

M. D. Weiss

# **Crash Profits: Make Money when Stocks Sink and Soar**



WILEY



ФОРЕКС КЛУБ / FOREX CLUB  
школа валютных трейдеров

Мартин Д. Вайс

# **Делай деньги во время паники на бирже**



Москва - Санкт-Петербург - Нижний Новгород - Воронеж  
Ростов-на-Дону - Екатеринбург - Самара - Новосибирск  
Киев - Харьков - Минск

2005

ББК 65.010.655  
УДК 36.764  
В14

Куратор проекта  
А. Кияница («Форекс Клуб»)

Научный редактор  
О. Сидорова —  
специалист по валютным операциям компании «Форекс Клуб»

Вайс М. Д.

В14 Делай деньги во время паники на бирже / Пер. с англ. под ред. О. Сидоровой. — СПб.: Питер, 2005. — 384 с.: ил. — (Серия «Школа валютных трейдеров»).

ISBN 5-469-00191-1

В своей книге доктор Мартин Д. Вайс — глава компании Weiss Ratings, Inc. — описывает процесс принятия частными инвесторами решений об использовании различных финансовых активов в наиболее напряженных, сложных, но одновременно и самых многообещающих ситуациях — в периоды обвального падения рынка акций и облигаций, валютных кризисов, во время инфляции. Автор формулирует десять практических стратегий, которые помогут вам обеспечить блестящее финансовое будущее независимо от возраста и финансового положения. Приводя реальные примеры из недавнего прошлого, он предлагает практический план для защиты ваших инвестиций от потерь, а также для немедленного вступления на путь быстрого восстановления вашего финансового положения и получения прибыли.

Издание можно рекомендовать как популярный учебник по управлению фондовыми рисками, рассчитанный на широкую аудиторию читателей, не имеющих профессиональной подготовки в области инвестиций. Такая книга, без сомнения, будет полезна российским читателям, постоянно испытывающим на себе негативное влияние непредсказуемого поведения российских финансовых рынков.

ББК 65.010.655  
УДК 36.764

Права на издание получены по соглашению с Wiley.  
Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельца авторских прав.

ISBN 0-471-42998-8 (англ.)  
ISBN 5-469-00191-1

© 2003 by Martin D. Weiss, Ph.D. All rights reserved  
© Перевод на русский язык  
ЗАО Издательский дом «Питер», 2005  
© Издание на русском языке, оформление  
ЗАО Издательский дом «Питер», 2005

## Оглавление

«Форекс Клуб» представляет .....	11
Предисловие к русскому изданию .....	12
Введение .....	14
<b>Глава 1</b>	
<b>Тайная цель брокера .....</b>	<b>19</b>
<b>Глава 2</b>	
<b>Надувание «мыльного пузыря» .....</b>	<b>25</b>
«Совершенно законные» бухгалтерские приемы .....	28
Мошенничество с дочерними компаниями .....	33
Большой маневр с пенсионным фондом .....	35
Призрачные прибыли .....	37
Игра с деривативами .....	38
<b>Глава 3</b>	
<b>Очковтирательство на Уолл-Стрит .....</b>	<b>40</b>
Уолл-Стрит постепенно превратилась в гигантскую пожирательную машину, для которой ваше состояние — это ее завтрак .....	45
Возмутительное предательство .....	48

<b>Глава 4</b>	
<b>Пузырь лопается</b> .....	55
Возвращение аудиторов .....	56
Пенсионная афера раскрывается .....	57
Как аудиторы присоединились к прикрытию .....	60
Результаты почти всех крупных судебных дел говорят о том, что аудиторы не смогли вовремя предупредить о бухгалтерских нарушениях .....	62
«Оргвыводы» правительства: латание дыр .....	65
<b>Глава 5</b>	
<b>Туалетный набор за 17 000 долларов</b> .....	66
Долги и дефляция .....	73
<b>Глава 6</b>	
<b>Продайте эти акции сейчас же!</b> .....	78
Последний бросок .....	79
Консультант .....	80
Как продать с умом .....	85
<b>Глава 7</b>	
<b>Обеспечьте деньгам безопасность</b> .....	94
Корпоративные облигации .....	97
Государственные облигации .....	99
<b>Глава 8</b>	
<b>Раздувание бюджетного дефицита</b> .....	103

<b>Глава 9</b>	
<b>Пузырь рынка облигаций</b> .....	114
Один из самых опасных кризисов двадцатого столетия .....	115
Паралич рынка облигаций .....	118
<b>Глава 10</b>	
<b>Пузырь рынка недвижимости</b> .....	122
<b>Глава 11</b>	
<b>Выигрывающее меньшинство</b> .....	133
Защита от кризиса .....	137
Обратные индексные взаимные фонды .....	139
<b>Глава 12</b>	
<b>Команда</b> .....	144
Банк Японии покупает акции .....	151
Кризис 1987 г. .....	153
Черный понедельник .....	156
На волосок от катастрофы .....	159
<b>Глава 13</b>	
<b>Скрытые риски</b> .....	163
Long Term Capital Management .....	164
Два пессимистических сценария дальнейшего развития событий .....	171
Короткий и страшный сценарий кризиса .....	175
Долгий и тревожный сценарий .....	178
Меньше боли, больше страдания .....	180
Стоимость и психология .....	181

<b>Глава 14</b>	
<b>Дефляция</b> .....	187
Меньшее из зол .....	189
Источники финансирования высыхают .....	193
Искусство, антиквариат и объекты коллекционирования .....	194
Опасность сверхдоходов .....	195
Плохие опционы .....	201
Основы работы с опционами .....	202
Опционы «пут» .....	205
Сценарий «Ой!» .....	209
Сценарий «канального рынка» .....	210
«Безубыточный» сценарий .....	210
Сценарий с удвоением ваших денег .....	211
«Ударный» сценарий .....	212
Сценарий «Большой куш» .....	213
<b>Глава 15</b>	
<b>Падение «голубых фишек»</b> .....	220
Банки в лучшем положении? .....	222
Следующая кость в домино .....	223
Скрытая опасность дочерних финансовых компаний .....	225
Поток исков от инвесторов .....	227
Иски от пенсионных фондов .....	228
Кризис товарно-материальных запасов .....	230
<b>Глава 16</b>	
<b>Переведите свой счет в другую компанию!</b> .....	232
Злоупотребления правами инвесторов со стороны брокеров .....	235
Защитите себя от злоупотреблений со стороны брокеров! .....	239
Защитите себя от неудач брокерской фирмы! .....	242
Защитите себя от плохих советов .....	244

<b>Глава 17</b>	
<b>Призыв к действию</b> .....	245
Больше прибылей от кризиса .....	246
Стремитесь к точности; ожидайте ошибок .....	248
Совпадение желаний сторон .....	251
<b>Глава 18</b>	
<b>Головокружение</b> .....	263
Призыв Уолл-Стрит о помощи .....	264
Внезапное приглашение .....	265
<b>Глава 19</b>	
<b>Большая помощь</b> .....	269
Риск снижения стоимости доллара .....	277
Президент, который ничего не делает, или политика невмешательства в дела рынка? .....	280
План помощи .....	282
<b>Глава 20</b>	
<b>Большой подъем</b> .....	287
«Риск, риск и еще раз этот проклятый риск» .....	295
<b>Глава 21</b>	
<b>Разрыв</b> .....	300
Время идет быстрее .....	303
Требования облегчения .....	305
<b>Глава 22</b>	
<b>Игра в обвинения</b> .....	309
Общие корни .....	312

<b>Глава 23</b>	
<b>Нижний предел</b> .....	326
Покупка у дна .....	328
Золото .....	334
Три изменения процентной ставки .....	340
<b>Глава 24</b>	
<b>Самый мрачный день</b> .....	347
<b>Глава 25</b>	
<b>Настоящий подъем</b> .....	352
Повторное открытие .....	356
<b>Комментарии и примечания</b> .....	359

## «Форекс Клуб» представляет

Как человеку, имеющему практический опыт работы на финансовых рынках, мне доводилось видеть много людей, которые видят в трейдинге не просто способ заработать, а гораздо больше — возможность самореализации. Но одного желания делать деньги или заниматься перспективным и интересным делом для победы все же мало. Добиться успеха в этом бизнесе удавалось лишь тем, кто входил на рынок, имея как минимум начальное представление о принципах его функционирования. Знание — сила, и оно всегда будет оставаться определяющим фактором достижения успеха в любом деле, тем более, если речь идет о торговле финансами. А значит нужно учиться.

