

СЕРГЕЙ
ГОЛУБИЦКИЙ

АНАТОМИЯ ОДНОЙ БУЛИМИИ

КТО ВИНОВАТ В НЫНЕШНЕМ КРИЗИСЕ? ТАИНСТВЕННЫЕ ЗАГОВОРЩИКИ? А МОЖЕТ БЫТЬ, БЫВШИЙ ГЛАВА ФЕДЕРАЛЬНОГО РЕЗЕРВА АЛАН ГРИНСПЕН? ВЕРСИЙ МНОЖЕСТВО, ОДНАКО НАИБОЛЕЕ ПРАВДОПОДОБНЫМ ВЫГЛЯДИТ КУДА БОЛЕЕ ПРОСТОЙ ОТВЕТ. ИМЕННО CDS — ТАИНСТВЕННЫЕ ДЕРИВАТИВЫ, СОЗДАННЫЕ JP MORGAN 14 ЛЕТ НАЗАД, ПОГУБИЛИ МИР.

Читатели, следящие за моими статьями на экономические темы, наверняка отметили неоднозначность представленных в них сквозных мотивов. Скажем, в контексте переживаемого нами финансового кризиса мотивы эти — «рукотворность», «искусственность» и «инсценировка». Неоднозначность же возникает при малейшей попытке конкретизировать обвинение: что, к примеру, подразумевает автор, говоря об ответственности Алана «Саваофа» Гринспена сначала за ипотечный, а затем и банковский кризис 2008 года? Или — что реально стоит за обвинениями Федерального Резерва в подрыве и уничтожении финансовой системы США и всего мира?

Полагаю, все мы давно уже перешли восприятие истории на уровне бытовой конспирологии. Той самой, что по романтической наивности усматривает корень мирового зла в подрывной деятельности тайных организаций вроде масонских лож, комитетов 300 и трехсторонних комиссий. Заманчиво, конечно, ткнуть изобличающим перстом в «Сионского мудреца» и трагически возопить: «Вот он, виновник бед и несчастий! Он все задумал и организовал!» Не случайно сегодня в Интернете версия «еврейских банкиров, подстроивших мировой финансовый кризис», — одна из самых популярных.

У классической конспирологии есть, однако, изъян, перечеркивающий на корню эмоциональную привлекательность модели «конкретного козла отпущения». Лучше всего этот изъян

осознают люди, которым приходилось в жизни кем-то руководить и кого-то организовывать. Любой начальник среднего звена не даст соврать: прямым действием несложно заставить людей выполнять ваши приказы, но заставить их совместно воплощать общее дело чертовски трудно! «Вася — пошел налево! Коля — направо!» — это пожалуйста. А вот: «Ну-ка дружно спели и сплясали!» — уже другая история, требующая совершенно иного уровня координации и, как правило, невыполнимая без связующих звеньев управления на более низких уровнях иерархии. Не случайно постановку какого-нибудь парада или — высший пилотаж! — открытия Олимпиады координирует множество постановщиков, и репетируют они месяцами.

А теперь представьте себе сознательную целенаправленную организацию мирового финансового кризиса. Или — подрыв национальной валют-

ной системы. Предположим, что задача была — так сформулирована какой-то мистической бандой иллюминатов, которые затем спустили резолюцию Федеральному Резерву и Алану Гринспену. А дальше что? Кто все это будет выполнять и координировать? Где структуры управления среднего и низового звена? Можно отдать прямой приказ какому-то региональному федеральному банку, можно спустить резолюцию, но совершенно нереально заставить плясать под дуду Глобального Зловредного Плана экономику штата, страны, всего мира! Чувшь это все и романтический инфантилизм.

И потом — все мы немного физиономисты. Взгляните на фотографии председателей Федерального Резерва: неужели кто-то поверит, что этот интеллигентный старичок Гринспен, пусть бы и ученик Айн Рэнда, или этот профессор Бернанке с бородкой и честными глазками спят и видят, как бы

Механика CDS

Объект страхования (Reference Issuer) — кредитный договор либо ценная бумага

1. Момент заключения сделки

Покупатель CDS

Регулярно выплачивает премию (premium), например — ежеквартально 50 базисных пунктов на протяжении 5 лет

Продавец CDS

2. При возникновении кредитного случая (Credit Event)

Передает продавцу объект страхования

Покупатель CDS

Выплачивает покупателю нормальную стоимость объекта страхования

Продавец CDS

подорвать мировую экономику? Как бы навредить, отобрать активы у чужих банкиров, передать своим? Полная ерунда.

