто куплен другим банком. На самом же деле куплено было всего лишь офисное здание с оборудованием и сотрудниками.

---

<sup>686</sup> Идеей приобрести Lehman был одержим Боб Даймонд, исполнительный директор Barclays Capital. Даймонд был американцем из Спрингфилда (Массачусетс), где начинал свой путь в отделениях банков Morgan Stanley и Credit Suisse. Перебравшись в Лондон, он быстро там освоился и превратил небольшой инвестиционный банк Barclays с 3 тысячами сотрудников в один из крупнейших в Англии – в банке теперь работало 15 тысяч человек. Но ему всегда хотелось прорваться на Уолл-стрит. Покупка Lehman (по выгодной цене, конечно) была бы хорошим способом сделать это. Однако в таком состоянии сам банк уже был не нужен Даймонду. Пригодилось только здание.

### *Волна паники*

После того как Lehman Brothers подал 15 сентября 2008 года заявление о банкротстве, на рынках распространились панические настроения. Развеевалась надежда на то, что государство в лице ФРС обязательно придёт на помощь крупнейшим банкам. Стало понятно, что в условиях кризиса на помощь нечего надеяться. На следующий день, 16 сентября, стоимость однодневных займов выросла до 10% (с 2% неделей раньше), а кредиты в долларах у крупнейших европейских банков подорожали до 18%. Работа межбанковского кредитного рынка почти полностью нарушилась.

Волной паники были охвачены даже те участники рынка, деятельность которых была, на первый взгляд, далека от зоны риска. В среду, 17 сентября, за один день упали на 50% акции американского коммерческого банка State Street. Началось всё, когда один из фондов не смог выплатить инвесторам деньги из-за того, что когда-то вложил капиталы в рискованные облигации обанкротившегося Lehman Brothers. Участники рынка сразу вспомнили историю с Bear Stearns, и в спешке стали выводить свои капиталы из State Street, хотя банк (управлявший активами на 13 трлн долларов) всегда считался очень консервативным и стабильным.

Особенно повлияла волна паники на курсы акций инвестиционных банков. С 8 по 18 сентября акции крупнейших из них, Goldman Sachs и Morgan Stanley, снизились на 50% (со 172 долларов до 87) и 75% (с 44 долларов до 11). Это было связано с тем, что практически полностью прекратилось межбанковское кредитование (после того как кредиторы обанкротившегося Lehman Brothers потеряли 400 млрд долларов). А все свободные капиталы были вложены на беспроцентные депозиты в ФРС (которыми в обычных условиях банки не пользовались из-за отсутствия прибыли на капитал). Объём этих депозитов вырос за 2008 год с 1 млрд до 180 млрд долларов.

Так банковская система США после краха Lehman оказалась на грани коллапса. В четверг, 18 сентября 2008 года, ФРС отметила массовый отток капиталов с денежного рынка – только за два часа, с 9 до 11, с банковских счетов было снято почти 550 млрд долларов. Это был классический массовый «набег» вкладчиков, только вместо толп людей перед банками, как в 1930-е годы, снятие вкладов происходило теперь в основном через Интернет.

Чтобы предотвратить дальнейший отток капиталов, были временно приостановлены все операции и закрыты счета. А по депозитам до 250 тысяч долларов объявили государственные гарантии. В ином случае ко второй половине дня 18 сентября было бы изъято 5,5 трлн долларов, после чего американская банковская система могла обрушиться, а за ней примерно через сутки – и мировая.

Панические настроения проникли даже в министерство финансов и ФРС. В четверг 18 сентября председатель ФРС Бен Бернанке заявил, обращаясь к Конгрессу, что без масштабной финансовой помощи «к понедельнику мы можем утратить нашу экономику»<sup>687</sup>. А управляющий Банком Англии Мервин Кинг в этот день сказал: «Никогда ещё с начала Первой мировой войны наша банковская система не была так близка к краху»<sup>688</sup>.

### *План Генри Полсона*

Крах Lehman стал толчком, обрушившим мировые финансовые рынки, и без того неустойчивые в сентябре 2008 года. Первым следствием этого колоссального банкротства стал коллапс всей глобальной системы кредитования. Банки прекратили выдавать друг другу кредиты – они не были уверены, что получат назад свои деньги. Стало ясно, что стабилизировать мировую финансовую систему не удаётся. Доверие к банкам и небанковским финансовым компаниям (особенно страховым) было утрачено, а финансовая поддержка банков со стороны государства не дала желаемого результата. Вкладчики начали массово забирать свои деньги из банков и различных фондов, а предприятиям было всё труднее получать кредиты. Казалось, ещё немного – и вся мировая экономика будет парализована.

Единственным выходом было предоставление срочной государственной финансовой помощи банкам и выкуп проблемных активов. Когда стало ясно, что без крупного вливания денег в финансовые рынки кризис не удастся погасить, прозвучала сумма 1 трлн долларов. Но так как были сомнения, что Конгресс одобрит такую помощь, остановились на

---

<sup>687</sup> Nocera J. As Credit Crisis Spiralled, Alarm Led to Action / J. Nocera // The New York Times. – 2008. – Oct. 1.

<sup>688</sup> King M. Speech by Mervin King to the CBI. 21 Oct. 2008 / M. King. – Leeds: Institute of Directors. Chamber of Commerce and Yorkshire Forward, 2008. – P. 2.

700 млрд. При общей стоимости проблемных ипотечных кредитов на жилую недвижимость около 11 трлн долларов (и на коммерческую недвижимость – 3 трлн) запланированные 700 млрд составляли всего лишь 5% от 14 трлн. Могли ли что-то изменить эти пять процентов? Оказалось, что могли.

Генри Полсон представил свой план Сенату 18 сентября 2008 года, прямо сказав, что необходимо срочно, в течение нескольких дней, выделить 700 млрд долларов, иначе будет поздно и начнётся коллапс американской финансовой системы, а потом и мировой. По сути, он предлагал выкупить за счёт государства у банков их проблемные долги по адекватной цене, определяемой министерством финансов (а практически – самим Полсоном). Проект был одобрен президентом Бушем и 20 сентября подан на рассмотрение в конгресс.

В Великобритании инвестиционные банки также были в критическом состоянии<sup>689</sup>. На грани банкротства оказался Halifax Bank of Scotland (HBOS), и 17 сентября его поглотил банк Lloyds TSB, заплатив 12 млрд фунтов. На балансе HBOS зависло большое количество рискованных ипотечных бумаг, стоимость которых почти в два раза превышала стоимость депозитов банка. Lloyds TSB купил HBOS по 2,32 фунта за акцию, хотя годом раньше эти акции стоили по 10 фунтов. Но другого выхода не было, да и сделке содействовал премьер-министр Гордон Браун, понимавший, что крах HBOS может дестабилизировать всю финансовую систему<sup>690</sup>. Вскоре, 8 октября, британские власти выделили 37 млрд фунтов для выкупа привилегированных акций у проблемных банков. В итоге государство стало владельцем 70% акций Northern Rock, 43% – Lloyd Banking Group, 58% – Royal Bank of Scotland. Подобные выкупы части банковских активов происходили в это же время в Германии.

Тем временем в США Палата представителей Конгресса 29 сентября отвергла план помощи – почему за безответственность финансистов должны расплачиваться налогоплательщики? Полсона критиковали за то, что его план ведёт к сокрытию долгов. Не ясно было, по каким критериям будут определять проблемные долги и как будет назначаться адек-

---

<sup>689</sup> Да и не только банки – 29 сентября было национализировано жилищное общество Bradford and Bingley, контролировавшее основную часть рынка недвижимости, сдаваемой в аренду.

<sup>690</sup> Операция поглощения была завершена 12 января 2009 года. Объединённый банк контролировал 28% британского рынка ипотечных бумаг.

ватная цена. И не превратится ли план Полсона в помощь его друзьям из Goldman Sachs?

После этого паника достигла максимума. Индекс Доу – Джонса упал ещё на 777 пунктов, до 10 356 – подобного падения на финансовых рынках не было со времен «великого краха» 1929 года. Хедж-фонды срочно распродавали ценные бумаги, играя на понижение и обваливая курсы. Панические настроения быстро распространились по всему миру – в Токио, Сингапуре, Гонконге и Сиднее были резко повышены процентные ставки, а в Лондоне они достигли 10%. В этот день многим казалось, что мировая финансовая система находится на грани краха. Банки во всех странах берегли свою ликвидность и практически перестали выдавать кредиты. И даже самые известные компании с трудом могли взять займы лишь на краткое время<sup>691</sup>.

Что-то нужно было срочно делать. План Полсона доработали по примеру плана британского премьер-министра Гордона Брауна, предлагавшего направить 500 млрд фунтов нескольким крупнейшим банкам для погашения наиболее проблемных долгов. Полсон представил программу выкупа проблемных активов (Troubled Asset Relief Program, TARP), для чего необходимо было потратить 700 млрд долларов на первом этапе. В дальнейшем ФРС обещала выделить для таких целей ещё 700 млрд. Деньги предоставлялись в долг с условием погашения за счёт будущих доходов. По замыслу Полсона, ценные бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами, должны были выкупаться и в региональных банках. При этом одним из главных условий плана было включение в состав правления получающих помощь компаний представителей правительства.

В Сенате для многих был неприемлем такой «социалистический» подход Полсона, но другого выхода не было. Доработанный проект был утверждён в пятницу, 3 октября (74 голосами против 25), а потом снова передан в Конгресс, где за него должна была проголосовать Палата представителей. За субботу и воскресенье ситуация продолжала ухудшаться. Над некоторыми штатами нависла угроза банкротства, в том числе над Калифорнией, где для оплаты долгов срочно нужно было 7 млрд долларов. В такой же ситуации оказались и многие крупные промышленные предприятия.

---

<sup>691</sup> В ночь с 29 на 30 сентября европейские банки взяли в долг 15,5 млрд евро в Европейском центральном банке.

Пожалуй, впервые с начала кризиса возникло подозрение, что контроль над ситуацией уже утрачен.

Тем временем 4 октября в Париже собрались на совещание лидеры Франции, Германии, Италии и Великобритании для обсуждения срочных шагов для стабилизации экономики. Но чего-то радикального на этой встрече так и не произошло – после долгих разговоров, как обычно (в европейском стиле) обтекаемых, было принято лишь неотчётливое соглашение о предоставлении банкам финансовых гарантий и о снятии ограничений дефицита бюджета. Крупные европейские финансовые инвесторы скептически отнеслись к этой встрече, и учётные ставки в странах Европы выросли в среднем до 11%.

В США 6 октября 2008 года план Полсона<sup>692</sup> был, наконец, принят большинством голосов (263 против 171) Палатой представителей Конгресса. Видимо, там наконец поняли, что нет времени препираться по этому поводу. Хотя многим казалось, что уже слишком поздно – доверие к финансовой системе было подорвано, и паника зашла слишком далеко. В тот же день 250 млрд долларов были выделены девяти крупнейшим банкам с условием введения в состав правления представителей правительства. А 123 млрд были направлены на спасение AIG и на выкуп проблемных бумаг, оставшихся после банкротства Lehman. Эти деньги помогли спасти два крупнейших банка – Bank of America и Citigroup, значительную помощь получили Goldman Sachs и Morgan Stanley, General Motors и несколько других крупных автомобильных компаний.

Однако система межбанковских кредитных операций так и не восстанавливалась. Угроза краха нависла над многими крупными европейскими банками, и многие из них в течение суток были национализированы, в том числе Bradford & Bingley в Великобритании. BNP Paribas при помощи правительств Бельгии и Люксембурга купил 75% акций бельгийского банка Fortis. А в Лондоне 8 октября премьер-министр Гордон Браун официально объявил о своей программе финансовой помощи, предполагавшей активное участие государства в капитале основных британских банков, государственную гарантию их долгов и жёсткий контроль за использованием банками финансовой помощи.

---

<sup>692</sup> В окончательной версии он получил название «Акт 2008 года об экстренной экономической стабилизации» (Emergency Economic Stabilization Act of 2008).

В США 9 октября по плану Полсона был выдан дополнительный кредит AIG на 37,8 млрд долларов. Однако заметного улучшения ситуации на финансовых рынках пока не было: индекс Доу – Джонса продолжал падать, опустившись до 8579<sup>693</sup>. По оценке МВФ, глобальные убытки от кризиса достигли 1,4 трлн долларов (в марте 2008 года – 0,9 трлн). Судя по всему, Полсон и Бернанке не ожидали, что через три недели после банкротства Lehman, когда началась острая стадия кризиса, паника будет такой сильной. По всему миру рушились компании и биржи, и не видно было этому конца.

### *Распространение кризиса в мире*

Стало ясно, что эпоха процветания завершилась. К концу 2008 года 150 тысяч человек потеряли работу в сфере финансовых услуг из-за значительного сокращения персонала банков и краха многих хедж-фондов. Увольнения шли и в нефинансовых компаниях – все экономили деньги. Капитализация упала практически у всех корпораций, и не то что каждый день, а каждый час приходили сообщения о новых и новых банкротствах.

Весь мир охватила паника. Развеялись мечты о возможности быстро разбогатеть – обо всём, что так щедро обещал финансовый капитализм. Теперь речь уже шла о том, чтобы просто выжить и переждать смутное время. Все проклинали тех, кто ещё недавно был героем 2000-х – банкиров и трейдеров. Повторялась история 1930-х годов, когда виновниками считали финансистов, из-за непомерной жадности обогащения разрушивших привычную жизнь. Началась волна самоубийств. Барри Фокс, один из топ-менеджеров обанкротившегося Bear Stearns, выпрыгнул из окна 29-го этажа офиса банка. Покончил с собой немецкий миллиардер Адольф Меркль, понявший, что не сможет расплатиться по своим огромным кредитам. Сообщения о новых и новых самоубийствах приходили со всех концов мира.

В 2008 году перестало существовать почти 1500 хедж-фондов – инвесторы вывели свои капиталы, и фонды оста-

---

<sup>693</sup> Начали падать фондовые индексы других стран – германский индекс DAX снизился с 7231 в мае до 4308 в октябре, французский CAC – с 5142 до 3047, испанский IBEX 35 – с 14 247 до 9 462, лондонский FTSE – с 6300 до 3873, китайский CSI-300 – с 3936 до 1881.

лись без денег. В начале 2009 года каждый день исчезали новые и новые фонды. В среднем убытки хедж-фондов за 2008 год достигли 20%, а у Кена Гриффина (несмотря на все компьютерные алгоритмы и стратегии) – 55%. Стиви Коэну повезло – его фонд потерял в 2008 году только 19%. И лишь в фонде Джона Полсона, игравшего на понижение, дела шли хорошо – он заработал миллиарды долларов.