Но напрасно некоторые люди считают, что им предстоит разбираться в скучных и страшных премудростях! На самом деле, все намного проще и интереснее, что и показал доктор Вайс в «Crash Profits: Make Money when Stocks Sink and Soar». Книга написана просто и вместе с тем серьезно. Любой человек, прочитав ее, сможет понять, что же в действительности стоит за взлетами и падениями цен на недвижимость, акции, облигации, а также к каким последствиям это может привести.

Автор подробно не рассматривает валютный рынок, однако я считаю, что с «романом» доктора Вайса, описывающим реальные факты и события, должны познакомиться все трейдеры, вне зависимости от того, с каким видом активов они работают. Эта книга однозначно поможет многое понять, а значит — сделать серьезный шаг в сторону успеха!

*Ольга Сидорова,*  
специалист по валютным операциям  
компании «Форекс Клуб»

## Предисловие к русскому изданию

Вы держите в руках книгу американского автора, посвященную описанию событий, происходивших пару-тройку лет назад в американской экономике, и содержащую рецепты для выживания американских инвесторов в условиях кризиса. Почему же издательство «Питер» решило выпустить книгу о столь далекой от нас «забугорной» действительности, да еще и поместить ее в раздел «практических финансов»?

В своей книге «Биржа на кончиках пальцев» я с некоторой гордостью отмечал, что в ней содержится описание нюансов, присущих именно российскому фондовому рынку. Работая с книгой доктора Вайса, кроме удовольствия, я получил еще и мощный удар по своим представлениям. Мне открылось, что, несмотря на действительное наличие особенностей национального рынка ценных бумаг, степень его отличия от развитых рынков не так уж велика. На все грабли, расставленные на финансовом пути российского «среднего класса», в свое время уже наступили миллионы инвесторов всего мира. И потому принципы соблюдения осторожности и сохранения инвестиций являются межнациональными. Мы быстро учимся, и не столько потому, что мы такие способные, сколько потому, что жизнь все интенсивнее заставляет нас решать совершенно новые для нас задачи. Несмотря на молодой возраст постсоветского капитализма, мы уже пережили финансовые удары, нанесенные крахом пирамид и дефолтом. Совсем недавно мы собственными кошельками и нервной системой прочувствовали влияние кризиса доверия к банковской системе. Признаки нашего капиталистического созревания далеко не ограничиваются рынком ценных бумаг. Вот и смысл взятой из этой книги фразы: «...если вы станете говорить людям: «Будьте внимательны — стоимость жилья скоро начнет тонуть,» — забудьте о друзьях и о людях вообще: вас будут считать крысой, разносящей бубонную чуму,» — уже не является для российских граждан чем-то отвлеченным.

Как известно, история развивается по спирали, и далеко отставая по времени своего развития, наш фондовый рынок, хоть и находясь на более низкой ступени, все же удивительно близок по своей сути к описанному в данной книге рынку Соединенных Штатов. Да, у нас еще не развиты многие из тех финансовых инструментов, которыми пользуются герои книги, но вспомните — каких-нибудь двадцать лет назад у нас и самого рынка не было! Да, в основе случающихся биржевых кризисов у нас и в Америке лежат различные причины, но если вспомнить, что даже высокопоставленные российские чиновники проводят аналогии между «делом ЮКОСа» и «делом Enron»... Причины возникновения кризисов могут быть разными, но так ли уж отличались друг от друга американские инвесторы, купившие при первичном размещении акции AT&T Wireless по 29,5 доллара, и российские покупатели, отдавшие по 24 рубля за каждую акцию также впервые размещенного НПК «Иркут», в те моменты, когда названные американские акции упали до 14,75 доллара, а российские до 11,80 рубля? Насколько отличались своей эмоциональной насыщенностью эпитеты акционеров описанной в книге компании UCBS от крепких выражений покупателей взлетевшего до 10 рублей «Якутскэнерго» в тот период, когда неделей позже эти же акции летели в пропасть до отметки в 80 копеек? Думаю, что найти десять отличий в данном случае будет затруднительно, зато очень легко обнаружить главный общий признак для разделенных океаном инвесторов, теряющих свои деньги во время кризиса, этот признак — страх. Страх того, что завтра может стать еще хуже, чем ужасное сегодня. В этом отношении книга Мартина Вайса является своеобразным «лекарством против страха» для тех, кто ее прочтет, и более того, она может стать пособием для получения прибыли во время кризиса для тех, кто ее проштудирует.

Из этой книги вы многое узнаете о так называемых «сценариях на самый худший случай развития событий». На мой взгляд, вся эта книга — большой сценарий-предупреждение о том, что может произойти с экономикой, с рынками, а значит и с нами самими. Но, как говорится, предупрежденный — вооружен. И раз уж вы имеете смелость (или собираетесь ее набраться), чтобы испытать свои силы на российском финансовом рынке, мощное оружие, которое заключено в данной книге, вам явно не помешает.

Приятного и полезного чтения.

Виктор Ильин,  
автор книги «Биржа на кончиках пальцев»

## ВВЕДЕНИЕ

Миллионы инвесторов живут сейчас в страхе за свое будущее, и вполне возможно, что вы являетесь одним из них.

Я тоже вижу впереди очень трудные времена для нашей экономики. Но в отличие от большинства инвесторов, из всего, что я переживаю, страх занимает последнее место.

Дело в том, что мой отец, Ирвинг Вайс, стал готовить меня к временам, подобным нынешним, еще 50 лет назад. Пока остальные детишки и их отцы играли в шашки, мы с отцом играли в фондовую биржу. Если мне хотелось играть роль покупателя, он должен был играть роль продавца, и наоборот. Это был его метод передать мне уроки, которые он извлек из Великого биржевого краха 1929 г.

Отец был одной из «звезд» Уолл-Стрит. Он был почти единственным, кто предвидел биржевой крах 1929 г., кто сохранил деньги своей семьи, когда стоимость акций внезапно резко упала, и кто фактически воспользовался катастрофой, чтобы извлечь большую прибыль.

### Отец занял у своей матери \$500 и превратил их в \$100 000 во время крупнейшей за всю историю рыночной катастрофы

Он объяснил мне, почему каждый значительный подъем цен акций должен неизбежно закончиться не менее впечатляющим провалом... как разворачиваются биржевые катастрофы и как они воздействуют на обычного гражданина... как подготовиться к рыночным кризисам и их последствиям... как обеспечить безопасность и создать настоящее богатство даже в худшие времена. Я хочу поделиться с вами этими ценными уроками.

Отец рассказал мне, что он одержал во время биржевого краха 1929 г. двойную победу: когда акции падали в начале 1930-х гг., он сделал свое первое состояние, а когда цена акций дошла до дна, он сделал второе — купив акции крупнейших компаний Америки по цене почти самой низкой за все столетие.

Он начал в 1924 г., когда в «зрелом возрасте» шестнадцати лет устроился на работу в качестве наборщика на Уолл-Стрит. К 1928 г. он поднялся до положения представителя клиента — брокера<sup>1</sup>.

В то время на Уолл-Стрит всюду бушевала биржевая лихорадка. Инвесторы бросали в рынок каждый пенни, который у них появлялся, а затем еще и занимали каждый доллар, чтобы купить больше акций. Но отец не поддался общему ажиотажу. Он смог заметить, что во всей Америке дела шли плохо, и положение все ухудшалось. Он также видел, что в Великобритании и в других европейских странах стоимость акций на рынках падала. И он знал, что слишком многие инвесторы были в долгах по самые уши.