В том-то все и дело, что и Бернанке, и Гринспен, и Полсон, и Буш, и конгрессмены с сенаторами — все без исключения преисполнены самых благих намерений! Спят, бедняги, по три часа, разрабатывая эффективные планы спасения экономики. Искренне стараются, чтобы вышло, как лучше. Только вот получается, как всегда.

Ошибка классической конспирологии — в ложном акценте на прямое действие. Нет и быть не может по определению никакого управления мировой экономикой и политикой на уровне директив и жестких алгоритмов действия. Отрицание, однако, прямого действия отнюдь не отрицает существования определенных структур — трехсторонних комиссий, бильдербергских клубов, советов по международным отношениям, богемных рощ, старых европейских денег. Все они здравствуют и, безусловно, чем-то занимаются. Чем же?

Рискну предположить, что весь смысл организаций, претендующих на глобальное экономическое, финансовое и политическое господство в мире, — то самое, что принято определять понятием Нового Мирового Порядка, заключается не в директивном управлении, а в *навязывании миру определенной морально-этической системы*, которая, без всякого прямого действия, уже сама по себе способна подтолкнуть к нужным выводам и привести мир в нужное состояние. Состояние всеобщего хаоса и паники, единственным выходом из которого станет уже добровольное подчинение структурам, претендующим на роль идеального управленца и хранителя общественного порядка.

В основе морально-этической системы, обладающей потенциалом для уничтожения мира в том виде, как мы его знаем, и закладывающей фундамент мира «нового» и «исправленного», лежит простая аксиома: *«Главная ценность в жизни — деньги, поэтому желание как можно быстрее и больше разбогатеть является законным правом человека»*. Аксиома, согласитесь, древняя, как мир, но возведенная в ранг Высшего Абсолюта совсем недавно. Могу даже назвать по имени Великого Певца Новой Морали. Вер-

1 Программный роман Айн Рэнд.



Foto: AP Photo / Mark Lennihan

нее Певцу — это Айн Рэнд, наставница Алана Гринспена и, похоже, вдохновительница всех видных экономических либертариетов нашей эпохи.

Кому-то может показаться, что воздействие на уровне морально-этических принципов неэффективно, поскольку слишком абстрактно. Величайшее заблуждение! Сегодня я продемонстрирую читателям, каким образом примат *безудержного стремления к обогащению любой ценой*, внедренный в сознание миллионов американцев книжками вроде «Atlas Shrugged»¹, в прямом смысле слова инициировал

В 1994 году банкиры из JP Morgan решили отделить кредитные риски от процентов, разморозить резервные фонды и заинтересовать в страховании кредитов всех желающих подзаработать.



финансово-экономический кризис, охвативший весь мир!

Биржевые обвалы, кризис ипотечных неплатежей, паралич банковско-кредитной деятельности — все эти ужасы осени 2008 года возникли не из злых козней Алана Гринспена, как пытаются сегодня представить законо-

Фото: AP Photo / J. Scott Applewhite



датели-демократы, мордующие 82-летнего экс-председателя Федерального Резерва на комиссиях Конгресса, а из благих побуждений банковского сословия Нью-Йорка — самого передового города Америки в плане восприятия либеральных идей. Банкиры Нью-Йорка элементарно хотели заработать денег. Заработать как можно больше и как можно быстрее. Историческая же роль Алана Гринспена заключалась не в том, что он спускал нью-йоркским банкирам подрывные директивы, а в том, что он подуживал их и подталкивал к определенным финансовым идеям и инструментам, способным обеспечить быстрое и беззаботное обогащение здесь и сейчас, а главное — любой ценой!

Собственно, нью-йоркские банкиры и так уже хорошо зарабатывали, но была одна штука, которая мешала заработать еще больше. Штука называлась государственным контролем. Банки, как известно, живут кредитами. Проблема же в том, что чем больше кредитов раздаешь, тем больше при-

ходится по требованию государства резервировать денег в специальных фондах на случай дефолта по платежам. В идеале банкам хотелось бы оставить себе кредиты лишь в плане процентных поступлений, а вот риски по этим кредитам передать кому-нибудь другому. Например, страховым компаниям.