До середины 2008 года, пока основные трудности касались США и Великобритании, банки в развивающихся странах (а также в Японии) находились в гораздо лучшем положении, так как у них почти не было проблемных «токсичных» активов. А власти этих стран даже надеялись на то, что кризис ослабит США, и тогда центр мировой экономики сместится в сторону Японии, Кореи и Китая. Но когда в середине 2008 года стали падать цены на сырьё и началась стагнация на экспортных рынках, глобальный кризис стал затягивать в себя и развивающиеся экономики<sup>694</sup>.

На грани дефолта оказались многие государства с большим внешним долгом (в том числе Исландия и Венгрия) – иностранные инвесторы быстро вывели из них свои капиталы, и на местных биржах настал полный крах. Обвалился рынок недвижимости и в Китае, где закрывались многие заводы, жившие за счёт экспорта продукции на Запад – спрос на эту продукцию во время кризиса упал. А в третьем квартале 2008 года начался резкий спад на мировых рынках акций. Индекс Доу – Джонса за год снизился на 30% (с 12 000 до 8 000)<sup>695</sup>.

Тревога нарастала не только в США, но и в Европе. Президент Франции Николя Саркози 3 октября 2008 года предложил провести европейский саммит, на котором главы государств ЕС и руководство Европейского центрального банка могли бы обсудить шаги для выхода из кризиса. Франция предлагала создать фонд спасения экономики ЕС

---

<sup>694</sup> Публикуемый МВФ индекс сырьевых цен (включающий в себя нефтепродукты и все другие виды сырья) поднялся со 100 пунктов в 2005 году до 218 пунктов в июле 2008 года, однако к декабрю 2008 года опустился на 55,6%, до 98 пунктов.

<sup>695</sup> Лондонский индекс FTSE – на 31,3%, франкфуртский индекс DAX – на 40,4%, парижский CAC – на 42,7%, токийский индекс Nikkei – на 42%. Падение рынка ценных бумаг продолжалось и в 2009 году, достигнув низшей точки в начале марта (к тому времени основные индексы снизились ещё на 25%). Затем, с середины 2009 года, началось восстановление рынка. За счёт удешевления кредита вырос спрос на акции и цены на них поднялись – более чем на 50% в США и Китае, почти на 50% в ЕС и более чем на 40% в Великобритании и Японии.



размером 300 млрд евро, однако Германия выступила против. Там надеялись, что глобальный кризис не затронет немецкую экономику, а министр финансов Г. Штайнбрук заявил, что не хочет давать деньги в «общий котёл», так как не знает, на что именно они будут использованы<sup>696</sup>. Примерно такую же позицию занимала и Великобритания. Каждая из основных европейских стран не доверяла другим и пыталась бороться с кризисом сама, в первую очередь предоставляя государственные гарантии проблемным банкам.

Наконец 8 октября 2008 года крупнейшие центральные банки мира (кроме Японии и России) приняли решение об одновременном снижении процентных ставок, что стало признанием глобального характера кризиса. А 10 октября в Вашингтоне на встрече министров финансов и руководителей центральных банков стран «Большой семерки» был принят антикризисный план, предлагавший использовать любые доступные средства, чтобы не допустить краха важнейших финансовых институтов. Сам факт его принятия оказал позитивное влияние на американские рынки, и падение основных индексов затормозилось.

По инициативе президента Франции Николя Саркози 12 октября 2008 года в Париже наконец-то собрались на саммит ЕС представители основных стран Европы (включая английского премьер-министра Гордона Брауна), чтобы договориться о совместных антикризисных мерах. Было решено, что правительства Германии, Франции, Италии и других стран предоставят свои программы выхода из кризиса. Все участники саммита признавали необходимость вливания денег в кредитные организации (прежде всего – банки) с помощью покупки их акций, но о сумме вливаний договориться пока не смогли.

В Вашингтоне Генри Полсон 13 октября собрал на совещание директоров девяти крупнейших банков<sup>697</sup> и в ультимативной форме заявил, что правительство решило рекапитализировать банки в общей сложности на 125 миллиардов долларов, но крупные пакеты акций должны перейти государству. По его словам, всё это уже решено, не обсуждается и должно быть сделано прямо сейчас. Полсон всегда был сторонником свободных рынков и шаг в сторону час-

---

<sup>696</sup> Europe must march to same tune. – <http://edition.cnn.com>.

<sup>697</sup> Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, JPMorgan Chase, Goldman Sachs, Bank of America, Wells Fargo, Bank of New York Mellon, State Street Corporation.

тичной национализации банков дался ему нелегко, как и директорам крупнейших банков. Но таковы были «чрезвычайные меры» (как называли их Бернанке и Полсон) по защите американской экономики. С этого времени можно говорить, что кризис пошёл на спад – во всяком случае, в США и основных странах Западной Европы. Развивающихся стран он достиг позже и, соответственно, позже закончился.

Когда начал действовать план Полсона, падение на финансовых рынках было настолько сильным, что правительству уже не оставалось ничего другого, кроме как вмешаться и начать выкупать проблемные активы. Инвесторы хотели избавиться от них в первую очередь, но попытки продать эти активы ещё больше снижали на них цены и обваливали рынок. Полсон считал, что 125 млрд долларов, потраченных на первом этапе выкупа проблемных активов были неизбежным злом. Но главная проблема с этой финансовой помощью состояла даже не в потраченных миллиардах из бюджета. Предоставление крупных кредитов банкам и финансовым организациям (таким как AIG), бывшим прямыми виновниками кризиса, подрывало веру не только в финансовую систему и правительство, но и в инвестиции на финансовом рынке.

А 21 октября 2008 года всеобщее внимание привлекла проблема оставшихся от Lehman Brothers кредитно-дефолтных свопов на 400 млрд долларов. Дефолт по ним означал бы проблемы с балансами для множества банков, но всё обошлось удачно – большинство этих свопов были обеспечены кредитами ФРС, предоставлявшимися AIG – главному контрагенту Lehman. На следующий день, 22 октября, внезапно завис рынок фьючерсов и торги на нём были приостановлены. Нуриэль Рубини снова стал нагнетать панику, заявляя, что вскоре остановятся операции на всех финансовых рынках. Операции, конечно же, не остановились, хотя индекс Доу – Джонса продолжал снижаться, опустившись на 3,6% в пятницу 24 октября.

Исландия, оказавшись на грани банкротства, 26 октября 2008 года подписала соглашение с МВФ о выдаче ей кредита объёмом 2,1 млрд долларов. Количество претендентов на помощь МВФ росло: Аргентина, Венгрия, Пакистан, Украина и другие страны.

А 30 октября AIG запросила дополнительную помощь, так как, по уточнённым данным, сумма кредитно-дефолтных свопов, выпущенных компанией, достигала 400 млрд долларов. Помощь AIG возросла со 123 до 150 млрд долларов,

были увеличены и сроки погашения кредитов. Но вскоре AIG заявила о новых убытках – 24,5 млрд долларов.

Однако в целом ситуация на финансовых рынках начала медленно стабилизироваться, порождая надежду, что худшее уже позади. И действительно, биржевые индексы стали повышаться, хотя улучшение было пока незначительным. Многие «токсичные» бумаги всё ещё оставались на балансах банков, активы продолжали обесцениваться, а потребление сокращаться. Было объявлено, что в целом по США в октябре было ликвидировано 240 тысяч рабочих мест<sup>698</sup>. К тому же волна банкротств охватила автомобильную промышленность – сначала в США, а потом и в Европе<sup>699</sup>.

Лидеры стран «Большой двадцатки» 14 ноября 2008 года собрались на антикризисный саммит и приняли декларацию с общими принципами реформирования финансовых рынков. Они договорились о реорганизации мировых финансовых институтов, обязавшись воздерживаться от применения протекционистских мер в течение года. Однако о каких-либо совместных межгосударственных проектах речь не шла – предлагались в основном реформы национальных экономических систем.

Еврокомиссия 26 ноября 2008 года наконец предоставила план финансовой помощи экономике ЕС, предполагавший вливание 200 млрд евро. При этом подчёркивалось, что страны ЕС не должны действовать по одному и тому же сценарию, и каждая может выбрать ту схему действия, которая будет наиболее подходящей для неё. А 1 декабря глава Еврокомиссии Мануэль Баррозо призвал к понижению процентных ставок Европейского центрального банка<sup>700</sup>. Когда в начале декабря 2008 года в ЕС были опубликованы данные официальной статистики, оказалось, что ВВП стран Евросоюза в третьем квартале 2008 года снизился на 0,2%, а промышленное производство за 2008 год сократилось на

---

<sup>698</sup> В декабре безработица в США достигла своего максимального уровня после 1982 года – работы лишились 4,4 млн человек.

<sup>699</sup> 14 ноября Еврокомиссия выступила против американской помощи европейской автомобильной промышленности из-за опасений, что это повысит экономическое влияние США в Европе. В США президент Джордж Буш предлагал оказать автомобильной промышленности помощь из госбюджета – 17,4 млрд долларов. Он считал, что это поможет ей преодолеть кризис, но 12 декабря Сенат не одобрил такой план.

<sup>700</sup> После этого 4 декабря ЕЦБ снизил на 0,75% ставку (до 2,5%), а Банк Англии опустил её ещё больше, на 1% (до 2%). В начале января 2009 года Банк Англии продолжил снижать ставку, доведя её до 1,5%.

12%. Впервые за два десятилетия в европейской экономике началась рецессия. А так как с ЕС были связаны 30% общемировой торговли, стало ясно, что рецессия в Европе станет тормозом и для восстановления мировой экономики. Необходимы были меры для стимулирования роста.

Поэтому 12 декабря Еврокомиссия утвердила общий для ЕС план экономического восстановления, где была указана сумма необходимого вливания в экономику ЕС – 200 млрд евро, хотя в общей сложности на финансовую помощь различным кредитным организациям и производственным предприятиям было потрачено гораздо больше – около 400 млрд евро<sup>701</sup>. Кроме того, программы финансовой помощи принимали и отдельные государства. В декабре 2008 года такую программу на 26 млрд евро приняли во Франции. А в январе 2009 года подобные программы начали действовать в Германии (на 50 млрд евро) и Великобритании (там 100 млрд фунтов предназначались на кредиты для банков и 20 млрд фунтов – для компаний малого и среднего бизнеса).

В США новый президент Барак Обама 2 января 2009 года предложил снять ограничения на использование второй части фонда Полсона (700 млрд долларов) и произвести новое вливание в американскую экономику. К тому времени общие убытки американских банков (при суммарном объеме их собственного капитала 4 трлн долларов) достигли, по оценке МВФ, 2,2 трлн долларов. Сумма проблемных потребительских кредитов с низкой вероятностью погашения возросла до 4,5 трлн долларов, а убытки по таким кредитам составили только в США 1,8 трлн долларов (в мире – 3,6 трлн). В идеале американской банковской системе необходима была бы помощь около 1,3 трлн долларов – гораздо больше, чем по плану, предложенному Обамой.

Закон о мерах по стимулированию экономики Обама подписал 17 февраля 2009 года. Эта программа, продолжавшая план Полсона и рассчитанная на два года, предполагала дополнительную финансовую помощь на 787 млрд долларов, а также различные налоговые льготы, субсидии и инвестиции в инфраструктуру<sup>702</sup>. В середине марта 2009 года

---

<sup>701</sup> European Commission: A European Economic Recovery Plan // Commission of the European Communities. Brussels. Комиссия ЕС 4 марта 2009 года выработала общеевропейские меры восстановления экономики и утвердила документ «Стимулирование экономического восстановления» (Commission communication – Driving European recovery).

<sup>702</sup> Почти одновременно британское правительство приняло программу налоговых льгот и кредитования предприятий (всего на 20 млрд фунтов). А

ФРС объявила, что для закачки ликвидности в банковскую систему она приобретёт на рынке казначейские облигации США на общую сумму 300 млрд долларов.

На саммите «Большой двадцатки» 2 апреля 2009 года в Лондоне был принят совместный план действий по выходу из глобального финансового кризиса, предполагавший значительное увеличение ресурсов МВФ – до 750 млрд долларов. Однако финансовая система всё ещё продолжала оставаться в парализованном состоянии, и только центральные банки реально финансировали других участников рынка. Рецессия нарастала, и уже стало ясно, что даже если острая фаза кризиса закончилась, основной экономический спад необходимо ждать в 2009 году<sup>703</sup>.

### ***Завершающий аккорд: Бернард Мэдофф***

В декабре 2008 года разразился ещё один громкий скандал, теперь вокруг Бернарда Мэдоффа, создавшего грандиозную финансовую пирамиду. Эта история стала в каком-то смысле последней каплей, переполнившей чашу терпения инвесторов. За время кризиса уже было много банкротств, громадных убытков, разочарований и сломанных судеб. Проклинали банкиров, хедж-фонды и создателей кредитно-дефолтных свопов. Европейцы обвиняли американцев, американцы – китайцев, а русские, как обычно, – всех остальных. Но история с Мэдоффом стала шоком. «Как? Неужели и Берни Мэдофф мошенник?» В это было трудно поверить, но это было так.

Бернард Мэдофф был известным человеком – он принимал участие в создании биржи NASDAQ и вошёл в её совет директоров. Его компания Madoff Investment Securities<sup>704</sup> (основанная ещё в 1960 году) была одним из крупнейших участников торгов на этой бирже. А самого Мэдоффа называли столпом финансового рынка и пионером электронной

---

4 марта управляющий банком Англии Мервин Кинг сообщил, что в следующие три месяца банк планирует купить государственные облигации на 75 млрд фунтов, произведя таким образом очередное вливание капиталов в экономику.

<sup>703</sup> И действительно, если в 2008 году темпы роста мирового ВВП составляли 1,8%, в 2009 году мировой ВВП не только не рос, но и сократился на 2,3% – впервые после Второй мировой войны.

<sup>704</sup> Дочерний хедж-фонд Madoff Securities International с центральным офисом в Лондоне начал работу в 1983 году.

торговли – именно он один из первых полностью компьютеризировал деятельность своей компании. Его инвестиционный фонд все считали надёжным и прибыльным – он постоянно давал инвесторам гарантированную прибыль 10–12% в год независимо от состояния рынка.

Инвесторы были довольны и не очень задумывались о том, откуда берётся такая стабильная прибыль, объясняя всё доступом к инсайдерской информации. А среди инвесторов Мэдоффа были банки, хедж-фонды, благотворительные организации и состоятельные частные лица – преимущественно знаменитости. Многие – из Европы. Берни тщательно отбирал инвесторов, и попасть к нему в клиенты было очень непросто. Всё это подкрепляло иллюзию, что он владеет неким особым финансовым секретом получения прибыли и милостиво допускает избранных вложить капиталы в его бизнес – но только избранных. Самых-самых. Так к концу 2008 года в управлении у Madoff Investment Securities оказалось 17 млрд долларов, и новые клиенты до последнего момента стремились вложить капиталы в фирму Мэдоффа. По сути, это был крупнейший в мире хедж-фонд, хотя формально он им не считался.