Поэтому, когда в октябре 1929 г. разразился кризис, он посоветовал своим родителям держать деньги в наиболее надежных ценных бумагах и совсем ничего не покупать на рынках акций. Когда в результате Большого краха миллионы людей потеряли все, его семья не потеряла ни одного медного цента.

Это было первое значимое событие в его инвесторской жизни.

Второе произошло, когда он встретил Джорджа Като, приехавшего по обмену японского студента и аналитика, находившегося в тесном контакте с большинством хитроумных биржевых дельцов того времени. Вскоре Джордж стал наставником моего отца, научившим его искусству использовать фондовую биржу для получения реальной прибыли в условиях кризиса.

И вот, в апреле 1930 г., когда после долгого падения начался резкий взлет цен на акции и шутники с Уолл-Стрит объявили, что понижающая тенденция рынка официально закончилась, отец одолжил 500 долларов у своей матери и использовал то, чему научился от Джорджа Като, чтобы продать «в шорт»<sup>2</sup> акции, которые, как он думал, скорее всего, упадут в цене.

<sup>1</sup> Брокер — финансовый посредник, занимающийся куплей-продажей ценных бумаг за счет и по поручению клиента. Брокер, выполняющий поручения клиентов, должен быть официально зарегистрирован биржей. Биржевой брокер не становится собственником ценных бумаг, получает за работу комиссионные и не несет ответственности за выполнение сделки. — *Примеч. ред.*

<sup>2</sup> Продажей «в шорт», игрой на понижение или открытием «короткой» позиции называется биржевая операция, при которой продаются не имеющиеся в наличии акции, а взятые в долг. Ее целью является закрыть позицию (вернуть этот долг) в будущем, когда появится возможность откупить проданные акции по более низкой цене. — *Примеч. ред.*

Великая катастрофа 1929 г. была всего лишь генеральной репетицией настоящего кризиса. Более глубокое падение началось в 1930 г. и продолжалось еще почти три долгих года.

Отец рассказал мне, что к тому времени, когда стоимость акций на рынке упала до своего предела, он превратил взятые у матери 500 долларов в более чем 100 тыс., т. е. в 1,3 млн сегодняшних долларов! Но он признался также, что терпел серьезные убытки всякий раз, когда рынок отклонялся от его ожиданий. «Я потел кровавым потом, — часто говорил он, — и иногда это выглядело безобразно.»

Затем, в дни, предшествовавшие вступлению в должность вновь избранного президента США Франклина Делано Рузвельта (ФДР), отец раздобыл статистические данные из Федерального резерва, которые точно показывали, какие объемы денег американцы снимали со счетов в банках США. Они снимали деньги в огромных количествах, и отец пришел к выводу о том, что неизбежно приближается всенациональный банковский кризис.

Большинство считало, что закрытие банков в результате паники будет одним из самых страшных событий для экономики, которые только могут случиться. Они видели в этом предзнаменование еще более страшной катастрофы — наступления времени для бегства с рынка. Но отец чувствовал, что ситуация была прямо противоположной. Он считал, что надвигающиеся закрытия банков будут означать конец падения котировок акций на биржевом рынке.

К 3 марта 1932 г. он был готов действовать.

На следующий день намечалась инаугурация ФДР, и отец пришел к выводу, что у нового президента не будет другого выбора, кроме как закрыть банки и сделать все необходимые шаги для оживления рынков. Как бы там ни было, но отец знал, что при таких невероятно низких ценах основные акции будут продаваться почти задаром.

Итак, как рассказывал отец, «мы отправились прямо в главные офисы нашей фирмы в деловой части города. Для нашего плана не подходил филиал на окраине города. Мы хотели вручить наши заказы человеку, который имел дело непосредственно с трейдерами<sup>3</sup> на бирже. Мы покупали все, что только могли загрести. Покупали акции компа-

<sup>3</sup> Трейдер — член биржи, участник биржевой торговли, осуществляющий биржевые сделки за собственный счет или по поручению клиентов. Трейдеры — работники инвестиционных компаний, исполняющие непосредственно в биржевом зале поступающие из центрального офиса заявки. — *Примеч. ред.*

ний *GM, AT&T, GE* и *Sears* по цене в несколько пенни за доллар, почти что даром.»

Остальное уже стало историей. Едва заняв свой кабинет, ФДР закрыл все банки<sup>4</sup> — в точности как предполагал мой отец. Кроме того, он закрыл и биржу, чего отец *не* ожидал. Тем не менее, настроение инвесторов стало меняться. Восстановилась уверенность в банковской системе. Богатые инвесторы начали строить планы покупки акций.

Когда биржа снова открылась, цены взлетели вверх. Приближалось восстановление экономики, и отец оказался в выгодном положении. «Я хотел тогда только одного — хоть как-нибудь продержаться в предстоящие десятилетия, — сказал он. — А вместо этого я очень быстро оказался на финише, получив хорошую прибыль.»

Это случилось 70 лет назад! Так вот, я посвятил свою жизнь тому, чтобы поделиться этим опытом — и хорошим и плохим — с обычными инвесторами всем тем, что узнал от своего отца, и тем, что я усвоил за 30 лет своей работы по анализу компаний и рынков.

Я всегда советовал инвесторам не рассчитывать на превращение 500 долларов в 100 тыс., и вам тоже лучше не рассчитывать на это. И все же у вас есть возможность изменить к лучшему ваше финансовое будущее, компенсировать деньги, которые вы, возможно, потеряли и отложить очень приличную заначку на черный день для себя и своей семьи.

Я ожидаю серьезных неприятностей в ближайшем будущем, но в целом я оптимист. Я уверен в нашем ноу-хау, в нашей технологии и, в конечном счете, верю в нашу способность к восстановлению.

Я вижу гораздо более привлекательное будущее, которое наступит, как только осядет пыль, поднявшаяся в результате нашего последнего кризиса. Биржевые катастрофы — даже экономическая депрессия — это еще не конец света. Наша страна прошла через гораздо худшее, и все же мы выжили. Выживем мы и на этот раз. Нет худа без добра,

<sup>4</sup> В 1932 г. банковские каникулы продлились 10 дней. США тогда только оправались от Великой депрессии, а в Европе начали разворачиваться события, связанные с фашизмом. Американцы в панике стали забирать банковские вклады. И президент Рузвельт на следующий день после своей инаугурации закрыл все финансовые учреждения страны, чтобы объяснить гражданам, какими последствиями чревата очередная финансовая катастрофа. Кроме того, был запрещен обмен банкнот на золото, которое изъяли из обращения. Призывы нового президента возымели действие — через 10 дней люди понесли вклады обратно. — *Примеч. ред.*



если действовать правильно: мы можем использовать экономическую передышку как возможность разрешить изводящие нас многочисленные социально-экономические проблемы.

На рынке всегда имеются две возможности: вы можете заработать деньги на пути рынка вниз и еще больше на обратном пути. Даже если вы воспользуетесь только одной из этих возможностей, и даже если вы начнете с небольшой суммы денег, вы можете достигнуть большого успеха. Чем большего успеха вы достигнете, тем больше у вас будет возможностей вложить свои деньги в предприятия, управляемые лучше других, наиболее здоровые и прибыльные, и вы сделаете это именно в тот момент, когда им больше всего нужна ваша поддержка.

Я написал эту книгу, чтобы помочь вам максимизировать ваши шансы на успех. Первая половина книги посвящена нынешнему кризису — и прежде всего, описанию того, как мы попали в эту заваруху, опасностям, которые все еще подстерегают нас за углом, а также рассказу о том, что вы можете предпринять прямо сейчас. Вторая половина посвящена анализу самых худших сценариев на будущее и моим советам о самых мудрых шагах, которые вы можете предпринять до, во время и после кризиса. Хотя я рисую здесь мрачную картину, всегда помните, что и для вас как индивида, и для страны в целом — никогда не бывает слишком поздно предпринять защитные действия. Даже в самые темные времена останется светлая надежда на лучшее завтра.

