**Андрей ДИКУШИН,**
специалист в области корпоративных финансов и международных слияний и поглощений, основатель FinRobot.com

# Пять лет спустя

Календарь событий пятилетней давности легко подсказывает тему для августовского номера: 6 сентября 2008 года начался мировой финансовый кризис. Выбор даты для такого масштабного сюжета по определению субъективен, но именно в этот день было объявлено о полномасштабной национализации ипотечных агентств США, что, в свою очередь, сделало процесс необратимым и предопределило судьбу меньших по размеру игроков типа Lehman Brothers или Merrill Lynch. Одному дали обанкротиться и ликвидироваться, а другого насильно толкнули под венец с Bank of America. Суть не меняется.

Однако к наступающему юбилею хотелось написать не очередной ретроспективный очерк, коих много. Как говорится в известной поговорке, никогда не стоит транжирить хороший кризис. Иными слова, поговорим о том, какие уроки были вынесены из кризиса и насколько преобразился финансово-инвестиционный ландшафт после тектонических изменений осени 2008 года.

Как правило, когда в кризисе оказывается отдельно взятая, желательно развивающаяся страна, то международные доктора во главе с IMF немедленно прописывают очень жесткий курс лечения. Но что делать, когда заболел сам доктор? Насколько сильна или слаба сила воли развитого общества, чтобы подчиниться самодисциплине лечебных процедур?

Начнем с того, что многие аналитики, включая автора этого блога, оптимистично смотрели на возможность не только открыто говорить о недостатках системы, но и искренне рассчитывать, что ослабленная кризисом банковско-корпоративная лоббистская машина согласится на структурные изменения. Социальный заказ и мандат однозначно были. Примеры?

Во-первых, после кризиса логично было ожидать, что, так как кейс универсальных, перегруженных долгом мегабанков исчерпан, у законодателя с регулятором хватит ума вернуться обратно к модели закона Гласса–Стигала, который, по сути, запрещал смешивать гарантированные системой депозиты и высокорискованные инвестиции (закон был отменен в 1999 году под давлением со стороны банков, особенно CITI, который в тот период объединялся с Travelers вопреки действующему тогда законодательству). И в какой-то момент разговор об этом действительно заходил, но конкретные меры откладывались на завтра, ведь сначала надо было побороть последствия кризиса. И что? Прошло пять лет, и эту пластинку совсем заездили. Периодически появляются и топятся отдельные законодательные инициативы. А банки продолжают демонстрировать рекордные прибыли за счет совершенно перекошенной структуры активов и пассивов, что, собственно, и привело к первоначальному кризису.

Во-вторых, никто не будет спорить, что политики серьезно приложили руку к истокам кризиса. Именно политическая система активно продвигала долговое потребление для менее обеспеченных слоев общества, чтобы поддерживать иллюзию всеобщего благоденствия. Поскольку в этом грехе даже нашлись покаявшиеся, то можно было ожидать, что консенсус сдвинется в сторону того, что излишний долг — это плохо. Но ничего подобного опять не произошло. Отказаться от иглы с долговым опиумом оказалось совершенно невозможно. Как минимум у существующего политического истеблишмента нет воли сделать это. Совокупный долг опять полез в горку, причем преимущественно за счет государственных программ. В США, например, государство доминирует на рынках ипотеки, авто- и студенческого кредитования по сей день. Как и в случае с регулированием, нам говорили, что это временная мера. Может ли временная мера существовать пять лет и продлеваться до бесконечности? — этот вопрос мы оставим на суд читателей.

В-третьих, кризис должен был стать уроком для всех, что рисковые модели инвесторов и аналитиков ничего не стоят, так как кризис, видите ли, никто не мог предвидеть. И действительно, на посткризисном пространстве произошел мини-бум по переделке риск-моделей и пересмотру инвестиционных стратегий. На практике же все свелось к перемене мест слагаемых. Как сказал мне недавно один высокопоставленный риск-менеджер, разумеется, в кризис у всего корреляция будет равна единице, поэтому этот сюжет бессмысленно моделировать. Перевод на человеческий язык: в кризис у всех будут убытки, поэтому это не тот риск, на который стоит закладываться.