Более искушённые участники финансовых рынков, глядя на деятельность Мэдоффа, задавались вопросом: как вообще можно получать стабильную прибыль, не зависящую от естественных колебаний рынка? Кроме того, что такая высокая и стабильная прибыльность фонда Мэдоффа сама по себе вызывала вопросы, было и более важное настоятельное обстоятельство. Не отмечалось никакой корреляции этих доходов с колебаниями рынка<sup>705</sup>. Это означало, что доходы связаны не с инвестициями на рынке ценных

---

<sup>705</sup> В 1993 году доходность индекса S&P 500 составляла 1,33%, а у Мэдоффа прибыль была 14,55%. В 1999 году доходность индекса S&P 500 поднялась до 21,04%, а прибыль Мэдоффа – лишь до 16,69%. Отсутствие корреляции очевидно и без специального анализа. Мэдофф утверждал, что инвестирует в 35 наименований ценных бумаг, и этот набор коррелирует с индексом S&P 100. Сама идея казалась странноватой для опытных участников рынка – риск не был диверсифицированным, и при снижении хотя бы одной акции из 35 доходы Мэдоффа упали бы. Но дело было даже не в этом. Поскольку такая корзина содержала треть всех бумаг, входящих в состав индекса, для получения дохода необходима была сильная корреляция между колебаниями индекса и доходностью фонда Мэдоффа. А корреляция не превышала 6% – иными словами, её почти не было (Маркополос Г. Финансовая пирамида Бернарда Мэдоффа: расследование самой грандиозной аферы в истории / Г. Маркополос. – М.: Вильямс, 2012. – С. 55–56).

бумаг (как заявлял сам Берни), а с чем-то совершенно иным. Либо вообще нет никаких доходов, и всё это полная афера.

Однако Мэдофф был настолько влиятельной фигурой (иными словами, у него настолько было всё схвачено), что SEC не нашла никаких проблем после проверки его фонда. Кстати, он не был зарегистрирован в SEC ни как хедж-фонд, ни как инвестиционный фонд, поэтому его никто не контролировал и не требовал отчётности.

Проблемы начались, когда в ноябре и декабре 2008 года несколько крупных инвесторов, обеспокоенных кризисом, захотели забрать свои капиталы (в общей сложности 7 млрд долларов). Оказалось, что Мэдоффу нечем платить. Попад в безвыходную ситуацию, Бернард 10 декабря 2008 года признался сыновьям, что весь его бизнес – это сплошной обман. Не было инвестиций, а есть только пирамида Понци, которую он создавал более 20 лет. Сыновья поняли скрытое желание отца<sup>706</sup> и сообщили обо всём властям. На следующий день Мэдофф был арестован ФБР.

Началось следствие, и оказалось, что компания Madoff Securities действительно не занималась инвестициями капиталов своих клиентов. Мэдофф даже не утруждал себя маскировкой разговорами о компьютерных алгоритмах – он вообще не проводил никаких сделок<sup>707</sup>, подавал фиктивную отчётность и выплачивал прибыль из денег новых инвесторов, присвоив в общей сложности около 20 млрд долларов. Выяснилось, что Мэдофф принимал деньги от 339 фондов в более чем 40 странах, и общая сумма вложенных в его фонд капиталов к ноябрю 2008 года достигла 65 млрд долларов.

Наконец, 12 марта 2009 года Берни признал свою вину по всем 11 пунктам обвинения – отмывание денег, лжесвидетельство, мошенничество и т. п. История эта закончилась тем, что 29 июня 2009 года судья окружного суда Манхэттена Денни Чин приговорил Бернарда Мэдоффа к 150 годам лишения свободы за организацию крупнейшей в истории финансовой пирамиды, замаскированной под инвестиционный фонд. В 2010 году один из сыновей повесился. Другой умер в 2014-м от рака. А неугомонный Берни в тюрьме в Северной Каролине недавно скупил в тюремном магазине

---

<sup>706</sup> На суде Мэдофф говорил, что знал – когда-то его неизбежно арестуют. Но остановиться он уже не мог.

<sup>707</sup> В базе данных о биржевых операциях не удалось найти сведения ни об одной из сделок, о которых заявлял Мэдофф.

все пачки какао, став монополистом, и продаёт его с прибылью другим заключенным во время прогулок.

### *Эпоха «Великой рецессии»*

После кризиса начался период глобальной стагнации, вскоре названной «Великой рецессией»<sup>708</sup>. Надежды на то, что последствия кризиса удастся быстро преодолеть, так и не оправдались, и в 2010–2011 годах многие ждали повторения «Великой депрессии» 1930-х годов<sup>709</sup>. «Мы находимся в центре финансового кризиса, подобного которому не было со времён “Великой депрессии” 1930-х годов», – говорил Дж. Сорос в 2008 г. Однако нынешний кризис «не является прелюдией к новой “Великой депрессии”» хотя бы потому, что «история не повторяется», и невозможно представить себе, что «сегодняшняя банковская система рухнет, как это случилось в 1932 году»<sup>710</sup>.

Да, банковская система не рухнула, но мировая финансовая система после кризиса 2007–2009 годов затормозилась основательно. И надолго. В 2010 году Сорос высказывался обо всём этом уже не так оптимистично: «Сквозь призму времени крах финансовой системы представляется чем-то ужасным. В финансовых учреждениях есть люди, которые просто предпочитают забыть об этом и работать, как будто ничего не произошло», однако «угроза финансового краха не исчезла, а финансовый кризис не прекратился... на наших глазах разворачивается второй акт драмы: фондовые рынки начали терять уверенность в ликвидности государственного долга некоторых стран»<sup>711</sup>.

---

<sup>708</sup> «Каждый ребёнок слышал в школе о “Великой депрессии”, но экономисты, историки и телевизионные комментаторы не могут прийти к согласию относительно того, как называть экономический период, в который мы живём» – писал Джон Молдин в 2011 году. «Одни называют его депрессией. Другие – великой рецессией. А кое-кто считает, что это великий финансовый кризис» (Молдин Д. Развязка. Конец долгового суперцикла и его последствия / Д. Молдин, Д. Теппер. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. – С.13).

<sup>709</sup> В сущности, рецессия была недолгой и не такой уж «великой». В 2010 году началось восстановление мировой экономики. Его основными движущими силами стали экономические системы развивающихся стран – прежде всего Китая.

<sup>710</sup> Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – С. 100.

<sup>711</sup> Лекция в институте международных финансов в Вене, 10 июня 2010 года (цит. по: Молдин Д. Развязка. Конец долгового суперцикла и его последствия).



О «Великой рецессии» наглядно говорят простые и понятные цифры: в США с 2000 по 2010 год средний доход семьи снизился с 53 164 до 49 445 долларов в год. А средний личный доход мужчины в возрасте от 25 до 34 лет – с 39 250 до 31 793 доллара<sup>712</sup>. Характерной особенностью этой рецессии стали чрезвычайно низкие процентные ставки центральных банков: 1% у Европейского центрального банка, 0,5% у Банка Англии, 0,25% у ФРС США, 0,1% у Банка Японии. Это и понятно – необходимо было как-то активизировать экономику. Однако все опасались дефляции. Кстати, в 1980-е годы, когда боялись инфляции, процентные ставки удерживались на уровне порядка 20%. История их снижения с 20% до 0% весьма показательна и наглядно демонстрирует рост огромного долгового пузыря. Или «долгового суперцикла» – можно и так сказать.

А вот высокотехнологические компании из Калифорнии (Facebook, Apple, Twitter, Oracle да и многие другие) продолжали процветать и в эпоху «Великой рецессии». Таковы парадоксы экономики эпохи Facebook – главное найти свои ключевые инновации и свой рынок. И тогда никакие кризисы и рецессии не страшны, а люди будут готовы отдать последнюю тысячу долларов за айфон последней модели.

Все кризисы обходятся очень дорого, а кризис 2007–2009 годов был особенно дорогостоящим – общие убытки от него достигли 20 трлн долларов (около 30% мирового ВВП в 2007 году)<sup>713</sup>. Конечно, каждый кризис – шаг назад, но за

---

вия / Д. Молдин, Д. Теппер. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. – С. 29). По словам Д. Молдина, «когда речь заходит о конце игры, мы... хотим знать, а какая игра, собственно, заканчивается. По нашему мнению, во многих развитых странах приближается к завершению долговой суперцикл». Банкротство компании Lehman Brothers осенью 2008 года «опустило занавес над очень долгим, 60-летним, первым актом в спектакле долгового суперцикла. В воздухе носится предчувствие конца золотого века, в котором возрастающий долг приводил лишь к росту потребления и благосостояния. По мере краха фондовых рынков и роста очередей безработных конец золотого века можно было наблюдать своими собственными глазами» (Там же. – С. 25). В США совокупный государственный долг в 1916 году составлял 170,4% ВВП. В 1933 году, во времена «Великой депрессии» – 299,8%. В 1950-е годы он заметно снизился до 130–135% ВВП, а с 1980-х годов начался его быстрый рост до 301% в 2003 году и 369,7% в 2009 году (Там же. – С. 29–30).

<sup>712</sup> U. S. Census Bureau – [www.census.gov/hhes/www/income/data/historical/household/](http://www.census.gov/hhes/www/income/data/historical/household/) (Table H6); [www.census.gov/hhes/www/income/data/historical/people/](http://www.census.gov/hhes/www/income/data/historical/people/) (Table P8).

<sup>713</sup> Huertas T. Crisis. Cause, Containment and Cure / T. Huertas. – N. Y.: Palgrave Macmillan, 2011. – P. 1.

любым кризисом почти всегда следует новый подъём и два шага вперед<sup>714</sup>. Этот кризис стал самым тяжёлым со времён «Великой депрессии» и показал всем, что идеальная модель классического капитализма, основанного на равных возможностях и свободной конкуренции, существует больше в теории. Многие заговорили о том, что он не оправдал надежд. Можно обвинять во всём «алчных финансистов», руководителей банков и компаний с Уолл-стрит, считая, что они ничем не лучше мошенника Бернарда Мэдоффа. Но дело было не только в стремлении к обогащению (оно было у них всегда), а в том, насколько эффективно работает модель классического капитализма. Найти ответ на этот вопрос куда труднее, чем назвать мошенниками руководителей банков и финансовых компаний. «Кризис обнажил фундаментальные проблемы не только национальных систем регулирования финансов, конкуренции и корпоративного управления, но и международных институтов и организаций, созданных с целью обеспечения финансовой и экономической стабильности. Эти институты продемонстрировали свою неспособность предотвратить кризис»<sup>715</sup>.

Кризис породил немало противников свободного рынка, среди которых были далеко не бедные люди. Раздражение по отношению к финансистам зародилось ещё до кризиса. Особенно часто обвиняли хедж-фонды, говоря, что именно они своими операциями с кредитно-дефолтными свопами и короткими продажами акций Bear Stearns, Lehman Brothers и AIG спровоцировали обвал финансового рынка в 2008 году. А пресса ещё больше сгущала краски историями о невероятных прибылях владельцев хедж-фондов. Ведь в 2007 году 20 управляющих крупнейших хедж-фондов и фондов прямых инвестиций получили лично для себя в среднем по 657,5 млн долларов – о таких доходах не могли даже мечтать генеральные директора крупнейших банков.

Особенно это раздражение усилилось, когда началась «Великая рецессия». «Американцы злятся... на банкиров, которые спровоцировали финансовый кризис и не заплатили за него» – писал Луиджи Зингалес в 2012 году. – «Злятся на неэффективную работу властей, которые порицают банкиров, но сами заслуживают не меньшего порицания за то, что

---

<sup>714</sup> Но есть редкие исключения – такие, как Япония после 1990 года.

<sup>715</sup> Доклад Стиглица. О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Доклад комиссии финансовых экспертов ООН. – М.: Международные отношения, 2010. – С. 45.

не сумели их остановить... Я тоже злюсь и напуган... Напуган – потому что американцы, справедливо негодующие... могут выбрать путь, способный положить конец известному нам американскому капитализму». Однако, при всех его недостатках, «эта система – образец, на который равняются борцы за свободу во всём мире». Ведь «уникальность Америки связана не с её размером, её красотой или богатством; уникальность Америки... связана со свободой». И, что самое главное, «подобный вид капитализма так редко встречается в остальном мире»<sup>716</sup>. После кризиса такой капитализм оказался под угрозой деформации, а может быть даже и деградации.

Когда всё больше людей начинает считать систему несправедливой, обвиняя рынки в том, что они неспособны адекватно и эффективно распределять богатство, клановость становится серьёзной угрозой существованию рыночной экономики в её классическом и привычном виде. Если три четверти населения развитых стран понимает, что в руках супербогатой элиты и нескольких крупнейших финансовых компаний сосредоточена чрезмерная власть, то избиратели перестают доверять всей экономической системе, считая её коррумпированной. А когда к этой клановости присоединяется популизм, то под угрозой оказывается сама идея неприкосновенности частной собственности, а раз так – то и вся система рыночной экономики.

Чем больше в годы «Великой рецессии» нарастала такая неопределённость, тем больше деловые круги начинали требовать предоставления им особых привилегий. Программа государственно-частных инвестиций (предложенная в 2009 году министром финансов Тимоти Гайтнером) предусматривала, что крупные инвесторы получали государственные субсидии – грубо говоря, по два доллара на каждый ин-

---

<sup>716</sup> «В отличие от остального мира, где капитализм слишком часто являет собой продукт богатой элиты... американский капитализм выжил и процветает благодаря уникальному стечению обстоятельств: это внимание правительства к интересам простых людей; ряд ценностей, в силу которых накопление благосостояния являет собой моральную ответственность, но не самоцель; и вера в то, что система обеспечивает равные возможности для всех. Неудивительно, что эта страна возможностей привлекала трудолюбивых и талантливых людей со всех концов света» (Зингалес Л. Капитализм для народа. Либеральная революция против коррумпированной экономики / Л. Зингалес. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2016. – С. 11, 33–34). В США каждый четвёртый миллиардер – self-made man, «сделавший сам себя», иначе говоря – начинавший с нуля. В Германии так можно сказать лишь о каждом десятом миллиардере (Там же. – С. 36).

вестированный ими доллар. В обществе возникало справедливое подозрение, что правительства поддерживают крупных участников рынка в ущерб мелким и за счёт налогоплательщиков. Многие инвесторы начинали покидать такой рынок – они не были уверены в соблюдении законности сделок и в том, что смогут получить новые контракты<sup>717</sup>. Оставшиеся участники рынка оказывались в тяжёлом положении, после чего они могли только обратиться за помощью к государству. Так возникает порочный круг кланового капитализма, который легко затягивает в ловушку популизма. А вот выбраться из этого круга непросто.