Имейте в виду, что мой сценарий того, что может произойти в худшем случае, не является единственно возможным. Он задуман исключительно как предостережение о том, что *может* случиться, если наши лидеры будут продолжать свой нынешний курс. Это также мой способ напомнить о тех выдающихся возможностях, которые может предложить вам даже неблагоприятная рыночная ситуация.

Некоторые из ожидающих нас событий находятся вне пределов сил и возможностей контроля со стороны любого человека или группы. Но никогда не недооценивайте свои возможности изменить собственное будущее.

Палм Бич Гарденз, Флорида  
6 декабря 2002 г.

## Глава 1

### Тайная цель брокера

*Чтобы помочь вам быстрее и полнее разобраться в теме этой книги, она написана в форме романа, в котором участвуют несколько вымышленных лиц и компаний. Все они включены в действие исключительно для того, чтобы шаг за шагом вести вас сквозь лабиринт событий и решений, с которыми вы столкнетесь в предстоящие месяцы.*

*В отличие от настоящих романов, эта книга говорит о реальном мире и все ее советы надежны и хорошо документированы. На всем ее протяжении вам даются пошаговые указания, позволяющие использовать книгу как практическое руководство, которое можно применить прямо сейчас — чтобы избежать опасности и достигнуть ваших финансовых целей.*

*Мы начнем с фокуса об обманах и опасностях, с которыми вы сталкиваетесь как инвестор и потребитель; кроме того, мы дадим совет о том, как безопасно сохранить ваши деньги. За этим последует совет о том, как извлечь прибыль из предстоящего экономического краха.*

Линда Дэдини, тридцатилетняя дочь одного из наиболее высокооплачиваемых служащих в Америке, не любила говорить о своем отце.

Она была сильно привязана к нему эмоционально, но полностью отделена от него в финансовом плане. Она ценила его любовь, но не хотела от него никаких денег.

Она и ее муж, также настроенный весьма независимо, хотели доказать, что могут заработать самостоятельно, не используя ни пенни помощи от отца. Кроме своих самых близких друзей, она никому не признавалась, что ее отец — знаменитый исполнительный директор крупной компании. Она жила преподаванием физики в старших классах школы в Арлингтоне, штат Вирджиния, и ей ничего не хотелось в этом менять.

### ВЫДУМКА ИЛИ ФАКТ?

Эта книга содержит информацию о реальных компаниях и их служащих. Тем не менее, поскольку она написана в форме романа, некоторые персоны и их характеры, включая нижеследующие, являются вымышленными:

Лица	Корпорации
Линда и Гэбриэл Дадини	<i>Harris &amp; Jones</i>
Джеймс Дюбуа	<i>Metrobank</i>
Пол И. Джонстон	<i>UCBS</i>
Оливер Даллес	<i>CECAR</i>
Тамара Бэлмонт	<i>AFC Corp.</i>
Дон Уокер	<i>XYZ Corp.</i>

Она не хотела даже слушать советы отца, касающиеся вложения денег. При принятии почти всех своих финансовых решений она полагалась на одну из крупнейших брокерских фирм в Америке — *Harris & Jones*. У этой компании было свыше 5 млн клиентов, и она входила в число наиболее уважаемых на Уолл-Стрит. Поэтому Линда считала, что может всецело доверять им.

Нью-йоркский брокер, управлявший ее счетом, Джеймс Дюбуа, очень успешно работал для нее почти на всем протяжении 1990-х гг. Поэтому она и ему очень доверяла.

Однажды утром в понедельник она позвонила ему, чтобы попросить совета. После продажи своего второго дома у нее появилось 160 тыс. долларов, которые она могла вложить во что-нибудь, и она надеялась увеличить эти деньги до суммы, которая позволила бы обеспечить ее и мужа после того, как они оставят работу, а также оплатить учебу их детей в колледже.

— У меня для вас есть прекрасные акции, — с энтузиазмом объявил брокер. — Они продавались по цене 64 доллара за акцию, но сейчас цена снизилась до 40. Их привлекательность заключается в том, что, как ожидается, они принесут в этом году доход в 2 доллара на акцию<sup>5</sup>. Так что их сегодняшняя цена в 40 долларов — всего в 20 раз превышает их доходность!

— Это хорошо? — спросила она.

— Хорошо? Вы шутите? Это фантастическая сделка! Большинство компаний в этой отрасли промышленности продают свои акции по цене в 30–40 раз больше их годовой доходности. Так что акции этой

<sup>5</sup> Имеется в виду доход в виде годовых дивидендов. — *Примеч. ред.*

компании на самом деле стоят в 30–40 раз больше тех двух долларов, которые они принесут. Перемножьте эти цифры, и что вы получите?

— От 60 до 80 долларов за акцию.

— Точно. Я бы сказал, они стоят 80 долларов. А вы их купите всего по 40 за акцию! Это главная причина, почему наш аналитик-исследователь дал этим акциям оценку «сильные — покупать»<sup>6</sup>. Вы смотрели программу CNBC сегодня утром? Нет? Очень, очень жаль. Вы могли бы увидеть, как наш аналитик говорил как раз об этом всего пару часов назад.

— А как называется эта компания?

— *United Communications and Business Systems — UCBS* («Объединенные системы связи и бизнеса»). Я уверен, что вы слышали о них.

Она медленно кивнула. Подавив в себе некоторые сомнения, она решила вложить 80 тыс. долларов в эту компанию. Брокер от ее имени сделал заявку на 2 тыс. акций по 40 долларов каждая, и она стала ждать, когда эти акции начнут подниматься в цене.

Но все произошло как раз наоборот. Поползли слухи, что *UCBS* несколько завысила свои прибыли. Подробности приводились только отрывочно, но согласно нескольким источникам (некоторые из которых казались заслуживающими доверия), вместо ожидавшихся 2 долларов прибыли на акцию компания заработала лишь по 1 доллару на акцию.

Поскольку большинство инвесторов оценивало акции в 20 раз выше ожидаемой прибыли на акцию, то в случае, если эти слухи подтвердятся, предполагаемая стоимость пакета должна составить только 20 × 1 доллар, или 20 долларов на акцию. Инвесторы тут же стали сбывать свои акции, и их цена действительно упала до 20 долларов. Через несколько дней Линда потеряла половину своих денег.

К убыткам прибавилась обида, когда через несколько месяцев выяснилось также, что высокие положительные рейтинги, которые эта компания получила на Уолл-Стрит, были куплены и оплачены самой компанией. Аналитики получили огромные взятки, чтобы протолкнуть рейтинг компании, и они приукрасили ее образ преувеличенной доходностью. Когда открылась правда, некоторые аналитики снизили рейтинг *UCBS* до оценки «держат», что на Уолл-Стрит реально означало «продавать». Стоимость акций сразу же упала еще ниже — до 10 долларов. Из первоначально вложенной суммы в 80 тыс. долларов, у Линды теперь осталось около 20 тыс. долларов.

В один прекрасный день ее размышления о неприятной ситуации, в которую она попала, прервал телефонный звонок. Это опять звонил

<sup>6</sup> Термином «strong buy» обозначают наивысшую привлекательность акций для покупки. — *Примеч. ред.*

Дюбуа. К ее крайнему ужасу, он порекомендовал ей купить *еще* 2 тыс. акций все той же компании, которая теперь, словно торпеда, угрожала потопить ее портфель ценных бумаг.