Первое, что приходит в голову, — приобрести банальный страховой полис, как банки и поступали испокон веков. Всем полис хорош, кроме одного — больно дорог. Страховые компании тоже можно понять: они вынуждены сидеть на пороховой бочке кредита до полного истечения его срока, поскольку выписанный полис невозможно ни обменять, ни перепродать — опять же по вине государства, которое строго регулирует страховую деятельность.

В 1994 году славные банкиры славного банка JP Morgan, уединившись на ритуальном пикнике в роскошном Boca Raton Resort & Club на юге Флориды, решили совместить приятное (солнце,

Полсон и Бернанке, так же как Гринспен, президент Буш и конгрессмены с сенаторами, преисполнены самых благих намерений. Спят по три часа, разрабатывая планы спасения экономики. А получается, как всегда.



барышень и французское шампанское) с полезным: чудо-гешефтом, который позволил бы, наконец, убить всех зайцев сразу: отделить кредитные риски от кредитных процентов (1), разморозить деньги, томящиеся в резервных фондах (2), застраховать кредиты дешевле, чем то позволял традиционный страховой полис (3), заинтересовать в страховании кредитов не только страховые компании, но и всех желающих подзаработать (4).

Чудо-гешефт удался на славу. Светлые умы JP Morgan породили уникальный финансовый инструмент, который, оставаясь по внутреннему содержанию страховым полисом, по форме позволял целиком освободиться от бдящего ока ненавистного государства. Инструмент прозвали CDS

(Credit Default Swap, кредитно-дефолтный своп), и именно он спустя десятилетие привел американскую эконоимику на гильотину.

Удивительное открытие, не правда ли? Не ипотечное кредитование неплатежеспособной части населения, не пирамидальный рост цен на недвижимость, не дефолты sub-prime и даже не многоуровневые долговые обязательства, обеспеченные залогом (CDO, Collateralized Debt Obligations), хорошо знакомые читателям по историям Bear Stearns, Fannie Mae и Lehman Brothers, а именно CDS — таинственные деривативы, созданные JP Morgan 14 лет назад, погубили мир!

Станным образом разговоры о кредитно-дефолтных свопах находились в тени все то время, пока финансово-экономическая катастрофа набирала обороты — с 2005-го по 2008 годы. Первое робкое обвинение CDS в создании системного кризиса, охватившего мировую экономику, прозвучало лишь в сентябре 2008 года, после крушения крупнейшей страховой компании мира AIG. Причина продолжительного умолчания на поверхности: CDS — совершенно не регулируемый (deregulated) финансовый инструмент, а значит — не контролируется ни биржами, ни государственными структурами.

Никто не знает толком точного объема CDS, находящихся сегодня в обороте. Но даже приблизительные цифры обдают ледяным потом: считается, что на конец второго квартала 2008 года рынок CDS составлял 15,5 триллиона долларов в США и 58 триллионов в мире¹. Монструозность этой деривативной опухоли можно представить только в сравнении: валовой внутренний продукт Соединенных Штатов в 2007 году равнялся 13,8 триллиона, а ВВП всего мира — 54,3 триллиона. А ведь 58 триллионов долларов — это лишь видимая часть мрачного и загадочного айсберга по имени CDS!

Посмотрим теперь, что представляет собой замечательное изобретение JP Morgan, которое на днях Newsweek сравнил с Манхэттенским проектом (явно под впечатлением от слов Уоррена Баффетта: «Финансовые инструменты массового поражения»). Во избежание излишней сложности проиллюстрирую CDS наглядным примером. Предположим, что существует некая

Компания А, которая эмитировала долговое обязательство в виде корпоративной облигации. Банк В купил эту облигацию у Компании А и теперь получает регулярные купонные выплаты.