Знаковой стала статья Барбары Эренрайх, гнев которой был направлен на «обрюзгший высший класс» и особенно на финансистов, обогащающих за счёт остальных. «Уже не нужно быть марксистом, чтобы понять, что Америка разделена на два противоположных лагеря – на сверхбогатых и всех остальных... кто им подчиняется». Вспоминая слова журналиста Роджера Ловенштейна, предлагавшего выслать всю верхушку общества за пределы США, куда-нибудь на Карибы, она добавляет, что те не заслуживают тропических островов – «после всего, что они натворили, им больше подойдут Алеутские острова». Ведь основную часть богатств сегодня получает финансовый сектор, «причём такими способами, которые непонятны обычному человеку и... не требуют особого труда»<sup>718</sup>.

О последних словах можно, конечно, поспорить. Подобные рассуждения о «финансистах-бездельниках» отдают банальным популизмом. Если выслать из страны всех финансистов, это ослабит экономику (в истории такие случаи уже были), но не решит системных проблем. А дело именно в них, а не в отдельных людях, идущих на риск ради обогащения. На их место придут другие и быстро станут такими же, как предыдущие.

---

<sup>717</sup> К тому же в США во время послекризисной рецессии корпоративный налог на прибыль достиг в среднем 39% (в некоторых штатах он был ещё выше, например в Айове – 47%). В Европе этот налог гораздо ниже – в Швеции 28%, а в Ирландии 12,5%. Понятно, что настолько высокий налог на прибыль делает американский рынок невыгодным для инвесторов (Форбс С. Спасёт ли нас капитализм? Экономика эпохи iPod / С. Форбс, Э. Эймс. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – С. 166–167).

<sup>718</sup> Ehrenreich B. The Trouble with the Super-Rich / B. Ehrenreich // The Nation. – 2007. – June 12.

## ***Виноват ли финансовый капитализм? Уроки кризиса***

Понятие «финансовый капитализм» стало использоваться в 1930-е годы, когда появилась книга Джорджа Эдвардса «Эволюция финансового капитализма»<sup>719</sup>. Он писал в основном о покрытом завесой тайны финансовом мире Моргана – Рах Morganica, – и о финансовых манипуляциях его банков перед кризисом 1929 года. В 1930-е годы, время «Великой депрессии», финансистов многие считали чуть ли не главными её виновниками, и само понятие «финансовый капитализм» приобрело негативное значение. Его воспринимали как что-то извращённое и нездоровое, противопоставляя «здоровому» промышленному капитализму.

О финансовом капитализме вспомнили после кризиса 2008 года, и снова обвиняли во всех бедах. «Чистый финансовый капитализм извратил логику капитализма. Финансовый капитализм – это система безответственности», в которой всё «оправдывается логикой рынка», – заявил 8 января 2009 года Николя Саркози (в то время президент Франции) на симпозиуме «Новый мир, новый капитализм»<sup>720</sup>. Понятно, что Саркози – фигура одиозная, но так считали в то время многие. Либеральный российский экономист Григорий Явлинский, говоря о «структурном сдвиге» от промышленного капитализма к финансовому, тоже противопоставляет «реальную экономику» финансовому капитализму. Он делает акцент на моральной, этической ответственности, без которой финансовый капитализм действительно может создавать проблемы<sup>721</sup>.

Думаю, что противопоставлять финансовый и промышленный капитализм так же бессмысленно, как противопоставлять постиндустриальную экономику индустриаль-

---

<sup>719</sup> Edwards G. The Evolution of Finance Capitalism / G. Edwards. – N. Y.: A. M. Kelley, 1938 (репринт – N. Y.: Martino Fine Books, 2014).

<sup>720</sup> Цит. по: Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / Р. Шиллер. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2014. – С. 28. В таком же духе рассуждает и Жак Аттали. По его словам, в конце 1990-х годов «в Калифорнии всё шло хорошо... но никто не замечал, что важнейшая часть энергии, талантов и капиталов перетекает на сторону финансовой системы в ущерб промышленному производству и научным исследованиям» (Аттали Ж. Мировой экономический кризис... А что дальше? / Ж. Аттали. – СПб.: Питер, 2009. – С. 11).

<sup>721</sup> Явлинский Г. А. Рецессия капитализма – скрытые причины. Realeconomik / Г. А. Явлинский. – М.: Высшая школа экономики, 2014. – С. 70.

ной. Время идёт, меняется мир, меняются экономика и финансовые рынки. Эволюционирует и капитализм. Промышленное производство уже никогда не будет таким, как в эпоху паровых машин. И капитализм не будет таким, как сто лет назад. Сейчас в капитализме всё больше проявляется его финансовая сторона. Протестовать против этого – всё равно, что протестовать против существования рынка акций или рынка деривативов.

Финансовый капитализм – естественный этап эволюции капитализма. Можно считать его очередной инновацией. Сам по себе финансовый капитализм ни хороший и ни плохой, как ни хорошая и ни плохая постиндустриальная экономика (или, например, секьюритизация ипотечных активов). Но если отбросить базовые принципы этической ответственности и стремиться к прибыли любой ценой, тогда любая инновация становится опасной. Так было всегда – и сто, и двести лет назад.

Конечно, не финансовый капитализм стал причиной кризиса, и не заговор «коварных финансистов». После окончания кризиса финансовый капитализм никуда не делся и продолжает распространяться – это естественная логика развития рыночной экономики. «Все мы живём в мире финансового капитализма – экономической системы, которая во всё большей степени определяет направление деятельности финансовых институтов». Если удастся решить проблему социальной и этической ответственности финансового бизнеса и обеспечить демократизацию финансового капитализма, дающего доступ к финансовым услугам, тогда люди естественно будут «рассматривать себя как часть современного финансового капитализма, а не как жертв агрессивных и эгоистичных действий циничных финансовых организаций»<sup>722</sup>. Думаю, что именно в этом дальнейший путь финансовых рынков, а не в попытках вернуться к «реальной» экономике или «промышленному» капитализму. Назад возврата уже нет. Поэтому громкие и драматические слова о том, что «капитализм... закончился 15 сентября 2008 года... и мы не знаем, что придёт ему на смену»<sup>723</sup>, остаются лишь громкими драматическими словами.

---

<sup>722</sup> Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / Р. Шиллер. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2014. – С. 12.

<sup>723</sup> Bishop M. The Road from Ruin. How to Revive Capitalism and Put America Back on Top / M. Bishop, M. Green. – N. Y.: Crown Business, 2011. – P. 1.

Кроме естественной цикличности в развитии рынков, основной ошибкой, приведшей к кризису 2007–2009 годов, была уверенность в том, что цены на недвижимость никогда не будут падать. Если бы так и было, то ипотечные бумаги, создававшиеся в результате секьюритизации, оказались бы вполне безопасными и выгодными инвестиционными инструментами. В основе этой уверенности был постоянный и стабильный рост цен на жилую недвижимость начиная с 1930-х годов. Однако стремительный взлёт этих цен в начале XXI века был верным признаком раздувания спекулятивного пузыря. Чтобы не замечать этого, нужно было очень сильно закрывать глаза и не желать видеть факты. Наверное, дело было в том, что слишком многие люди обогащались за счёт ипотечного пузыря, и никто не хотел от этого отказываться. Но судьба ипотечного пузыря (как и всех других пузырей) изначально была предопределена – рано или поздно он должен был лопнуть. Парадокс в том, что финансовая система вместе с инновациями на рынке ценных бумаг, без которых невозможен экономический рост, способны приводить не только к росту, но и к катастрофическим разрушениям. Но это не значит, что нужно отказываться от инноваций.

О кризисе написано множество книг. Вот они, стоят рядами на полках в моём кабинете финансового директора крупного строительного холдинга «Планета», основанного моим старшим братом Валерием в далеком уже 1987 году. Пережила наша компания и этот кризис, надеюсь, переживет и другие.

Сегодня уже стало очевидно, что кризис 2007–2009 годов подвёл черту под целой эпохой – поистине, великой эпохой. После кризиса в мире появились новые полюса влияния (и финансового, и политического) – Китай, арабские страны, Россия. Про однополярный и оптимистичный мир эпохи глобализации можно забыть – на смену ему приходит совсем другой миропорядок.

А каким он будет – предугадать мы сегодня не можем.





## Литература

1. Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 416 с.
2. Акерлоф Д. *Spiritus Animalis* или как человеческая психология управляет экономикой и почему это важно для мирового капитализма / Д. Акерлоф, Р. Шиллер. – М.: Альпина, 2010. – 273 с.
3. Аникин А. В. История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко // А. В. Аникин. – М.: Олимп-Бизнес, 2000. – 384 с.
4. Аттали Ж. Мировой экономический кризис... А что дальше? / Ж. Аттали. – СПб.: Питер, 2009. – 176 с.
5. Базилевич В. Д. Метафизика экономики / В. Д. Базилевич, В. В. Ильин. – К.: Знання, 2010. – 925 с.
6. Бард А. Нетократия. Новая правящая элита и жизнь после капитализма / А. Бард, Я. Зондерквист. – СПб.: Изд. Стокгольмская школа экономики в Санкт-Петербурге, 2004. – 252 с.
7. Бегбедер Ф. 99 франков / Ф. Бегбедер. – М.: Азбука-Аттикус, 2013. – 274 с.
8. Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество. Опыт социального прогнозирования / Д. Белл. – М.: Academia, 2004. – 788 с.
9. Белфорт Д. Волк с Уолл-стрит / Д. Белфорт. – М.: АСТ, 2014. – <http://www.litres.ru>.
10. Бернштейн П. Фундаментальные идеи финансового мира: эволюция / П. Бернштейн. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 247 с.
11. Бернхем Т. Подлые рынки и мозг ящера: как заработать деньги, используя знания о причинах маний, паники и крахов на финансовых рынках / Т. Бернхем. – М.: Эксмо, 2008. – 400 с.
12. Богл Д. Битва за душу капитализма / Д. Богл. – М.: Изд. Института Гайдара, 2011. – 424 с.
13. Богл Д. Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком / Д. Богл. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2014. – 368 с.
14. Боннер У. Судный день американских финансов: мягкая депрессия XXI века / У. Боннер, Э. Уиггин. – Челябинск: Социум, 2005. – 402 с.
15. Брук К. Бал хищников / К. Брук. – М.: Тройка Диалог, 2008. – 219 с.
16. Брукс Д. Бобо в раю. Откуда берется новая элита / Д. Брукс. – М.: Литрес, 2014. – 370 с.
17. Бурроу Б. Варвары у ворот. История падения RJR Nabisco / Б. Бурроу, Д. Хельяр. – М.: Олимп-Бизнес, 2003. – 576 с.
18. Бхагавати Д. В защиту глобализации / Д. Бхагавати. – М.: Ладомир, 2005. – 448 с.
19. Бэр Х. Секьюритизация активов / Х. Бэр. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – 624 с.
20. Бьюкенен П. Правые и не-правые. Как неоконсерваторы заставили нас забыть о рейгановской революции и повлияли на президента Буша / П. Бьюкенен. – М.: АСТ, 2006. – 348 с.
21. Вайн С. Глобальный финансовый кризис: механизмы развития и стратегии выживания / С. Вайн. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 302 с.
22. Гейсст Ч. Р. История Уолл-стрит / Ч. Р. Гейсст. – М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. – 480.
23. Гемават П. Мир 3.0: Глобальная интеграция без барьеров / П. Гемават. – М.: Альпина Паблишер, 2013. – 415 с.
24. Герземанн О. Ковбойский капитализм. Европейские мифы и американская реальность / О. Герземанн. – М.: ИРИСЭН, 2008. – 270 с.

25. Гиус А., де. Живая компания. Рост, научение и долгожителство в деловой среде / А. де Гиус. – Стокгольмская школа экономики в Санкт-Петербурге, 2004. – 221 с.
26. Гринин Л. Е. Глобальный кризис в ретроспективе / Л. Е. Гринин, А. В. Коротаяев. – М.: Либроком, 2010. – 336 с.
27. Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 520 с.
28. Груев И. Финансови ли са финансовите пазари? / И. Груев. – София: CIELA, 2010. – 197 с.
29. Грэттон Л. Демократическое предприятие. Раскрепощение бизнеса благодаря свободе, гибкости и приверженности / Л. Грэттон. – СПб.: Стокгольмская школа экономики в Санкт-Петербурге, 2005. – 282 с.
30. Грэхем Б. Разумный инвестор / Б. Грэхем. – М.: Вильямс, 2007. – 672 с.
31. Депафилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании / Д. Депафилис. – М.: Олимп-Бизнес, 2007. – 960 с.
32. Джонсон С. 13 банков, которые правят миром. В плену Уолл-стрит и в ожидании следующего финансового краха / С. Джонсон, А. Квак. – М.: Карьера-Пресс, 2013. – 384 с.
33. Доклад Стиглица. О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Доклад комиссии финансовых экспертов ООН. – М.: Международные отношения, 2010. – 328 с.
34. Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Э. Дэвидсон, Э. Сандерс, Л. Вольф, А. Чинг. – М.: Вершина, 2007. – 592 с.
35. Зингалес Л. Капитализм для народа. Либеральная революция против коррумпированной экономики / Л. Зингалес. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2016. – 368 с.
36. Имаи М. Кайдзен ключ к успеху японских компаний / М. Имаи. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 274 с.
37. Инновации на финансовых рынках / Н. И. Берзон и др. – М.: Изд. Высшей школы экономики, 2013. – 420 с.
38. Иноземцев В. Л. Постиндустриализм по обе стороны Атлантики: сходство и различия // Социально-экономические модели в современном мире: В 2-х кн. Кн. 2. – М.: Экономика, 2005. – С. 3–50.
39. Ільїн В. В. Фінансова цивілізація / В. В. Ільїн. – К.: Книга, 2007. – 528 с.
40. Кастельс М. Информационная эпоха. Экономика, общество и культура / М. Кастельс. – М.: Гос. ун-т Высшая школа экономики, 2000. – 600 с.
41. Кембриджская экономическая история Европы Нового и Новейшего времени. В 2 т. Т. 2. 1870 – наши дни. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2013. – 624 с.
42. Киндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. – СПб.: Питер, 2010. – 544 с.
43. Кой е виновен за кризата? Отговорът на австрийската икономическа школа. – София: Ciela, 2010. – 230 с.
44. Койл Д. ВВП: Краткая история, рассказанная с пиететом / Д. Койл. – М.: Изд. Высшей школы экономики, 2016. – 176 с.
45. Колодко Г. Мир в движении / Г. Колодко. – М.: Магистр, 2009. – 575 с.
46. Котиков В. Хедж-фонды: игра на рынке по новым правилам / В. Котиков, Д. Нэйл. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 184 с.
47. Коэн У. Последние финансовые магнаты. Тайная история Lazard Freres & Co / У. Коэн. – К.: Companion Group, 2009. – 912 с.