— Послушайте, — сказал он. — Все эти нехорошие слухи, которые распускают о компании, нам только на руку. Они опускают цену акций все ниже, ниже и *ниже* реальной стоимости компании. Что вам надо сейчас сделать, так это вложить в нее еще немного баксов, и тогда вы сможете резко снизить ваши средние издержки. Кроме ваших 2 тыс. акций по 40 долларов, вы будете иметь еще 2 тыс. акций по 10 долларов, так что всего у вас будет 4 тыс. акций по средней цене 25 долларов за штуку. Это называется «усреднением стоимости пакета».

Она с трудом сдержала эмоции и сказала, что думает только о том, чтобы продать их.

— *О, нет!* — воскликнул он, перепрыгнув на несколько тонов вверх за одно дыхание. — Сейчас для этого *самое* плохое время. Наоборот, вы должны покупать больше! А если у вас не хватает смелости купить еще, тогда хотя бы, ради бога, просто *придержите* их!

Дюбуа замолчал, чтобы услышать ее ответ, но она молчала.

— Вспомните золотое правило о том, как выиграть на фондовой бирже! — добавил он тоном профессионала. — *Всегда вкладывайте на долгий срок\**. За длительный период времени рынок всегда оправдывает долгосрочные вложения. Он всегда, в конечном счете, возвращает вам ваши затраты.

Она уже много раз слышала это утверждение — от друзей, финансовых консультантов и даже от телевизионных ведущих и независимых комментаторов. Казалось, оно подтверждается десятилетиями исторического опыта. Она никогда не слышала, чтобы кто-нибудь утверждал обратное, поэтому принимала это положение без вопросов.

В течение нескольких дней она боролась со своим решением, но каждый раз, когда разговаривала с Дюбуа, он передавал ей новую порцию инвесторской мудрости, убеждая ее «держаться» и «проявить упорство».

У этого брокера была тайная цель: он хотел сохранить ее как клиента и знал по опыту, что когда клиенты продают все свои акции, в дальнейшем они часто полностью отказываются от совершения новых сделок или, что еще хуже, вовсе закрывают свои брокерские счета. Хорошо зная об этом, он твердо решил не дать ей продать свои акции.

Первая тактика, которую он применил, заключалась в том, чтобы твердить ей, что ее *текущие убытки — это «бумажные потери»\*\**.

— Не беспокойтесь о своих потерях, — объявил он. — В данный момент они лишь на бумаге. Если вы продадите свои акции, это только зафиксирует убытки. — Он ни разу не упомянул о том, что по существу нет никакой разницы между бумажной и реализованной потерей. Не рассказал он ей и о том, что Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission — SEC)<sup>7</sup> даже требует, чтобы сами брокеры оценивали стоимость ценных бумаг, которые они держат в своем портфеле, по текущей рыночной цене — признавая тем самым, что убытки являются вполне реальными независимо от того, проданы ли акции или нет. Он хорошо осознавал, что в любом случае убыток есть убыток. Это — факт.

Когда оказалось, что его тактика внушения мысли о «бумажных потерях» не дает нужного результата, он попробовал применить аргумент «не будь настолько глупым, чтобы продавать по минимальной цене». Он даже использовал некий сценарий, разработанный для него бывшим менеджером по продажам, который гласил: «Мы очень-очень близки к «дну»<sup>8</sup>. Мы, возможно, даже сидим на нем. Если вы станете продавать свои акции сейчас, то спустя три месяца будете рвать на себе волосы. Не будьте дураком.»

Однако правда заключалась в том, что этот брокер не имел ни малейшего представления о том, где находилось это «дно». Не знал этого и никто другой в его фирме. В то же время, из своего многолетнего опыта он знал, что *акции никогда не опускаются до дна как раз потому, что кажутся дешевыми*. На самом деле для своего собственного портфеля этот брокер решил, что не начнет ловить «дно» до тех пор, пока большинство других брокеров не разочаруется в этом занятии.

Как часто бывает, в середине недели рынок неожиданно сделал очень резкий скачок, и Линда Дэдини подумала, что это ее шанс выбраться, наконец, из своей беды. Она позвонила Дюбуа и приказала, чтобы он начал избавляться от ее акций, понемногу продавая их, но у него сразу же нашлось возражение. Он начал болтать о «ралли»<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission — SEC) — независимое федеральное ведомство, созданное в 1934 г. с целью регулирования операций с ценными бумагами, контроля за соблюдением законов и правил деятельности бирж и финансового рынка, защиты инвесторов от мошенничества. — *Примеч. ред.*

<sup>8</sup> Термином «дно» обозначают минимальную в обозримом будущем цену акций. — *Примеч. ред.*

<sup>9</sup> Термином «ралли» обозначают быстрое движение цен в одном направлении. — *Примеч. ред.*

\* См. комментарии и примечания в конце книги (с. 359–380).

— Посмотрите на это ралли! — воскликнул он — Ваши акции UCBS сейчас начинают подниматься. Вы же не хотите выйти из игры, не хотите ведь? Или хотите? Я не верю этому! После того как вы столько времени ждали, прошли столько рытвин и ухабов, вы хотите все бросить — *сейчас*, как раз в тот момент, когда дело начинает поворачиваться в вашу пользу?

Последним козырем в арсенале приемов этого брокера был патриотизм.

— Вы понимаете, — спросил он, — что произойдет, если все так поступят? И это в тот момент, когда рынок *действительно* дал течь? Но если бы вы и миллионы других вкладчиков имели бы чуть больше веры в нашу экономику, в нашу страну, тогда рынок смог бы выстоять и дела пошли бы на поправку.

Через несколько месяцев она узнала, что есть много альтернативных вариантов инвестирования, которые она могла бы использовать, чтобы получить прибыль при общем падении цен на фондовой бирже, и после нескольких неудач она отточила бы свое умение, получив большие прибыли на обвале рынка. Но сейчас ей были известны только три возможности: покупать, продавать и держать. И она решила держать.

Брокер не знал, что у нее были для этого и кое-какие основания личного характера: ее отец был руководителем UCBS.

## Глава 2

### Надувание

### «мыльного пузыря»

Пол Е. Джонстон, главный исполнительный директор компании UCBS, тоже очень мало знал о возможности получения прибыли во время биржевых кризисов. Фактически еще много месяцев назад, когда он тупо смотрел на изломанную линию горизонта Уолл-Стрит из окна своего офиса в Мидтауне Нью-Йорка, эта тема интересовала его меньше всего на свете.

Компания UCBS, еще десять лет назад представлявшая собой всего лишь одну фабрику, путем целого ряда приобретений разрасталась, как снежный ком, и быстро превращалась в одного из крупнейших технологических производителей в Соединенных Штатах.

Сейчас самой важной насущной проблемой главного исполнительного директора компании было заработать кучу денег.

Без дополнительных денег он не мог сделать следующий гигантский технологический скачок в передовой области волоконной оптики. Он не мог скупить десятки появившихся в Соединенных Штатах и за океаном компаний, ставших ведущими новаторами в этой отрасли. Он не мог и защитить себя от других мировых гигантов, которые замыслили купить *его*. Хуже всего было то, что он не был в состоянии выплатить долги, которые накопились к этому времени, — все деньги были истрачены на этапе развития.

Сколько же денег ему еще потребуется? В третий раз за 24 часа он рассматривал список компаний, которые хотел купить, и снова получалась все та же круглая сумма — 4,3 млрд долларов, что значительно превышало все, что он когда-либо смог собрать за всю историю компании. Амбициозно? Да. Невозможно? Нет. Другие компании, специализирующиеся в области высоких технологий, и гиганты в сфере телекоммуникаций делали это. Почему бы не суметь и ему?

Но для того, чтобы собрать такую сумму, не существовало банка или инвестора, к которым Джонстон мог бы обратиться. Даже консорциум самых крупных в мире банков не мог бы сделать это. Оставался только один источник — фондовая биржа.

В 1990-х гг. фондовая биржа резко изменилась. Раньше для того, чтобы собрать любую значительную сумму денег, нужно было, чтобы ваша компания входила в публикуемый журналом «Fortune» список из сотни авторитетных компаний, а также в листинг Нью-Йоркской фондовой биржи (*New York Stock Exchange — NYSE*).