Понимает ли дорогой читатель, какая чудовищная вещь произошла? Вместо того чтобы наказать неразумных рублем и повысить устойчивость системы на будущее, герои-регуляторы создали чудовищный антипрецедент: если на свободном рынке каждый сам за себя, то на отсутствующем рынке, поддерживаемом регулятором, об убытках можно не беспокоиться, если их профиль похож на убытки соседа. Коллективное попадание в лужу больше не является преступлением! Понятно, что по сравнению с системой до 2008 года это видоизменяет системный риск в худшую сторону. Не удивительно, что в качестве результата мы имеем исторические максимумы по основным индексам.

В-четвертых, несколько слов о преступлениях. После кризиса всплыло много интересных фактов о том, как, мягко говоря, неразумно вели себя отдельные игроки. Многие их действия были если не преступными, то на грани того. Например, в процессе банкротства Lehman Brothers выяснилось, что практика «парковки» рисковых активов до и после отчетных дат публикуемого баланса была повсеместной.

Или еще: куда смотрел британский регулятор, когда самые плохие банки страны вдруг за ночь становились гигантами, накачивая балансы самыми чудовищными бумагами из-за океана? В нормальном мире кто-то должен был за это ответить. Если не сесть, то хотя бы потерять лицензию на управление чужими деньгами. Кейс о несостоятельности являлся очевидным. И что? Единственное наказание было выдано одному (!) исландскому банкиру: срок три месяца, из которых два месяца — условно. Все!

Сигнал рынку получается очевидный и громкий. Если вы как менеджер чужих денег воспользуетесь для торговли слухами или, не дай бог, начислите $100 лишней комиссии, то может получиться печально. А вот если «залить» чужие деньги, да еще и с плечом, в совершенно невероятную по ожидаемой доходности конструкцию, то все будет OK. В худшем случае ноль собственных убытков, да и то скорее нет, чем да, так как регулятор спасет. Главное, как отмечалось выше, отслеживать, чтобы индивидуальное безумство не сильно отличалось от моды дня на коллективное.

В-пятых, для кого-то было откровением, но стало свершившимся фактом, что сам долговой кризис не взялся из ниоткуда: после краха доткомовского пузыря долговое потребление под всеобщее рукоплескание скрывало коллапс мифа всеобщего процветания в условиях постиндустриальной экономики. А уважаемый читатель когда в последний раз слышал этот термин? Вот-вот. Я тоже. После финансового кризиса король оказался голый, стало ясно, что проблемы занятости в развитом мире структурны. Нельзя, ничего не производя, а в условиях безвозвратной глобализации ничего не экспортируя, рассчитывать на продолжающийся рост благосостояния населения. Это математически невозможно. Использование собственного дома как банкомата на минуту создало иллюзию, что философский камень найден. Но пять лет назад невидимая рука рынка этот тезис опровергла. Более того, за пять лет пошел явный откат в виде экономического размывания среднего класса, того самого, который на каждом предшествующем этапе экономического подъема был двигателем роста. Собственно, и роста нет, если абстрагироваться от разглядывания под лупой вторых производных различных экономических индексов.

Вообще нынешняя элита желает взаимоисключающих вещей. С одной стороны, во имя прогресса и спокойствия регуляторы призваны нейтрализовать все без исключения последствия кризиса, включая нужные сигналы о настоящей цене риска как награде и каре за успех и поражение соответственно. С другой стороны, они искренне считают, что, покупая время в существующем стазисе, дают возможность рынку (экономике) самостоятельно нащупать новые подходы и начать расти. Уважаемые, рынок не может расти без сигнальной системы.

За последние пять лет мы сделали полный круг, но поскольку история рифмуется, а не повторяется, то имеем рецидивы самого худшего вместо воспринятых уроков, как делать не надо. После того как рынку был просигнализирован скорый уход Бернанке, зазвучали поздравительные речи о том, что второй волны избежать удалось. Действительно, поскольку первая явно выглядит незавершенной, то многим, включая автора этого блога, наличие и необходимость второй волны казались логичными. И то, что логичное отменили, есть безусловная заслуга центральных банков, реагирующих на политический заказ. Стоит ли по этому поводу радоваться — вопрос открытый.