48. Козн У. Деньги и власть: как Goldman Sachs захватил власть в финансовом мире / У. Козн. – М.: Альпина Паблишер, 2013. – 680 с.
49. Кругман П. Возвращение Великой депрессии? Мировой кризис глазами нобелевского лауреата / П. Кругман. – М.: Эксмо, 2009. – 336 с.
50. Кругман П. Кредо либерала / П. Кругман. – М.: Изд-во «Европа», 2009. – 368 с.
51. Ку Р. Священный Грааль макроэкономики: уроки великой рецессии в Японии / Р. Ку. – М.: Мысль, 2014. – 434 с.
52. Кэри Д. Король капитала. История невероятного взлёта, падения и возрождения Стива Шварцмана и Blackstone / Д. Кэри, Д. Моррис. – М.: Альпина Паблишер, 2014. – 377 с.
53. Лайкер Д. Дао Toyota: 14 принципов менеджмента ведущей компании мира / Д. Лайкер. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 402 с.
54. Лал Д. Похвала империи. Глобализация и порядок / Лал Д. – М.: Новое издательство, 2010. – 364 с.
55. Лан В. И. США в военные и послевоенные годы / В. И. Лан. – М.: Наука, 1978. – 685 с.
56. Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия Уолл-стрит глазами очевидца / Р. Лейн. – М.: Юнайтед Пресс, 2011. – 350 с.
57. Ливи Л. За кулисами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. – М.: Вильямс, 2004. – 288 с.
58. Линдси Б. Глобализация: повторение пройденного. Неопределенное будущее глобального капитализма / Б. Линдси. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 416 с.
59. Линч П. Переиграть Уолл-стрит / П. Линч. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 324 с.
60. Лисон Н. Как я обанкротил «Бэрингз». Признания трейдера-мошенника / Н. Лисон. – М.: Кейс, 2011. – 470 с.
61. Ловенштайн Р. Когда гений терпит поражение. Взлёт и падение компании Long-Term Capital Management, или Как один небольшой банк создал дыру в триллион долларов / Р. Ловенштайн. – М.: Олимп-Бизнес, 2006. – 416 с.
62. Лутц Б. Парни из гаража против зануд-финансистов. Борьба за душу бизнеса / Б. Лутц. – М.: Альпина Паблишер, 2012. – 274 с.
63. Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації / З. О. Луцишин. – К.: Вид. центр «Друк», 2002. – 320 с.
64. Льюис М. Покер лжецов / М. Льюис. – М.: Тройка Диалог, 2001. – 180 с.
65. Льюис М. Большая игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы / М. Льюис. – М.: Альпина Паблишерз, 2011. – 280 с.
66. Льюис М. Flash Boys: высокочастотная революция на Уолл-стрит / М. Льюис. – М.: Альпина Паблишер, 2015. – 348 с.
67. Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. – М.: Юнайтед Пресс, 2010. – 336 с.
68. Маркополос Г. Финансовая пирамида Бернарда Мэдоффа: расследование самой грандиозной аферы в истории / Г. Маркополос. – М.: Вильямс, 2012. – 368 с.
69. Мартин П. Големите финансови спекулации / П. Мартин, Б. Холнагел. – София: Литера Прима, 2003. – 313 с.
70. Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меладмед. – М.: Альпина Паблишер, 2010. – 504 с.
71. Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я. М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.

72. Молдин Д. Развязка. Конец долгового суперцикла и его последствия / Д. Молдин, Д. Теппер. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. – 352 с.
73. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С. З. Мошенский. – М.: Экономика, 2010. – 280 с.
74. Мэддисон Э. Контуры мировой экономики в 1–2030 гг. Очерки по макроэкономической истории / Мэддисон Э. – М.: Изд. Института Гайдара, 2012. – 584 с.
75. Мэлкил Б. Г. Случайная прогулка по Уолл-стрит / Б. Г. Мэлкил. – Минск: Попурри, 2006. – 512 с.
76. Ни Дж. Инвестиционный банкир по стечению обстоятельств. Десятилетие, преобразившее Уолл-стрит: взгляд изнутри / Дж. Ни. – М.: Олимп-Бизнес, 2010. – 352 с.
77. Норберг Й. Финансовый крах / Й. Норберг. – София: МаК, 2010. – 230 с.
78. Норберг Ю. В защиту глобального капитализма / Ю. Норберг. – М.: Новое издательство, 2007. – 272 с.
79. Норман П. Сантехники и провидцы. Расчёты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок / П. Норман. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – 528 с.
80. Ослунд А. И последние станут первыми: финансовый кризис в Восточной Европе / А. Ослунд. – М.: Мысль, 2011. – 240 с.
81. Перес К. Технологические революции и финансовый капитал: Динамика пузырей и периодов процветания / К. Перес. – М.: Дело, 2011. – 232 с.
82. Перкинс Дж. Экономический убийца объясняет, почему рухнули финансовые рынки и как их возродить / Дж. Перкинс. – М.: Эксмо, 2010. – 272 с.
83. Портер М. Японская экономическая модель: может ли Япония конкурировать? / М. Портер, Х. Такеути, М. Сакакибара. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 262 с.
84. Раджан Р. Линии разлома: скрытые трещины, всё ещё угрожающие мировой экономике / Р. Раджан. – М.: Изд. Института Гайдара, 2013. – 416 с.
85. Райнерт Э. С. Как богатые страны стали богатыми, и почему бедные страны остаются бедными / Э. С. Райнерт. – М.: Изд. Высшая школа экономики, 2011. – 384 с.
86. Райх Р. Послешок. Экономика будущего / Р. Райх. – М.: Карьера-пресс, 2012. – 193 с.
87. Рапош П. Кризисы и современный капитализм / П. Рапош. – М.: Политиздат, 1986. – 224 с.
88. Рейнхарт К. На этот раз всё будет иначе. Восемь столетий финансового безразсудства / К. Рейнхарт, К. Рогофф. – М.: Карьера Пресс, 2011. – 528 с.
89. Робин К. Реакционный дух. Консерватизм от Эдмунда Бёрка до Сары Пейлин / К. Робин. – М.: Изд. Института Гайдара, 2013. – 312 с.
90. Рокфеллер Д. Клуб банкиров / Д. Рокфеллер. – М.: Алгоритм, 2012. – 336 с.
91. Рольф Д. Мартышкин труд. Уолл-стрит изнутри / Д. Рольф, П. Трууб. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – 232 с.
92. Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис. Экстренный курс подготовки к будущим потрясениям // Рубини Н., Мим С. – М.: Эксмо, 2011. – 384 с.
93. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.

94. Рэнд А. Возвращение примитива. Антииндустриальная революция / А. Рэнд. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – 347 с.
95. Сакс Д. Цена цивилизации / Д. Сакс. – М.: Изд. Института Гайдара, 2012. – 352 с.
96. Селищев А. С. Китайская экономика в XXI веке / А. С. Селищев, Н. А. Селищев. – СПб.: Питер, 2004. – 240 с.
97. Скидельски Р. Кейнс. Возвращение мастера / Р. Скидельски. – М.: Юнайтед Пресс, 2011. – 253 с.
98. Слейтер Р. Джордж Сорос: жизнь, идеи и сила величайшего инвестора в мире / Р. Слейтер. – М.: Эксмо, 2010. – 352 с.
99. Соркин Э. Слишком большие, чтобы рухнуть / Э. Соркин. – М.: Астрель, 2012. – 576 с.
100. Сорос Дж. Мыльный пузырь американского превосходства. На что следует направить американскую мощь / Дж. Сорос. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 192 с.
101. Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – 192 с.
102. Сорос Дж. Эпоха ошибок: мир на пороге глобального кризиса / Дж. Сорос. – М.: Юнайтед Пресс, 2010. – 202 с.
103. Сорос Дж. Алхимия финансов / Дж. Сорос. – М.: Диалектика, 2011. – 347 с.
104. Сталкер П. Мировые финансы / П. Сталкер. – М.: Книжный клуб, 2013. – 224 с.
105. Стюарт Д. Алчность и слава Уолл-Стрит / Д. Стюарт. – М.: Альпина, 2000. – 627 с.
106. Туруев И. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. – М.: МАКС Пресс, 2003. – 320 с.
107. Уилсон Р. Корпоративные облигации: структура и анализ / Р. Уилсон, Ф. Фабocchi. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 445 с.
108. Фаррелл Г. Крах титанов / Г. Фаррелл. – М.: Альпина паблишер, 2012. – 412 с.
109. Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. – М.: Астрель, 2010. – 431 с.
110. Филипенко А. С. Экономическая глобализация: истоки и результаты / А. С. Филипенко. – М.: Экономика, 2010. – 511 с.
111. Флорида Р. Креативный класс: Люди, которые создают будущее / Р. Флорида. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2016. – 384 с.
112. Форбс С. Спасёт ли нас капитализм? Экономика эпохи iPod / С. Форбс, Э. Эймс. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – 394 с.
113. Холлингсуорт М. Лондонград. Из России с наличными. История олигархов из первых рук / М. Холлингсуорт, С. Лэнсли. – М.: Астрель, 2010. – 416 с.
114. Чиркова Е. Анатомия финансового пузыря / Е. Чиркова. – М.: Кейс, 2010. – 416 с.
115. Швагер Дж. Новые маги рынка: беседы с лучшими трейдерами Америки / Дж. Швагер. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 652 с.
116. Шиллер Р. Иррациональный оптимизм. Как безрассудное поведение управляет рынками / Р. Шиллер. – М.: Альпина Паблишер, 2013. – 424 с.
117. Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / Р. Шиллер. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2014. – 504 с.
118. Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – 800 с.
119. Шэксон Н. Люди, обокравшие мир. Правда и вымысел о современных офшорных зонах / Н. Шэксон. – М.: Коммерсантъ, 2012. – 382 с.

120. Эйхенгрин Б. Непомерная привилегия. Взлёт и падение доллара / Б. Эйхенгрин. – М.: Издательство института Гайдара, 2013. – 320 с.
121. Энг М. Мировые финансы / М. Энг, Ф. Лис. Л. Мауер. – М.: ДеКа, 1998. – 768 с.
122. Явлинский Г. А. Рецессия капитализма – скрытые причины. *Realekonomik* / Г. А. Явлинский. – М.: Высшая школа экономики», 2014. – 184 с.
123. Abramson P. Value Change in Global Perspective / P. Abramson, R. Inglehart. – Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1998. – 180 p.
124. Alden W. Drexel, 25 Years After Its Collapse, Only Helps a Résumé / W. Alden // *The New York Times*. – 2015. – 13 Feb.
125. Alletzhauser A. The House of Nomura: The Inside Story of the Legendary Japanese Financial Dynasty / A. Alletzhauser. – N. Y.: Harper Collins, 1991. – 368 p.
126. Almond G. The Civic Culture: Political Attitudes and Democracy in Five Nations / G. Almond, S. Verba. – Princeton, NJ: Princeton University Press, 1963 – 562 p.
127. Amato M. The End of Finance / M. Amato, L. Fantacci. – Cambridge: Polity Press, 2012. – 313 p.
128. Ante S. Creative Capital. George Doriot and the Birth of Venture Capital / S. Ante. – Boston: Harvard Business Press, 2008. – 299 p.
129. Arenson K. Anderson Firm is Found Guilty of Fraud / K. Arenson // *The New York Times*. – 1981. – Nov. 5.
130. August 9, 2007: The Day the Mortgage Crisis Went Global. A look at the problems exposed by the events that day and what investors, bankers have learned since then // *The Wall Street Journal*. – 2017. – Aug. 9.
131. Baker J. The German Stock Market: Its Operations, Problems and Prospects / J. Baker. – N. Y.: Praeger, 1970. – 204 p.
132. Baskin J. A History of Corporate Finance / J. Baskin, P. Miranti. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – 350 p.
133. Bayley M. Technology Meets Regulation // *Technology and the Regulation of Financial Markets, Securities, Futures and Banking* / Ed. by A. Saunders, L. White. – Washington: Beard Books, 2003. – P. 63–71.
134. Berger A. The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future / A. Berger, R. Demsetz, P. Strahan P. // *Journal of Banking and Finance*. — Vol. 23, 1999. – P. 135–194.
135. Bernanke B. Monetary Policy and Asset Price Volatility / B. Bernanke, M. Gertler // *New Challenges for Monetary Policy*. – Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999. – P. 77–128.
136. Bernanke B. The Global Saving Glut and the U. S. Current Account Deficit / B. Bernanke // *Remarks at the Sandridge Lecture – Richmond (Virginia): Virginia Association of Economics*, 2005. – <http://www.federalreserve.gov>.
137. Berners-Lee T. Weaving the Web: Origins and Future of the World Wide Web / T. Berners-Lee. – N. Y.: Texere Publishing, 1999. – 256 p.
138. Bernstein J. Toyota Automatic Looms and Toyota Automobiles / J. Bernstein // *Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions* / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – P. 398–440.
139. Bernstein J. Japanese Capitalism / J. Bernstein // *Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions* / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – P. 441–480.
140. Bianco A. The King of Wall Street // *Business Week*. – 1985. – Dec. 9.

141. Billard M. The Executive Life / M. Billard // The New York Times. – 1992. – March 1.
142. Bird G. Commercial Bank Lending and Third World Debt / G. Bird. – London: Springer, 1989. – 149 p.
143. BIS Quarterly Review. – 2000. – November. – [http://www.bis.org/publ/r\\_qa0011.pdf](http://www.bis.org/publ/r_qa0011.pdf).
144. BIS Quarterly Review. – 1998. – November. – [http://www.bis.org/publ/r\\_qa9811.pdf](http://www.bis.org/publ/r_qa9811.pdf).
145. Bishop M. The Road from Ruin. How to Revive Capitalism and Put America Back on Top / M. Bishop, M. Green. – N. Y.: Crown Business, 2011. – 375 p.
146. Bhagwati J. US Trade Policy: The China Question. Prepared Remarks before the Senate Finance Committee / J. Bhagwati. – 2007. March 27. – <http://www.cfr.org>.
147. Bonner W. The New Empire of Debt. The Rise and Fall of Epic Finance Bubble / W. Bonner, A. Wiggin. – N. Y.: Wiley, 2009. – 356 p.
148. Bordo M. When do Stock Market Booms occur? The Macroeconomic and Policy Environments of Twentieth Century Booms / M. Bordo, D. Wheelock // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. Ed. J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 416–449.
149. Botticelli P. British Capitalism and the Three Industrial Revolutions / P. Botticelli // Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – P. 49–93.
150. Brady N. Report of the Presidential Task Force on Market Mechanism, submitted to the President of the United States, the Secretary of Treasury and the Chairman of the Federal Reserve Board / N. Brady, J. Cotting, Kirby R. etc. – Washington, 1988. – 400 p. – <https://archive.org>.
151. Brandeis R. El Dinero de los Demos / R. Brandeis. – Barcelona: Ariel, 2012. – 202 p.
152. Brenner R. The Boom and the Bubble: The US in the World Economy / R. Brenner. – London: Verso, 2003. – 331 p.
153. Britton A. Monetary Regimes of the 20th Century / A. Britton. – Cambridge: Cambridge University Press, 2001. – 244 p.
154. Brooks D. Bobos in Paradise: the New Upper Class and How They Got There / D. Brooks. – N. Y.: Simon & Schuster, 2000. – 288 p.
155. Bruchey S. Modernisation of the American Stock Exchange, 1971–1979 / S. Bruchey. – N. Y.: Routledge, 1991. – 212 p.
156. Bruck C. The Predators' Ball: The Junk Bond Raiders and the Man Who Staked Them / C. Bruck. – N. Y.: Simon and Shuster, 1988. – 385 p.
157. Buffet W. You Pay a Very High Price in the Stock Market for a Cheery Consensus / W. Buffet // Forbes. – 1979. – 6 Aug.
158. Bytheway S. Investing Japan. Foreign Capital, Monetary Standards, and Economic Development, 1859–2011 / S. Bytheway. – Harvard: Harvard University Press, 2014. – 286 p.
159. Campbell J. Forced Sales and House Prices / J. Campbell, S. Giglio, P. Pathak // American Economic Review. – 2011. – Vol. 101. – №5. – P. 2108–2131.
160. Carey D. King of Capital. The Remarkable Rise, Fall, and Rise Again of Steve Schwarzman and Blackstone / D. Carey, J. Morris. – N. Y.: Crown Business, 2010. – 391 p.
161. Cassis Y. Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005 / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – 385 p.