Но теперь почти любая компания с солидной историей в сфере высоких технологий могла собрать значительную сумму, зарегистрировав свои акции на новой бирже — Nasdaq<sup>10</sup>, куда миллионы инвесторов со всего мира вкладывали свои миллиарды долларов. За отрезок времени всего в 60 месяцев с января 1995 г. по декабрь 2000 г. инвесторы поместили 933 млн долларов в компанию *WorldCom* и 258 млн в *XO Communications*. Они расхватили акции компаний *Globalstar Telecommunications*, *Luminent*, *Prodigy Communications*, *Internet Capital Group* и многих других лихих звезд тех дней. Возникло свыше 2 809 новых компаний. Была собрана сумма в 177 млрд долларов, из которых 103 млрд пришлось только на 1999 и 2000 гг.

Джонстон был близко знаком со *всеобщим сумасшествием вокруг Nasdaq\**. Именно поэтому несколько лет назад он одним из первых среди своих коллег вступил в клуб компаний, зарегистрировавших свои акции на Nasdaq. И теперь время от времени он возвращался на Уолл-Стрит, чтобы привлечь всё возрастающие объемы капитала.

Словно этого было недостаточно, он назанимал еще денег «под завязку». К концу 1999 г. на каждый доллар капитала компания *UCBS* имела 5 долларов долга. Хуже того, на каждый доллар долга, подлежащего выплате в течение года, компания имела на своем счету в банке только 8 центов наличных денег.

Это была вторая, невысказанная причина отчаянных усилий, которые прилагал глава компании, чтобы собрать прямо сейчас 4,3 млрд долларов.

<sup>10</sup> Nasdaq (сокращение от National Association of Securities Dealers Automated Quotation) — финансовый индекс внебиржевого рынка. Публикуется ежедневно Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers — NASD); основан на котировках этой ассоциации. В индексе, как и на электронных торгах биржевой площадки Nasdaq, представлены многие компании, работающие в сфере высоких и веб-технологий. — *Примеч. ред.*

Он знал о двух компаниях, которым ранее удалось собрать такую кучу денег. Это были компания *UPS*, которая в ноябре 1999 г. продала инвесторам 109 млн новых акций на сумму 5,4 млрд долларов, и *Conoco*, которая в октябре 1998 г. продала 191 млн новых акций за 4,4 млрд долларов.

Главный исполнительный директор знал об этом. Он знал также, что для того, чтобы собрать столько денег, он не мог просто пойти на Уолл-Стрит со шляпой в руке и несколькими замусоленными, ничем не примечательными цифрами, которые он мог показать. Ему были нужны какие-нибудь абсолютно сказочные данные. Он должен продемонстрировать поразительный рост объема продаж, умопомрачительные перспективы роста прибыли, рассказать инвесторам ослепительные сказки о будущих технологических чудесах.

Исполнительный директор был близко знаком с влиятельной аудиторией для своих сказок и шоу. Это были не те десятки тысяч вкладчиков, которые вольют заработанные за всю жизнь накопления и свои пенсионные фонды в акции его компании. Не были они и менеджерами сотен взаимных фондов, которые ринулись бы за его акциями, словно дикое стадо.

Нет. На самом деле он даже старался как можно реже разговаривать с такими людьми, никогда не позволяя их опасениям и жадности заслонять его видение будущего или нарушать его планы развития компании. Единственной публикой, с которой он реально разговаривал, были исследователи-аналитики на Уолл-Стрит — молодые, отчаянные собиратели акций, которые работали на крупные фирмы вроде *Merrill Lynch*, *Salomon Brothers*, *Smith Barney*, *Prudential Securities* и *Lehman Brothers*.

Это была их работа — а не его — разговаривать с менеджерами взаимных фондов и прочими инвесторами. Это была их работа — навязывать акции *UCBS* средствам массовой информации и публике. Чтобы заставить их делать это с настоящим шумом и плеском, ему приходилось не просто убеждать аналитиков, что дела компании идут великолепно, а заставлять их пускать слюну, словно запыхавшихся собак, и дрожать от возбуждения. *Вот тогда* они и напишут отчеты о своих исследованиях, внушая нужные эмоции миллионам вкладчиков.

Но Джонстон знал и то, что финансовые заявления его компании вряд ли могли бы выглядеть столь картинно совершенными. Позади всей внешней косметики и блеска в операциях его компании скрывались затруднения и даже позорные пятна. В ее деятельности случались и рискованные проекты, грозившие банкротством, и долги, которые было так же трудно скрыть, как воспаленный большой палец.

Вот почему в это теплое утро августовского понедельника он пригласил некоторых самых высокооплачиваемых в мире консультантов по вопросам бизнеса, с тем чтобы они помогли ему найти способы украсить его финансовые отчеты. Эти консультанты были очень умны. Они вышли из недр одной из пяти ведущих бухгалтерских фирм страны (Большой пятерки). Они знали все новейшие способы и приемы — бухгалтерские хитрости, позволяющие украсить плохие цифры. Но будет ли достаточно их предложений? Будут ли они законны?

## «Совершенно законные» бухгалтерские приемы

Когда солнце поднялось выше над районом Манхэттен, оно заставило нашего главного исполнительного директора отвести глаза от окна и вспомнить, что в его личном конференц-зале, примыкающем к его многокомнатному гостиничному номеру, служившему ему конторой, ждут консультанты. Он прервал свои размышления и не торопясь, вошел в комнату.

Перед ним сидели трое служащих бухгалтерской фирмы — женщина лет сорока с небольшим со значком MBA<sup>11</sup> Гарварда, мужчина помоложе, тоже со значком, и Оливер Даллес, седовласый мужчина, имеющий многолетний опыт работы в качестве дипломированного бухгалтера<sup>12</sup>.

— Мы стоим перед лицом исторического вызова, — сказал Джонстон после краткого знакомства. — Чтобы достичь наших целей, мы должны перестать рассматривать акции UCBS только как «акции од-

<sup>11</sup> MBA — степень MBA (Master of Business Administration) — магистр бизнес-администрирования — наиболее известная и популярная академическая магистерская степень в сфере управления бизнесом. Эту квалификацию, как правило, получают в дополнение к уже имеющемуся высшему образованию с целью приобретения специальных знаний и навыков в области менеджмента. Степень MBA впервые стала присуждаться в США в 1902 г. в Дартмутском колледже. — *Примеч. ред.*

<sup>12</sup> Дипломированный бухгалтер (Certified Public Accountant — CPA) — высшая бухгалтерская квалификация в США. Для ее получения необходимо сдать соответствующие экзамены. Дипломированный бухгалтер имеет право выступать в качестве независимого аудитора, бухгалтера-ревизора. — *Примеч. ред.*

ной из компаний, которые мы хотим продать». На самом деле мы должны рассматривать их как нечто гораздо большее. Мы должны думать о них как о новой валюте — новом виде доллара, фунта или иены. Мы должны сделать акции UCBS одной из самых ценных валют на земле. Мы хотим увидеть, как акции UCBS взлетают в стратосферу, создавая еще большее богатство. Мы хотим использовать эту сильную валюту, наш пакет акций, чтобы купить еще более крупные компании.

Главный исполнительный директор немного помолчал, подумав про себя: *Плюс к этому, мы должны увеличить стоимость моих собственных акций и опционов. Они уже сделали меня богатым человеком. А теперь я стану еще богаче.*

Консультант из Гарварда ответила так, словно прочитала его последнюю мысль.