Счастье Банка В омрачает опасение, что Компания А обанкротится и свои обязательства по облигациям не выполнит. Поэтому Банк В заключает с третьей стороной — скажем, страховой Компанией С — некую сделку, согласно которой Банк В (он называется *Покупателем CDS*) регулярно выплачивает Компании С (*Продавцу CDS*) на протяжении оговоренного срока некую сумму денег (*Премию*) за то, что Компания С берет на себя все риски, связанные с возможным дефолтом Компании А по ее долговому обязательству, в нашем примере — ее облигацией (эти долговые обязательства в практике CDS называются *Объектом страхования (Reference Issuer)*.

Предположим, Компания А честно

чия мигом перевесит всякое сходство. Во-первых, объектом страхования по договору CDS может выступать абсолютно любое долговое обязательство — от контракта на поставку товара до корпоративной либо муниципальной облигации, банковского акцепта, векселя, договора об ипотечном кредите, а также всего веера производных долговых обязательств, в основе которых лежат транши ипотечных кредитов (CDO, MBS и т. п.).

Во-вторых, как явствует из приведенного выше примера, Покупатель и Продавец CDS могут не иметь к объекту страхования ни малейшего отношения. В-третьих, CDS, в отличие от страхового полиса, можно продавать и покупать неограниченное количество раз. Ведь своп — это бумага со всеми вытекающими привилегиями. Самая важная из них — нерегулируемый статус CDS, что позволяет покупать и продавать этот дериватив не на бирже,

РАЗГОВОРЫ О КРЕДИТНО–ДЕФОЛТНЫХ СВОПАХ СТРАННЫМ ОБРАЗОМ НАХОДИЛИСЬ В ТЕНИ С 2005–ГО ПО 2008 ГОД, ХОТЯ ФИНАНСОВАЯ И ЭКОНОМИЧЕСКАЯ КАТАСТРОФА УЖЕ НАБИРАЛА ОБОРОТЫ

совершала купонные выплаты до самой даты погашения своей облигации. В этом случае все отношения между Банком В (Покупателем CDS) и Компанией С (Продавцом CDS) ограничиваются упомянутой выше регулярной выплатой премии — ничего больше не происходит.

Если же Компания А обанкротится либо по какой-то иной причине перестанет выполнять свои долговые обязательства по эмитированной облигации, наступит так называемый *Кредитный случай (Credit Event)*, и тогда произойдет следующее: Банк В (Покупатель CDS) передаст Компании С (Продавцу CDS) облигацию Компании А вместе со всей связанной с ней головной болью, а в обмен получит от Компании С (Продавца CDS) полную стоимость облигации — то есть ее лицевой номинал плюс все оставшиеся до даты погашения купонные выплаты (см. диаграмму).

Навскидку CDS сильно напоминает обыкновенный страховой полис, однако стоит копнуть чуть глубже, как отли-

а в частном порядке.

Поначалу дела у чудо-гешефта JP Morgan шли изумительно. В декабре 1997 года сотрудники новоиспеченного «отдела по свопам» (swaps desk) скомпоновали 300 разноплановых кредитов, предоставленных банком голубым фишкам (Ford, Wal-Mart, IBM и т. п.) на общую сумму в 9,7 миллиарда долларов, выделили из них самый рискованный 10-процентный транш и использовали в качестве объекта страхования CDS. Свопу присвоили имя, призванное одновременно завораживать публику непонятностью и возбуждать предвкушением великих прибылей, — «Полноиндексное Секьюритизированное Трастовое Предложение» (Broad Index Securitized Trust Offering, сокращенно Bistro).

Великие прибыли покупателям Bistro казались само собой разумеющимися: кому придет в голову, что IBM или Ford обанкротятся или откажутся выполнять долговые обязательства? Продавец Bistro — JP Morgan — внакладе тоже не остался: делегировав ри-

¹ Интересно, посмеется ли читатель, когда узнает, что самая большая концентрация CDS — в Лондоне?

Фото: AP Photo



Айн Рэнд стала не только духовной наставницей Алана Гринспена, но и идейной вдохновительницей всех видных экономических либертариев нашей эпохи. В общем, есть кому сказать спасибо.



ски по кредитам третьим лицам, он высвободил из резервного фонда сотни миллионов долларов.

Рынок CDS ежегодно удваивался и достиг в 2000 году 100 миллиардов долларов. Цифра эта хоть и внушительная, но вполне логичная, поскольку отражала объективность удобств, создаваемых «секьюритизированным страховым полисом» на рынке корпоративных кредитов и долговых обязательств.