162. Cassis Y. Crises and Opportunities. The Shaping of Modern Finance / Y. Cassis. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – 200 p.
163. Castells M. The Information Age. Vol. 1. The Rise of the Network Society / M. Castells. – Oxford: Blackwell Publishers, 1996. – 624 p.
164. Chance G. China and the Credit Crisis. The Emergence of a New World Order / G. Chance. – Singapore: Wiley, 2010. – 223 p.
165. Chancellor E. Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation / E. Chancellor. – N. Y.: Plume, 2000. – 386 p.
166. Clark A. How to Set Up a Hedge Fund / A. Clark // *The Guardian*. – 2008. – 6 August.
167. Cleveland H. Citibank, 1812–1970 / H. Cleveland, T. Huertas. – Cambridge, MA: Harvard University Press, 1985. – 456 p.
168. Cole R. Merrill Fee is Fair, Court Says / R. Cole // *The New York Times*. – 1981. – Dec. 29.
169. Cox C. Regulatory Implications of Computerized Communications in Securities Markets / C. Cox, B. Kohn // *Technology and the Regulation of Financial Markets, Securities, Futures and Banking* / Ed. by A. Saunders, L. White. – Washington: Beard Books, 2003. – P. 7–18.
170. Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – 711 p.
171. Crimmings C. Carlyle's Rubinstein Sees No Buyout Crash / C. Crimmings. – Reuters. – 2006. Jan. 25.
172. Crove P. So you want to be a Wall Street banker? Here's how much you'll get paid / P. Crove, A. Kiersz // *Business Insider*. – 2016. – 18 Aug. – <http://www.businessinsider.com>.
173. Deacon J. Global Securitisation and CDO's / J. Deacon. – L.: John Wiley & Sons, 2004. – 674 p.
174. Denby D. The Quarter of Living Dangerously: How Greed Becomes a Way of Life / D. Denby // *New Yorker*. – 2000. – April 24, May 1.
175. Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act – <https://www.bostonfed.org/about/pubs/deposito.pdf>.
176. Destler I. Dollar Politics: Exchange Rate Policymaking in the United States / I. Destler, C. Randall Henning. – Washington: Institute for International Economics, 1989. – 174 p.
177. Deutsche Bundesbank Capital market statistics June, 2005. Statistical Supplement to the Monthly Report 2. – [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de).
178. Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1990–1998. – Frankfurt, 1999. – P. 46–47.
179. Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1991–2004. – Frankfurt, 2005. – P. 103.
180. Deutsche Bundesbank. Securities deposits. August 2005. – P. 32 – [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de).
181. Devlin R. Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story / R. Devlin. – Princeton: Princeton University Press, 1989. – 320 p.
182. Dirks R. The Great Wall Street Scandal / R. Dirks, L. Gross. – N. Y.: McGraw-Hill, 1974. – 295 p.
183. Dore R. Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism. Japan and Germany versus Anglo-Saxons / R. Dore. – Oxford: Oxford University Press, 2000. – 264 p.
184. Dosoo G. The Eurobond Market / G. Dosoo, P. Gallant – London: Woodhead-Faulkner, 1992. – 321 p.
185. Drummond H. Escalation in Decision-Making: The Tragedy of Taurus / H. Drummond. – Oxford: Oxford University Press, 1996. – 237 p.



186. Duka J. Democratization of America's Capital Market / J. Duka // Federal Reserve Bank of Dallas/ Economic and Financial Review. – 2001. – Second Quarter. – P. 10–19.
187. Dunaway S. Global Imbalances and the Financial Crisis / S. Dunaway. – N.Y.: Council of Foreign Relations, 2009. – 44 p.
188. ECB injects 95 bn to aid markets // Financial Times. – 2007. – Aug. 10.
189. Edelstein R. Japanese Land Prices: Explaining the Boom-Bust Cycle / R. Edelstein, J. Paul // Asia's Financial Crisis and The Role of Real Estate. Ed. M. Koichi, B. Renaud. – N. Y.: M. E. Sharp publ., 2000. – P. 65–82.
190. Edwards G. The Evolution of Finance Capitalism / G. Edwards. – N. Y.: A. M. Kelley, 1938. – 429 p. (репринт – N. Y.: Martino Fine Books, 2014. – 448 p.)
191. Edwards J. Banks, Finance and Investment in Germany / J. Edwards, K. Fischer. – Cambridge: Cambridge University Press, 1994. – 252 p.
192. Eichengreen B. Globalizing Capital. A History of the International Monetary System / B. Eichengreen. – Princeton: Princeton University Press, 2008. – 265 p.
193. Eichengreen B. Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods / B. Eichengreen. – Cambridge, MA: The MIT Press, 2010. – 187 p.
194. Eichengreen B. Halls of Mirrors. The Great Depression, the Great Recession, and the Uses – and Misuses – of History / B. Eichengreen. – Oxford: Oxford University Press, 2015. – 512 p.
195. Ehrenreich B. The Trouble with the Super-Rich / B. Ehrenreich // The Nation. – 2007. – June 12.
196. Eichenwald K. The Milken Sentence; Milken Gets 10 Years for Wall St. Crimes / K. Eichenwald // The New York Times. – 1990. – Nov. 22.
197. Eichenwald K. Milken Defends "Junk Bonds" As He Enters His Guilty Plea / K. Eichenwald // The New York Times. – 1990. – Apr. 25.
198. Einzig P. The Euro-bond Market / P. Einzig. – L.: Macmillan, 1969. – 219 p.
199. Faber M. Tomorrow's Gold. Asia's Age of Discovery / M. Faber. – Hong Kong: CLSA Books 2008. – 345 p.
200. Fabrizio K. Federal Role in Financing Major Innovations: Information Technology during the Postwar Period / R. Fabrizio, D. Moverly // Financing Innovation in the United States, 1870 to the Present / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. – Cambridge (Mass.): The MIT Press, 2009. – P. 282–316.
201. Farrell D. The World's New Financial Power Brokers / D. Farrell, S. Lund // McKinsey Quarterly: The Online Journal of McKinsey & Co. – [www.mckinseyquarterly.com](http://www.mckinseyquarterly.com).
202. Farrell D. Offshoring: Is it a win-win game? / D. Farrell etc. – McKinsey Global Institute. – <http://www.mckinsey.com>.
203. Fear J. German capitalism / J. Fear // Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – P. 135–182.
204. Feder B. Westinghouse Net up 5% in Quarter / B. Feder // The New York Times. – 1982. – Apr. 13.
205. Feldstein M. Housing, Credit Markets and the Business Cycle / M. Feldstein. – NBER Working Paper, № 13. October 2007. – 496 p.
206. Ferguson N. The Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. – N. Y.: The Penguin Press, 2008. – 431 p.
207. Ferguson N. High Financier. The Lives and Time of Siegmund Warburg / N. Ferguson. – N. Y.: Penguin Press, 2010. – 548 p.

208. Feuer A. Standing Accused: A Pillar of Finance and Charity / A. Feuer, C. Haughney // *The New York Times*. – 2008, Dec. 12.
209. Fisher J. When Money Was in Fashion. Henry Goldman, Goldman Sachs and the Founding of Wall Street / J. Fisher. – N. Y.: Palgrave Macmillan, 2010. – 278 p.
210. Fisher L. Rates of Return on Investments in Common Stock; the Year-by-Year Record, 1926–1965/ L. Fisher, J. Lorie // *The Journal of Business*. – 1968. – Vol. XLI. №3. – P. 291–316.
211. Financial Institutions Reconstruction, Recovery and Enforcement Act. – <https://www.fdic.gov>.
212. Financial Services Act 1986 – <http://www.legislation.gov.uk>.
213. Financing Innovation in the United States, 1870 to the Present / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. – Cambridge (Mass.): The MIT Press, 2009. – 503 p.
214. Fink M. The Rise of Mutual Funds: An Insider's View / M. Fink. – Oxford: Oxford University Press, 2011. – 341 p.
215. Fitzpatrick D. J.P. Morgan Commodities Chief Takes the Heat / D. Fitzpatrick // *The Wall Street Journal*. 9 October 2010. – <https://www.wsj.com>.
216. Fleckenstein W. Greenspan's Bubbles. The Age of Ignorance at the Federal Reserve / W. Fleckenstein. – N. Y.: McGraw Hill, 2008. – 194 p.
217. Florida R. The Rise of the Creative Class: And How It's Transforming Work, Leisure, Community and Everyday Life / R. Florida. – N. Y.: Basic Books, 2002 – 404 p.
218. Florida R. The Flight of the Creative Class. The New Global Competition for Talent / R. Florida. – N. Y.: Harper, 2005. – 326 p.
219. Fredman A. How Mutual Funds Work / A. Fredman, R. Wiles. – N. Y.: New York Institute of Finance, 1998. – 394 p.
220. Frieden J. Global Capitalism. Its Fall and Rise in the Twentieth Century / J. Frieden. – N. Y.: Norton, 2006. – 556 p.
221. Friend I. The Over-the-counter Securities Markets: Based on a Series of Monographs / I. Friend. – N. Y.: McGraw-Hill Book Company, 1958. – 485 p.
222. Gaston Gelos R. Transparency and International Investor Behavior / R. Gaston Gelos, Shang-Jin Wei. – NBER Working Papers № 9260. 2002. – 37 p.
223. Gaughan P. Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring / P. Gaughan. – N. Y.: John Wiley & Sons, 2002. – 632 p.
224. Geisst C. Visionary Capitalism. Financial Markets and the American Dream in the Twentieth Century / C. Geisst. – N. Y.: Praeger, 1990. – 191 p.
225. Geisst C. Exchange Rate Chaos: Twenty Five Years of Finance and Consumer Democracy / C. Geisst. – London: Routledge, 1995. – 184 p.
226. Geisst C. Beggar Thy Neighbour. A History of Usury and Debt / C. Geisst. – Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2013. – 388 p.
227. Giannuli A. 2012: La Granfe Crisi / A. Giannuli. – Milano: Ponte Alle Grazie, 2010. – 385 p.
228. Ghoshal S. The Individualized Corporation. A Fundamentally New Approach to Management / S. Ghoshal, C. Bartlett. – N. Y.: Harper, 1997. – 353 p.
229. Global Shadow Banking Monitoring Report 2016. – <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2016.pdf>.
230. Goldfarb J. The M.&A. Predators at Michael Milken's Ball / J. Goldfarb // *The New York Times*. – 2015. – April 29.

231. Goldstein T. Wall Street Rascal: Raymond L. Dirks, he's Down bit not Out / T. Goldstein // The New York Times. – 1983. – Jan. 2.
232. Godby R. The European Financial Crisis. Debt, Growth and Economic Policy / R. Godby. – N. Y.: Business Expert Press, 2014. – 221 p.
233. Gramm – Leach – Bliley Act of 1999. – <https://www.gpo.gov>.
234. Graeber D. Debt. The First 5000 years / D. Graeber. – N. Y.: Melvillehouse, 2011. – 534 p.
235. Grant D. Bulls, Bears and Elephants: A History of the New Zealand Stock Exchange / D. Grant. – Wellington: Victoria University Press, 1997. – 414 p.
236. Green E. The Conservatives and the City / E. Green // The British Government and the City of London in the Twentieth Century / Ed. by R. Michie, P. Williamson. – Cambridge: Cambridge University Press, 2011. – P. 153–173.
237. Greenhouse L. High Court Back Stock Analyst who Told Clients about a Fraud / L. Greenhouse // The New York Times. – 1983. – July 2.
238. Greenspan A. Age of Turbulence: Adventures in a New World / A. Greenspan. – N. Y.: Penguin Books, 2008. – 563 p.
239. Greider W. Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country / W. Greider. – N. Y.: Simon and Schuster, 1989. – 798 p.
240. Gremillion L. Mutual Fund Industry Handbook / L. Gremillion. – Hoboken (NJ): John Wiley, 2005. – 381 p.
241. Gross D. Don't Hate Them Because They're Rich / D. Gross // New York Magazine. – 2005. – Apr. 11.
242. Gudrais E. Flocking to Finance / E. Gudrais // Harvard Magazine. – 2008. – May-June. – P. 17–18.
243. Gurdus E. Billionaire Warren Buffett more than doubled his holdings in Apple in 2017 / E. Gurdus. – <http://www.cnbc.com>.
244. International Financial History in the Twentieth Century. System and Anarchy / Ed. Flandreau M. – Cambridge: Cambridge University Press, 2003. – 278 p.
245. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – [www.imf.org](http://www.imf.org).
246. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – [www.imf.org](http://www.imf.org).
247. Irvin N. Rules for Money Market Funds Arrive, Finally / N. Irvin // The New York Times. – 2014. – July 14.
248. Isaacs J. Japanese Securities Market / J. Isaacs, T. Ejiri. – L.: Euromoney, 1990. – 306 p.
249. Ito H. East Asia and Global Imbalance: Saving, Investment and Financial Development / H. Ito, M. Chinn // NBER Working Paper 13364. – <http://papers.nber.org/papers/w13364.pdf>.
250. Hakim D. Hedge Fund Industry Creates a Dinosaur: The Macro Manager / D. Hakim // The New York Times. – 2000. – May 6.
251. Halling M. Where Is the Market? Evidence from Crosslisting in the US / V. Halling, M. Pagano, O. Randl, J. Zechner. – University of Vienna working paper, 2006. – 29 p. – <http://www.nccr-finrisk.uzh.ch>.
252. Hansel S. John Meriwether Rides Again, Without Salomon This Time / S. Hansel // The New York Times. – 1993. – 5 Sept.
253. Havrylyshyn O. Privatization in Transition Countries: A Sampling of the Literature / O. Havrylyshyn, D. McGettigan. – IMF Working Paper. Jan. 1999. – 44 p. – <https://www.imf.org>.
254. Hearing on Confirmation of Mr. Timothy F. Geithner to be Secretary of U.S. Department of Treasury (Jan. 21, 2009). – [www.finance.senate.gov](http://www.finance.senate.gov).