— Первым пунктом нашей повестки дня, — сказала она, — является предлагаемый нами пересмотр размеров компенсационных пакетов для команды ваших менеджеров. Мы думаем, что они — то есть вы — должны получать вознаграждения и поощрения для того, чтобы достигнуть еще более быстрого роста, чем вы имеете сейчас. В данный момент, даже включая весь пакет акций и опционы, вы лично в этом году принесете домой не больше 14 млн долларов. Но основываясь на нашем сравнительном анализе размеров бонусов<sup>13</sup> в компаниях примерно вашего уровня, мы считаем, что вы должны получать по крайней мере в пять, а может быть и в десять раз больше, чем сейчас. Нет нужды говорить, что единственным средством, позволяющим осуществить это, являются опционы<sup>14</sup>. Поэтому мы предлагаем радикально обновить план их распределения.

Главный исполнительный директор понимающе кивнул. Опционы были новым эликсиром корпоративной Америки. Они давали администраторам возможность прожигать тысячи жизней, но при этом они не должны были учитываться как затраты или вычитаться из прибылей, о которых сообщалось акционерам. Опционы давали возможность высшим менеджерам грабить и разорять свою компанию, вытягивая из нее королевский куш, и при этом почти бесконечно оставлять акционеров в неведении.

Наш главный руководитель уже владел пакетом опционов, которые давали ему право покупать акции компании по цене ниже текущей

<sup>13</sup> Поощрительных выплат. — *Примеч. ред.*

<sup>14</sup> Ценные бумаги, дающие право на покупку акций на определенных (в данном случае, льготных) условиях. — *Примеч. ред.*

официальной: акции *UCBS* продавались по 12 долларов за акцию, а его опционы давали ему право купить один миллион акций по средней цене 10 долларов за каждую, или на 2 доллара ниже их стоимости. Если бы он захотел обратить свои опционы в наличные деньги прямо сейчас, он мог купить один миллион акций по 10 долларов и затем немедленно продать их по 12 долларов, положив в карман прибыль по 2 доллара с каждой акции. *Не так уж мало*, — подумал он про себя, — *но все же недостаточно хорошо*.

Но что больше всего его встревожило, так это главный пункт, на который консультанты тут же попытались обратить его внимание: растущий разрыв между его собственным компенсационным пакетом и пакетами других руководителей компаний того же масштаба.

Джонстон знал, например, что *Enron*, компания, находящаяся на передовой линии «креативной бухгалтерии» была *особенно щедра по отношению к своим работникам\**. Глава *Enron*, Кеннет Лей, получал основную зарплату в 1,3 млн долларов и премию в 7 млн долларов. Плюс к этому, в марте 2000 г. он реализовал опционы на сумму 123 млн. В это же время главный исполнительный директор *Enron*, Джеффри Скиллинг получил 850 тыс. долларов основного заработка, премию в 5,6 млн и реализовал опционы на 62 млн долларов в 2000 г. Примерно тогда же финансовый директор *Enron* Эндрю Фастоу заработал больше 30 млн долларов за управление двумя «специальными подразделениями» компании *Enron*.

Еще одним примером была компания *WorldCom\*\**, которая в это же время быстро продвигалась к своей цели — стать крупнейшим в мире гигантом в области телекоммуникаций, опираясь, в основном, на агрессивную программу приобретения более слабых компаний, подобную той, что осуществлялась в *UCBS*. Джонстон справедливо полагал, что их бонусы были в числе самых крупных. И действительно, Бернард Эбберс, президент и директор-распорядитель компании *WorldCom*, в 2000 г. получил зарплату в 41 млн долларов наряду с премией в 10 млн долларов. Плюс к этому, ему было пожаловано свыше 1 млн опционов на акции *WorldCom*, которые в то время стоили целых 53,4 млн долларов. В 2000 г. мистер Эбберс реализовал свыше миллиона опционов на акции *WorldCom* стоимостью 23,4 млн долларов. Позднее, когда он уволился со своего поста, он должен был получить от компании еще и ссуду в неслыханном размере — 408 млн долларов — не говоря уже о гарантированном на всю жизнь окладе в 1,5 млн.

Но чего Джонстон не знал, так это того, что империя *Enron* вскоре развалится, превратившись в выгребную яму обмана. Не видел он и

ни малейшего намека на надвигающиеся неприятности для компании *WorldCom*, заключавшиеся в раскрывшемся обмане и последующем банкротстве такого масштаба, по сравнению с которым неприятности, постигшие *Enron*, будут казаться дружеской игрой в джин-рамми<sup>15</sup>.

Но пока подобный результат нельзя было даже представить. И главной темой шедшей в компании *UCBS* беседы было обсуждение опционной части компенсационного пакета для администрации. Если вы являетесь обладателем опционов, позволяющих вам покупать акции вашей компании, — такие опционы называются «опцион колл» — вы будете иметь право, но не обязанность, купить акции компании по сравнительно низкой цене, а затем сразу же продать их по гораздо более высокой. Если акции компании не удастся поднять в цене, то вы ничего не потеряете, кроме самого права. Если же цена акций взлетела, то стоимость *только* опционов может превысить ваш основной оклад за десять лет.

Не надо быть экспертом, чтобы представить себе, что случится, если стоимость акций компании упадет, например, на 30%. Большие шишки потеряют третью часть, половину или даже две трети своего личного капитала. В зависимости от компании, эти проценты могут означать сотни миллионов долларов.

Главные менеджеры компаний не были тупицами. Они знали, что нет лучшего средства поднять стоимость своих акций, чем позитивный отчет о прибыли. Поэтому раз в квартал неразборчивые в средствах руководители компаний колдовали над цифрами, чтобы получить нужный результат. Скрывали убытки всеми возможными способами, искусственно завышали доходы, а когда больше ничего не оставалось, смотрели вкладчикам прямо в глаза и бесстыдно им врал.

Позже, когда эти «дутые» акции лопнут, и миллионы людей превратятся в нищих, общественность и Конгресс США будут упрекать тех руководителей фирм, которые безнаказанно ушли со своих постов, предварительно обзаведясь особняками на Беверли Хиллз, океанскими яхтами и восьмизначными банковскими счетами.

Но и сейчас очень немногие подвергают сомнению стандартные объяснения со стороны Уолл-Стрит по поводу необоснованно высоких выплат и огромных премий, обычно выплачиваемых главным руководителям. «До тех пор пока эти менеджеры делают вас богатыми, — рассуждают аналитики, — какое вам вообще дело до величины их личных доходов?»

<sup>15</sup> Карточная игра. — Примеч. ред.

Таким образом, величина выплат не стала проблемой, когда женщина с гарвардским значком MBA вручила Джонстону смету по выплате компенсаций управленцам с предлагаемыми изменениями. В этой смете его имя — а также имена четырех других высших должностных лиц компании — стояли вверху каждой колонки, в то время как на левой стороне листа располагались различные сценарии роста их дохода в зависимости от изменения стоимости акций компании *UCBS*, начиная с 10 и доходя до 100 долларов за акцию.

— Это итоговый список, показывающий, сколько вы и остальные старшие руководители сможете заработать, согласно нашим новым предложениям, в зависимости от того, что произойдет с ценами на акции *UCBS*, — пояснила консультант.

Джонстон уставился на ведомость, скрывая тонкую усмешку. Итоговая цифра всех его компенсаций составила 360 млн долларов при 100-долларовых акциях. Даже если стоимость этого пакета дойдет только до половины — до 50 долларов за акцию, — он мог получить неплохой куш в 160 млн долларов. *Теперь можете говорить что угодно!* — подумал он.

Женщина подождала, пока до него дойдет полный смысл этих цифр, и стала далее пояснять исходные положения своих расчетов.

— Во-первых, мы предлагаем, чтобы общее количество опционов, предоставленных руководителям, было увеличено в четыре раза. Во-вторых, мы сужаем рамки этой программы таким образом, чтобы она в первую очередь распространялась на вас и ваших высших руководителей, в меньшей степени на среднее звено и совсем не касалась рядовых работников. Нет нужды говорить, — пояснила она, — что *принимать решение обо всем этом предстоит не мне или вам, а совету директоров UCBS\**.