Затем случилась какая-то аномалия: в 2004 году рынок CDS перевалил за 6 триллионов, а уже через год перекрыл капитализацию Нью-Йоркской фондовой биржи (10 триллионов). Качественный скачок объема был связан с подключением к рынку CDS всей совокупности ипотечного хозяйства — от простых кредитов до самых сложных деривативов типа CDO. Поскольку изменение цен на недвижимость годами шло только в одном направлении (рост), продаж и покупкой CDS занялись все кому не лень: страховые компании (этим, казалось бы, сам бог велел), инвестиционные банки, паевые и пенсионные фонды, хеджеры и просто частные спекулянты. Рекордсменами стали

AIG, выписавшая CDS на 440 миллиардов долларов, и Lehman Brothers, гарантировавший долговые обязательства на 700 миллиардов. Напоминаю читателям, что это только вершина айсберга, поскольку рынок CDS — нерегулируемый, и кто, сколько и чего выписал в реальности, мы узнаем только после того, как продавцы своих отдадут бесу душу.

В 2005 году вышло неприятное: цены на недвижимость сначала остановились, а затем устремились вниз. Некредитоспособные обыватели принялись дружно банкротиться и закладывать дома банкам. Вместе с ипотечными кредитами посыпались и производные бумаги, обеспеченные ипотечными залогами. Продавцы CDS, оказавшись лицом к лицу с кредитными случаями, были вынуждены выкупать обесцененные ипотечные деривативы по их полной изначальной стоимости.

Весь ужас заключался в том, что поскольку CDS — не страховой полис, а ценная бумага, стоимость которой определяется спросом и предложением на рынке (нерегулируемый!), объемы купленных и проданных CDS в разы превышали объемы ипотечных кредитов, которые использовались в качестве объектов страхования.

Окончательный трюндец вытекал из деривативной природы CDS, которая совсем недавно казалась еще великим козырем. Когда банк предоставлял ипотечный кредит клиенту, который впоследствии переставал выполнять

свои долговые обязательства, банк забирал дом и — худо-бедно — продавал его на рынке, пусть даже по цене, меньшей, чем изначальный размер выданного кредита. Когда же банк покупал CDS у компании, которая при наступлении кредитного случая оказывалась не в состоянии выполнить свои обязательства, банк вместо дома оставался с фиговым листом! Ведь объектом страхования CDS выступают не материальные средства, а кредитные договоры, превращающиеся после банкротства в филькину грамоту!

Довершением кошмара явилась нерегулируемая природа CDS, выразившаяся на практике в отсутствии у продавцов свопов мало-мальски серьезных гарантий платежеспособности и резервных фондов адекватного размера. А многократная продажа и перепродажа CDS создавала ситуации, когда покупатель свопа элементарно не знал, с кого получать деньги за дефолт объекта страхования!

Одна из важнейших характеристик мировой экономики до появления CDS заключалась в относительно автономном существовании фондового рынка и рынка недвижимости. Это позволяло в случае крушения или стагнации одного рынка переводить капиталы на другой. Скажем, в 20-е годы, после того как лопнул один из самых грандиозных в истории риелторских пузырей (Флорида, 1926 год), деньги плавно перетекали на фондовый рынок. В начале XXI века мы наблюдали обратный процесс: после кризиса доткомов огромные капиталы устремились на рынок недвижимости. В 2005 году, когда ипотека насытилась, можно было надеяться на возврат инвестиций на рынок акций и прекращение десятилетнего медвежьего тренда. Вместо этого мы получили невиданный системный кризис, уничтоживший всю финансовую структуру планеты.

Почему так вышло? CDS замкнули на себя все мыслимые и немыслимые рынки — от ипотечного и фондового до корпоративных кредитов и валютных фьючерсов. Сделали эти рынки заложником собственной ликвидности и платежеспособности. В условиях полной дерегуляции ликвидность и платежеспособность оказались спекулятивной липой. Как следствие — все мы сегодня пожинаем плоды патологической булимии нью-йоркских банкиров, обученных новой морали Айн Рэнд и Аланом Гринспеном. ■