255. Hemel D. 07 Men Make More / D. Hemel // *Harvard Crimson*. – 2007. – June 6.
256. Henriques D. Bernard Cornfield, 67, Dies: Led Flamboyant Mutual Fund / D. Henriques // *The New York Times*. – 1995. – March 2.
257. Here is the big reason banks are safer than a decade ago // *Financial Times*. – 2017. 22 Aug. – <https://www.ft.com>.
258. Himmelberg C. Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals, and Misperceptions / C. Himmelberg, C. Mayer, T. Sinai // *Journal of Economic Perspectives*. – 2005. – Vol. 19. – P. 67–92.
259. Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1957. – Washington, DC: U. S. Department of Commerce, 1961. – 789 p.
260. Holtfrerich C. Frankfurt as a Financial Centre / C. Holtfrerich. – Munich: C. H. Beck, 1999. – 365 p.
261. Homer S. A History of Interest Rates / S. Homer, R. Sylla. – New Brunswick: Rutgers University Press, 1996. – 688 p.
262. Hsu S. Financial Crises. 1929 to the Present / S. Hsu. – Northampton: Edward Elgar, 2013. – 178 p.
263. Hubbard G. The Economics of Great Powers From Ancient Rome to Modern America / G. Hubbard, T. Kane. – N. Y.: Simon and Schuster, 2013. – 351 p.
264. Huertas T. Crisis. Cause, Containment and Cure / T. Huertas. – N. Y.: Palgrave Macmillan, 2011. – 244 p.
265. Jaffe S. Capital of Capital. Money, Banking + Power in New York City, 1784–2012 / S. Jaffe, J. Lautin. – N. Y.: Columbia University Press, 2014. – 298 p.
266. Janossy F. The End of the Economic Miracle: appearance and reality in economic development / F. Janossy. – White Plains, N. Y.: International Arts and Sciences Press, 1971. – 269 p.
267. Jenkins P. A decade on from the financial crisis, what have we learnt? / P. Jenkins. – <https://www.ft.com>.
268. Johnson D. The Lavender Scare: The Cold War Persecution of Gays and Lesbians in the Federal Government / D. Johnson. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – 312 p.
269. Johnson L. The Vantage Point: Perspectives of the Presidency, 1963–1969 / L. Johnson. – N. Y.: Holt, Rinehart & Winston, 1971. – 636 p.
270. Jones G. British Multinational Banking 1830–1990 / G. Jones. – Oxford: Oxford University Press, 1993. – 511 p.
271. Jones T. How a Clinton-Era Rule Rewrite Made Subprime Crisis Inevitable / T. Jones // *Investor's Business Daily*. – 2008. – Sept. 24.
272. Josephy A. The U. S.: A Strong and Stable Land / A. Josephy // *Time*. – 1953. – 14 Sept.
273. Kaplan E. The Waning of the Long-Term Bond / E. Kaplan // *Dun's Business Month*. – 1985, June. – P. 40–42.
274. Katz A. Our Lot: How Real Estate Came to Own Us / A. Katz. – N. Y.: Bloomsbury, 2009. – 304 p.
275. Kaufman A. Kohlberg Kravis Roberts & Co and the Restructuring of American Capitalism / A. Kaufman, E. Englander // *Business History Review*. – 1993 – Vol. 67. N. 1. – P. 52–97.
276. Kaufman H. The Road to Financial Reformation / H. Kaufman. – N. Y.: Wiley, 2009. – 260 p.
277. Kendall A. A Primer on Securitization / L. Kendall, M. Fishman. – Cambridge (MA): MIT Press, 2000. – 189 p.
278. King M. Speech by Mervin King to the CBI. 21 Oct. 2008 / M. King. – Leeds: Institute of Directors. Chamber of Commerce and Yorkshire Forward, 2008. – P. 2.

279. King M. The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy / M. King. – N. Y.: W. W. Norton & Company, 2016. – 368 p.
280. Kho B. U. S. Bank, Crises and Bailouts: From Mexico to LCTM / B. Kho, D. Lee, R. Stulz // *American Economic Review*. – 2000. – Vol. 90, №2. – P. 28–31.
281. Klwacova E. Svetova Ekonomicka Krize / E. Klwacova, Mracek K. etc. – Praha: Professional Publishing, 2009. – 101 p.
282. Kornbluth J. Highly Confident: The Crime and Punishment of Michael Milken / J. Kornbluth. – N. Y.: William Morrow, 1992. – 384 p.
283. Krozner R. The Economics and Politics of Financial Modernization / R. Krozner // *Economic Policy Review*. – 2000. – 2000. – Vol. 6, № 4. – P. 25–37.
284. Lack S. The Hedge Fund Mirage: The Illusion of Big Money and Why It's Too Good to Be True / S. Lack. – N. Y.: Wiley, 2011. – 208 p.
285. Lack S. Bonds Are not Forever. The Crisis Facing Fixed Income Investors / S. Lack. – N. Y.: Wiley, 2013. – 226 p.
286. Lambert E. The Futures. The Rise of the Speculator and the Origins of the World's Biggest Markets / E. Lambert. – N. Y.: Basic Books, 2011. – 225 p.
287. Lardy N. Sustaining China's Economic Growth After the Global Financial Crisis / N. Lardy. – Washington: Peterson Institute for International Economics, 2012. – 181 p.
288. Larsen P. Goldman Pays the Price of Being Big / P. Larsen // *Financial Times*. – 2007. – Aug. 13.
289. Leibovich M. MicroStrategy's CEO Sped to the Brink / M. Leibovich // *Washington Post*. – 2002. – Jan. 6.
290. Leonard T. Bernard Madoff: Wall Street's Wizard of Oz / T. Leonard // *The Telegraph*. – 2008. – Dec. 14. – <http://www.telegraph.co.uk>.
291. Les porteurs de valeurs mobilières en 2004 // Euronext, Banque de France.– Septembre 2005.– [www.euronext.com](http://www.euronext.com).
292. Lessons from the Financial Crisis. Causes, Consequences and Our Economic Future [Ed. R. Colb]. – N. Y.: Wiley, 2010. – 667 p.
293. Lewis P. Business Technology; Netscape Knows Fame and Aspires to Fortune / P. Lewis // *The New York Times*. – 1995. – March 1.
294. Lewis M. Rubin Red-Faced over Enron? / M. Lewis // *Forbes*. – 2002. – February 11.
295. Li W. Did Bankruptcy Reform Cause Mortgage Default to Rise? / W. Li, M. White, N. Zhu. – NBER Working Paper 15968, 2010.
296. Lindsey L. Yuan compromise? / L. Lindsey // *Wall Street Journal*. – 2006. – April 6.
297. Littlewood J. The Stock Market: 50 Years of Capitalism at Work / J. Littlewood. – L.: Financial Times – Pitman, 1998. – 482 p.
298. Lonsdale C. The UK Equity Gap: The Failure of the Government Policy Since 1945 / C. Lonsdale. – Aldershot: Farnham (UK), 1997. – 238 p.
299. Lowenstein R. When Genius Failed. The Rise and Fall of Long-Term Capital Management / R. Lowenstein. – N. Y.: Random House, 2001. – 288 p.
300. Lubasch A. S.E.C. Charges Dirks With Misusing Funds / A. Lubasch. – // *The New York Times*. – 1982. – Feb. 27.
301. Lueck T. Bizarre Proxy Fight For Global / T. Lueck // *The New York Times*. – 1982. – Sept. 13.
302. MacFarquar L. A Beltway Billionaire and His Big Ideas / L. MacFarquar // *New Yorker*. – 2000. – Apr. 3.

303. Madrick J. Age of Greed. The Triumph of the Finance and the Decline of America. 1970 to the Present / J. Madrick. – N. Y.: Vintage Books, 2012. – 465 p.
304. Martin D. Robert Citron, Culprit in California Fraud, Dies at 87 / D. Martin // The New York Times. – 2013. – Jan. 17.
305. Mathews J. Struggle and Survival on Wall Street: The Economics of Competition among Securities Firms / J. Mathews. – N. Y.: Oxford University Press, 1994. – 288 p.
306. Mason J. How Resilient are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions? / J. Mason, J. Rosner. – <https://papers.ssrn.com>.
307. May 26, 1995: Gates, Microsoft Jump on “Internet Tidal Wave” // Wired. – 1995. – May 26. – <http://www.wired.com>.
308. McCann H. Offshore Finance / H. McCann. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – 540 p.
309. McKinsey Global Institute. Mapping Global Capital Markets. Fifth Annual Report. October 2008. – [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com).
310. Melamed L. Leo Melamed on the Markets / L. Melamed. – N. Y.: John Wiley, 1993. – 278 p.
311. Melamed L. Reminiscences of a Refugee // Melamed L. For Crying Out Loud: From Open Outcry to the Electronic Screen / L. Melamed. – N. Y.: John Wiley and Sons, 2009. – 352 p.
312. Mera K. Land Price Ascent and Government Response in Japan / K. Mera // Asia's Financial Crisis and the Role of the Real Estate. Ed. K. Mera, R. Bertrand. – London: M. E. Sharp, 2000. – P. 27–63.
313. Mergers and Acquisitions / Ed. A. Auerbach – Chicago: University of Chicago Press, 1988. – 118 p.
314. Mian A. House of Debt / A. Mian, A. Sufi. – Chicago: University of Chicago Press, 2015. – 229 p.
315. Michael Milken's Guilt // The New York Times. – 1990. – Apr. 26.
316. Michie R. The City of London. Continuity and Change, 1850–1990 / R. Michie. – L.: Macmillan, 1992. – 238 p.
317. Michie R. The London Stock Exchange. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 1999. – 682 p.
318. Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – 395 p.
319. McCaffrey D. Wall Street Policies Itself: How Securities Firms Manage the Legal Hazards of Competitive Pressure / D. McCafrey, D. Hart. – N. Y.: Oxford University Press, 1998. – 224 p.
320. Mikuni A. Japan's Policy Trap: Dollars, Deflation, and the Crisis of Japanese Finance / A. Mikuni, R. Taggart Murphy. – Brookings Institution Press, 2004. – 304 p.
321. Moggridge D. Maynard Keynes: An Economist's Biography / D. Moggridge. – London: Routledge, 1992. – 941 p.
322. Morawski W. Historia Finansow wspolczesnego swiata od 1900 roku / W. Morawski. – Warszawa: Difin, 2008. – 127 s.
323. Morgenson G. Investors Beware; Many Holes Weaken Safety Net For Victims of Failed Brokerages / G. Morgenson // The New York Times. – 2000. – Sept. 25.
324. Morgenson G. Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk / G. Morgenson // The New York Times. – 2008. – Sept 27.
325. Morgenson G. Citigroup Hires Mr. Inside / G. Morgenson, A. Martin // The New York Times. – 2009. – October 10.

326. Morgenson G. Reckless Endangerment: How Outsized Ambition, Greed, and Corruption Led to Economic Armageddon / G. Morgenson, J. Rosner. – N. Y.: Macmillan, 2011. – 352 p.
327. Morris Ch. Money, Greed, and Risk: Why Financial Crises and Crashes Happen / Ch. Morris. – N. Y.: Times Business, 1999. – 297 p.
328. Moss D. The Deutsche Bank / D. Moss // Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – P. 229–263.
329. Musilek P. Trhy Cennych Papiru / P. Musilek. – Praha: Ekopress, 2010. – 519 p.
330. Nakagawa Y. Japan, the Welfare Super-Power / Y. Nakagawa // Journal of Japanese Studies. 1979. – Vol. 5. №1. – P. 5–51.
331. Nash G. The Conservative Intellectual Movement in America since 1945 / G. Nash. – Wilmington: Intercollegiate Studies Institute, 1998. – 467 p.
332. Naylor R.T. Hot Money and the Politics of Debt / R.T. Naylor. – Montreal: McGill-Queen's Press, 2004. – 536 p.
333. Nawrot W. Globalny Kryzys Finansowy XXI wieku / W. Nawrot. – Warszawa: CeDeWu, 2009. – 2015 p.
334. Nino-Becerra S. Mas Alla del Crash / S. Nino-Becerra. – Barcelona: Los Libros del Lince, 2011. – 190 p.
335. Nixon R. Address to the Nation Outlining a New Economic Policy: The Challenge of Peace. August 15, 1971 / R. Nixon. – <http://www.presidency.ucsb.edu>.
336. Nocera J. A Piece of the Action. How the Middle Class Joined the Money Class / J. Nocera. – N. Y.: Simon & Schuster, 1994. – 464 p.
337. Nocera J. As Credit Crisis Spiralled, Alarm Led to Action / J. Nocera // The New York Times. – 2008. – Oct. 1.
338. Norris F. Market Watch; Is It Now Time For Gun Control On Wall Street? / F. Norris // The New York Times. – 1995. – March 5.
339. Norris F. Upper-Class Twits Made Me Do It / F. Norris // The New York Times. – 1996. – March 31.
340. Norris S. The Markets: Market Place; Blazing Hot and Highly Volatile / S. Norris. – The New York Times. – 1999. – November 4.
341. O'Harrow R. The Beautiful Machine / R. O'Harrow Jr., B. Dennis // Washington Post Staff Writers / 2008. – Dec. 29. – <http://www.washingtonpost.com>.
342. OECD Gross domestic product: GDP, US \$, current prices, current PPPs, millions. – <http://stats.oecd.org>.
343. Olegario R. IBM and the two Thomas J. Watsons / R. Olegario // Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – P. 350–293.
344. Oppel R. Soros Names Executive for Fund Family / R. Oppel // 1999. – Aug. 11.
345. Pick F. Common Stocks Versus Gold, 1930–1962 / F. Pick. – N. Y.: Pick Pub. Corp., 1963 – 349 p.
346. Packard V. The status seekers: an exploration of class behavior in America and the hidden barriers that affect you, your community, your future / V. Packard. – N. Y.: David McKay, 1959. – 376 p.
347. Pagano M. The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad / M. Pagano, A. Roell, J. Zechner // Journal of Finance. – 2002. – Vol. 57, №6. – P. 2651–2694.
348. Palley T. Financialization. The Economics of Finance Capital Domination / T. Palley. – N. Y.: Palgrave Macmillan, 2013. – 234 p.

349. Partnoy F. Prepare to Bury the Fatally Wounded Banks / F. Partnoy // *Financial Times*. – 2009. – Jan. 19.
350. Pavlat V. Globalni Finančni Trhy / V. Pavlat. – Praha: Vysoka škola finanční a správní. 2013. – 2016 p.
351. Piketty T. Income Inequality in the United States, 1913–1998 / T. Piketty, E. Saez // *Quarterly Journal of Economics*. – 2003. – №1 (118). – P. 1–39.
352. Phantom Menace // *The Economist*. – 2008. – 14 August.
353. Raddant M. Interconnectedness in the Global Financial Market / M. Raddant, D. Kennet. – Office of the Financial Research Working Paper. Sept. 27, 2016. – <https://financialresearch.gov>.
354. Ray P. The Cultural Creatives: How 50 million people are changing the world / P. Ray, S. Anderson. – New York: Random House, 2001. – 384 p.
355. Raw C. Do you Sincerely Want to Be Rich?: The Full Story of Bernard Cornfeld and I.O.S. / C. Raw, B. Page, G. Hodgson. – N. Y.: Crown/Archetype, 2005. – 592 p.
356. Regan D. For the Record: From Wall Street to Washington / D. Regan. – N. Y.: Harcourt Brace, 1988. – 397 p.
357. Reid T. Wall Street legend Bernard Madoff arrested over \$50 billion Ponzi scheme / T. Reid // *The Sunday Times*. – 2008. Dec. 12. – <https://www.thetimes.co.uk>.
358. Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994. – <https://www.fdic.gov>.
359. Rifkin G. The Media Business. A Young Perspective on Management / G. Rifkin // *The New York Times*. – 1993. – 30 Aug.
360. Robards T. Healer: Stanching a Wall St. Crisis; Wall St. Healer / T. Robards // *The New York Times*. – 1971. – Jan. 24.
361. Roberts R. City State: A Contemporary History of the City of London and how Money Triumphed / R. Roberts, D. Kynaston. – L.: Profile, 2001. – 230 p.
362. Roberts R. The City: A Guide to London's Global Financial Centre / R. Roberts. – L.: John Wiley & Sons, 2004. – 376 p.
363. Roszak T. Where the Wasteland Ends: Politics and Transcendence in Postindustrial Society / T. Roszak. – N. Y.: Anchor Books, 1973. – 451 p.
364. Roubini N. Crisis Economics. A Crash Course in the Future of Finance / N. Roubini, S. Mihm. – N. Y.: Penguin Books, 2011. – 359 p.
365. Roubini N. Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005–2006 / N. Roubini, B. Setser // Paper presented at the symposium of the Federal Reserve Bank of San Francisco and the University of California Berkeley, "Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?" – San Francisco, [February 4] 2005. – <http://www.docstoc.com>.
366. Rule 415. – <https://www.sec.gov>.
367. Quint M. Lessons in Drysdale's Default / M. Quint // *The New York Times*. – 1982. – May 20.
368. Samuelson R. US Shouldn't Fear Rise of China, India / R. Samuelson. – 2005. – YaleGlobal Online. – <http://yaleglobal.yale.edu>.
369. Sandor R. Good Derivatives. A Story of Financial and Environmental Innovation / R. Sandor. – N. Y.: John Wiley & Sons, 2012. – 615 p.
370. Schwartz R. The Electronic Call Auction: Market Mechanism and Trading – Building a Better Stock Market / R. Schwartz. – Boston (MA): Springer US, 2001. – 462 p.
371. Secondary Mortgage Market Enhancement Act. – [www.congress.gov](http://www.congress.gov).
372. Seligman J. The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance / J. Seligman. – Boston: Houghton Mifflin, 1982. – 701 p.



373. Share Ownership: A report on the ownership of shares as at 31st December 2004. – P. 9. – [www.statistics.gov.uk](http://www.statistics.gov.uk).
374. Shareownership Structure in Europe. 2004. – Federation of European Securities Exchanges, Nov., 2004. – [www.fese.eu](http://www.fese.eu).
375. Shenon P. 2 Ex-Drysdale Officers Plead Guilty / P. Shenon // *The New York Times*. – 1984. – Feb. 10.
376. Skidelski R. Keynes / R. Skidelski. – Oxford: Oxford University Press, 1996. – 136 p.
377. Skidelski R. John Maynard Keynes. Fighting for Freedom, 1937–1946 / R. Skidelski. Vol. 1–3. Vol. 3. – L.: Macmillan, 2000. – 580 p.
378. Skidelski R. Keynes's Road to Bretton Woods. An Essay in Interpretation / R. Skidelski // *International Financial History in the Twentieth Century. System and Anarchy* / Ed. Flandreau M. – Cambridge: Cambridge University Press, 2003. – P. 125–151.
379. Scott I. Government Securities Market / I. Scott. – N. Y.: McGraw-Hill, 1965. – 239 p.
380. Shareownership Structure in Europe. 2004. – Federation of European Securities Exchanges, Nov., 2004. – [www.fese.eu](http://www.fese.eu).
381. Shareownership Survey. 2005. – [www2.tse.or.jp](http://www2.tse.or.jp).
382. Share Ownership: A report on the ownership of shares as at 31st December 2004. – P. 9 – [www.statistics.gov.uk](http://www.statistics.gov.uk).
383. Shiller R. Why Did the Nikkei Crach? Expending the Scope of Expectations Data Collection / R. Shiller, F. Kon-Ya, Y. Tsutsui // *The Review of Economics and Statistics*. – 1996. – Vol. 78, No. 1. – P. 156–164.
384. Smith M. A History of the Global Stock Market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2003. – 344 p.
385. Smrcka L. The Great Global Crisis and Family Finances / L. Smrcka. – Cambridgeshire: Melrose Books, 2013. – 587 p.
386. Sobel R. Dangerous Dreamers: The Financial Innovators from Charles Merrill to Michael Milken / R. Sobel. – N. Y.: Wiley, 1993. – 260 p.
387. Sobel A. Domestic Choices, International Markets: Dismantling National Barriers and Liberalizing Securities Markets / A. Sobel. – Ann Arbor (MI): University of Michigan Press, 1994. – 211 p.
388. Solomon R. The International Monetary System, 1945–1976: An Insider's View / R. Solomon. – N. Y.: Harpers and Row, 1977. – 381 p.
389. Solow R. We'd Better Watch Out / R. Solow // *New York Times Book Review*. – 1987. – 12 July. – P. 37.
390. Sorkin A. Too Big to Fail. The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System – and Themselves / A. R. Sorkin. – N. Y.: Penguin Books, 2010. – 618 p.
391. Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – 559 p.
392. Statistical Abstract of the United States. 1991. – Washington: U. S. Bureau of Census, 1991. – 985 p.
393. Statistical Abstract of the United States. 2004–2005. – Washington: U. S. Government Printing Office, 2004. – 1006 p.
394. Steil B. Building a Transatlantic Securities Market / B. Steil. – Zurich: International Securities Market Association, 2002. – 68 p.
395. Stevenson A. Michael Milken Returns to Wall Street for UJA-Federation Dinner / A. Stevenson // *The New York Times*. – 2015. – 8 Dec.
396. Stiglitz J. Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-Based Capital Standard / J. Stiglitz, J. Orszag, P. Orszag // *Fannie Mae Papers*. – 2002. – Vol. 1, №2. – P. 1–10.

397. Stiglitz J. The Roaring Nineties. A New History of the World's Most Prosperous Decade / J. Stiglitz. – N. Y.: Norton, 2003. – 378 p.
398. Stock Exchange Fact Book 2003. – P. 39–40, 42–43. – [www2.tse.or.jp](http://www2.tse.or.jp).
399. Stonham P. Major Stock Markets of Europe / P. Stonham. – L.: Gower, 1982. – 244 p.
400. Suskind R. Without a Doubt. Faith, Certainty and the Presidency of George W. Bush / R. Suskind // New York Times Magazine. – 2004. – №51. – Oct. 17. – <http://www.nytimes.com>.
401. Summe K. Lessons Learned From the Lehman Bankruptcy / K. Summe // Scott K. [ed.] Ending Government Bailouts as We Know Them. – Stanford: Hoover Press, 2013. – P. 59–108.
402. Taggart R. Junk Bond Market's Role in Financing Takeover / R. Taggart // Mergers and Acquisitions / Ed. A. Auerbach. – Chicago: University of Chicago Press, 1988. – P. 5–24.
403. Tamames R. La Crisis de la Deuda Soberana en la Eurozona: Espana, un Proyecto de Pais / R. Tamames. – Madrid: Turpial, 2012. – 259 p.
404. Tanner J. Bretton Woods and the European Neutrals, 1944–1973 / J. Tanner // International Financial History in the Twentieth Century. System and Anarchy / Ed. Flandreau M. – Cambridge: Cambridge University Press, 2003. – P. 153–167.
405. Tavakoli J. Collateralized Debt Obligations & Structured Finance. New Developments in Cash & Synthetic Securitization / J. Tavakoli. – L.: John Wiley & Sons, 2003. – 338 p.
406. Technology and the Regulation of Financial Markets, Securities, Futures and Banking / Ed. by A. Saunders, L. White. – Washington: Beard Books, 2003. – 193 p.
407. Thatcher M. The Downing Street Years / M. Thatcher. – N. Y.: Harper Collins, 1993. – 914 p.
408. The \$74 Trillion Global Economy in One Chart. – <http://www.visualcapitalist.com>.
409. The Big Money in «Junk» Bonds // Forbes. – 1974. – April 1. – P. 26–27.
410. The British Government and the City of London in the Twentieth Century / Ed. by R. Michie, P. Williamson. – Cambridge: Cambridge University Press, 2011. – 381 p.
411. The Economic Emergence of Modern Japan / Ed. K. Yamamura. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – 369 p.
412. The European Bond Markets. An Overview and Analysis for Issuers and Investors / Ed. N. Battley. – L.: Irwin Professional Publications, 1997. – 1600 p.
413. The Incredible Shrinking Funds // The Economist. – 2008. – 25 October.
414. The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission of the of the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States – Washington: Official Government Edition, 2011. – 633 p.
415. The Pfandbrief. The Europe's biggest bond market. Facts and Figures. – Bonn: Association of German Mortgage Banks, 2002. – P. 9. – [www.pfandbrief.org](http://www.pfandbrief.org).
416. The Politics of Enron: Four Committees in Search of a Scandal // The Economist. – 2002. – January 17.
417. The World Bank. Data Statistics. – <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>.
418. The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 1996. – <http://www.world->

- exchanges.org/statistics/annual/1996/market-capitalization-shares-domestic-companies.
419. The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 2000. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2000/market-capitalization-shares-domestic-companies>.
  420. Tsukada H. Economic Globalization and the Citizens' Welfare State: Sweden, UK, Japan, US / H. Tsukada. – Burlington.: Ashgate, 2002. – 252 p.
  421. Thurow L. Money Wars: Why Europe Will Own the 21st Century / L. Thurow // Washington Post. – 1992. – 19 Apr.
  422. U. S. Census Bureau. – [www.census.gov/hhes/www/income/data/historical/household/](http://www.census.gov/hhes/www/income/data/historical/household/) (Table H6); [www.census.gov/hhes/www/income/data/historical/people/](http://www.census.gov/hhes/www/income/data/historical/people/) (Table P8).
  423. U. S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1965–1974. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1965-1974.pdf>;
  424. U. S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1975–1984. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1975-1984.pdf>.
  425. U. S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1985–1994. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1985-1994.pdf>.
  426. U. S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1995–2004. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1995-2004.pdf>.
  427. U. S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 2005–2008. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2008.pdf>.
  428. US is no longer a full democracy, EIU warns. – <http://www.cnbc.com>.
  429. Utt R. Time to Reform Fannie Mae and Freddie Mac / R. Utt // Heritage Foundation. – 2005. – June 20.
  430. Vartan V. Drysdale Securities out of Business / V. Vartan // The New York Times. – 1982. – June 16.
  431. Vedder R. Out of Work. Unemployment and Government in Twentieth-Century America / R. Vedder, L. Gallaway. – N. Y.: New York University Press, 1997. – 389 p.
  432. Vogel E. Japan as Number One: Lessons for America / E. Vogel. – Cambridge (MA): Harvard University Press, 1979. – 272 p.
  433. Walter C. Red Capitalism. The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise / C. Walter, F. Howie. – Hoboken (NJ): Wiley, 2011. – 234 p.
  434. Wallerstein I. The Decline of American Power: The U. S. in a Chaotic World / I. Wallerstein. – New York: New Press, 2001 – 320 p.
  435. Weaver F. The United States and the Global Economy. From Bretton Woods to the Current Crisis / F. Weaver. – N. Y.: Rowman & Littlefield Publishers, 2011. – 173 p.
  436. Weiner E. What Goes Up: The Uncensored History of Modern Wall Street as Told by the Bankers, Brokers, CEOs, and Scoundrels Who Made It Happen / E. Weiner. – N. Y.: Little, Brown, 2007. – 544 p.
  437. Weiss G. The Man Who Made Too Much / G. Weiss // – 2009. – 23 Febr. – <https://www.cnbc.com>.
  438. Western D. Booms, Bubbles and Busts in US Stock Markets / D. Western. – L.: Routledge, 2004. – 237 p.

439. Williams W. Futures Tie Backed In Chicago; New York Link Voted / W. Williams // *The New York Times*. – 1981. – December 15.
440. Williamson P. The City of London and Government in Modern Britain: Debates and Politics / P. Williamson // *The British Government and the City of London in the Twentieth Century* / Ed. by R. Michie, P. Williamson. – Cambridge: Cambridge University Press, 2011. – P. 5–30.
441. White W. The Organization Man / W. White. – N. Y.: Simon and Schuster, 1956. – 429 p.
442. White W. The Coming Transformation of Continental European Banking? / W. White // *BIS Working Papers*. – 1998. – № 54. June. – P. 28. – [www.bis.org](http://www.bis.org).
443. Wolf M. US House Solution is not a Good One to Follow / M. Wolf // *Financial Times*. – 2008. – Sept. 9.
444. Wood C. The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the 80s and the Dramatic Bust of 90s / C. Wood. – Jakarta: Equinox Publishing, 2005. – 225 p.
445. Yavlinsky G. Realekonomik: The Hidden Cause of the Great Recession (And How to Avert the Next One). – New Haven & London: Yale University Press, 2011. – 166 p.
446. Zey M. Banking on Fraud: Drexel, Junk Bonds, and Buyouts / M. Zey. – N. Y.: Aldine de Gruyter, 1993. – 306 p.
447. Zielinski R. Unequal Equities: Power and Risk in Japan's Stock Market / R. Zielinski, N. Holloway. – Tokyo: Kadansha International, 1991. – 246 p.
448. Zuckerman G. The Greatest Trade Ever: The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History / G. Zuckerman. – N. Y.: Crown Publishing Group, 2009. – 304 p.
449. Zuckerman L. Nostalgia Rules at Drexel Reunion / L. Zuckerman // *The New York Times*. – 1995. – 15 Feb.