Нашего главного исполнительного директора этот аспект мало заботил. Он знал, что члены совета утвердят эти изменения в мгновение ока. Почему? По той простой причине, что им самим будут обязательно дарованы миниатюрные версии тех же компенсационных пакетов, которые будут предоставлены высшим руководителям. Они будут с лихвой вознаграждены за свои голоса «за».

— Вот теперь, — подвела итог женщина, — руководящая группа будет иметь поистине мощный стимул, чтобы сделать все, что в человеческих силах, чтобы поднять стоимость акций *UCBS* на бирже, что приводит нас ко второму пункту нашей повестки дня — вашим итоговым показателям по прибылям и убыткам. Об этом нам расскажет Оливер.

Она кивнула дипломированному бухгалтеру, который достал желтый блокнот, в котором он заранее нацарапал несколько ключевых цифр.

## Мошенничество с дочерними компаниями

Оливер Даллес был большой дока по части цифр и в этом отношении превосходил любого обычного бухгалтера-ревизора. Много лет назад он получил степень бакалавра по социальной психологии в Нью-Йоркском университете, где преподаватели до сих пор помнили его за огромные объемы статистических данных, которые он помещал в каждую из своих исследовательских статей.

Но в начале 1980-х гг. обильный поток ассигнований на тот вид исследований, которыми он занимался в эпоху президента Джонсона, иссяк. Преподавательскую работу тоже было трудно найти. Поэтому Даллес перестроил свою карьеру и направил свои цифроробительные способности на бухгалтерское дело, где ему были фактически гарантированы постоянная работа и устойчивый доход. Бухгалтерия часто наводила на него скуку, но он чувствовал, что у него нет другого выбора.

— Мы прочесали ваши операции частой гребенкой, — сказал он. — Мы проверили каждую строчку в вашем отчете о прибылях и убытках. И мы увидели массу возможностей отредактировать его так, чтобы он выглядел лучше, чем сейчас.

— Во-первых, — продолжал он, — мы сделали анализ всех дочерних предприятий *UCBS*, совместных предприятий и партнеров-представителей как в США, так и за границей. Это документ, объемом в 27 страниц, очень сложен, но и чрезвычайно перспективен — в нем содержатся возможности, которыми мы воспользовались. Почти во всех случаях компании *UCBS* принадлежит не более 49% каждой из указанных выше компаний. Это очень умно. Потому что, как вы знаете, если вам не принадлежит большая часть акций компаний, вам не нужно консолидировать в своей отчетности их денежные ресурсы с денежными ресурсами *UCBS*. А это значит, что вы можете продолжать пользоваться ими, но в то же время никогда не отражать долги всех этих компаний в ваших бухгалтерских книгах. И наоборот, если деятельность этих дочерних (вспомогательных) компаний станет прибыльной, у нас всегда будет возможность купить большую часть их акций за бесценок. Вот тогда-то мы и используем их прибыль, прибавив ее к прибыли компании *UCBS*, чтобы можно было показать это инвесторам.

— Решка — мы выигрываем, орел — вы проигрываете, — добавил с воодушевлением молодой консультант. — Если будут убытки, мы смо-



жем скрыть их. Если будут прибыли, мы сможем выставить их напоказ. В любом случае мы выйдем из передраги, источая аромат розы. Все делают это.

И действительно, в конце 1990-х гг. почти каждая межнациональная корпорация воспользовалась дочерними предприятиями — особенно находящимися за рубежом, — чтобы манипулировать своей бухгалтерской отчетностью.

Исходной моделью, упоминавшейся на собрании, была модель компании *Enron*, фактически мирового чемпиона по игре в фантики в виде дочерних компаний. По некоторым оценкам, компания *Enron* имела в США и за океаном свыше 900 дочерних компаний, товариществ и совместных предприятий, многие из которых представляли собой просто пустышки. На нее работали 245 собственных юристов, из которых 145 трудились полный рабочий день в небоскребах-близнецах в их родном Хьюстоне, штат Техас, чтобы выстроить фасад законности вокруг этой мощной сети компаний. *Enron* действовала настолько успешно в раздувании своих активов, что смогла убедить Уолл-Стрит, все правительство Соединенных Штатов и миллионы вкладчиков в том, что она является седьмой крупнейшей компанией Америки — более крупной, чем *Walt Disney*, *J. P. Morgan Chase*, *Boeing*, *3M* и *Chevron Texaco*. Впоследствии выяснилось, что если бы прибыли *Enron* оценивались точно, то ее следовало бы поставить ближе к 69 месту в ряду крупнейших.

Консультанты также ссылались и на другие компании, которые с успехом использовали юридические маневры для перетасовки долгов и убытков — *Adelphia Communications*, *Computer Associates*, *Global Crossing*, *Halliburton*, *Lucent Technologies*, *Qwest Communications* и *Tyco International*. Впоследствии было обнаружено, что в некоторых случаях большую роль играли противозаконные маневры. Именно эти противозаконные методы послужили темой для газетных заголовков; хотя в основе обманых стратегий этих компаний лежали так называемые «законные действия».

Главный администратор компании *UCBS* и раньше много слышал об искусственной бухгалтерии и мог допустить некоторое жонглирование цифрами. Но предложения, лежащие сейчас перед ним на столе, были гораздо большего масштаба. Вот сейчас он сидит здесь, беседуя с представителями одной из наиболее уважаемых и солидных бухгалтерских фирм Америки... а они представляют ему план, который превратит его дочерние предприятия в мусорные баки для сброса огромного количества безнадежных долгов и нежелательных издержек.

Несмотря на дурные предчувствия, он облокотился на спинку кресла и молча слушал.

— Эта схема, — продолжал более молодой консультант, — заставит снять ваш бухгалтерский баланс и ваши отчеты о прибылях и убытках. На основе только этого плана акции *UCBS* должны будут подняться с 11 до примерно 18 долларов за акцию. Вместо того чтобы собрать для вас какие-нибудь жалкие несколько баксов, инвесторы смогут дать вам доступ к таким масштабам финансирования, о которых раньше вы не могли бы и мечтать. Завтра инвесторы и банкиры будут умолять вас взять у них деньги.

## Большой маневр с пенсионным фондом

Когда женщина-консультант из Гарварда попросила помощника затемнить комнату для собраний и включить проектор, присоединенный к ноутбуку, который она держала на коленях, наступила тишина.

— Самое лучшее мы оставили на конец, — объявила она. — Все, о чем мы говорили вам до сих пор, — мелочь в сравнении с тем, что мы собираемся показать вам сейчас.

На мгновение на большом настенном экране появилась эмблема компании *Microsoft PowerPoint*, затем последовал первый слайд.

— Это последние данные о пенсионном фонде\* для служащих компании *UCBS*, которыми мы располагаем, — объявила она и замолчала, чтобы дать понять, что сейчас будет сказано нечто весьма драматическое. — Первая диаграмма отвечает на первый ключевой вопрос: сколько денег необходимо, чтобы выполнить все те обещания, которые вы давали вашим служащим? Ответ: 9,6 млрд долларов. Следующая диаграмма отвечает на следующий ключевой вопрос: сколько денег фактически *имеется* в фонде на данный момент? На основании стоимости вложений на конец года мы получаем ответ: 11,1 млрд.

Как он это часто делал, Джонстон притворился тугодумом, чтобы получить более развернутый ответ.

— Это что, очень большой избыток? — спросил он.

— Вы шутите? Он просто огромен! Он раздут на 1,5 млрд долларов больше того, что нам надо. Иначе говоря, пенсионный фонд для служа-

сих компании содержит *избыток* в 1,5 млрд долларов. Почему? На фондовой бирже произошел всплеск цен на акции. Рынок облигаций тоже пошел вверх. Поэтому стоимость портфеля вашего пенсионного фонда росла гораздо быстрее, чем предполагалось. Это золотая жила. И она, почти нетронутая, находится как раз здесь.

Главный исполнительный директор был искренне изумлен.

— Не понимаю этого. Ведь излишек в 1,5 млрд долларов — это деньги, которые принадлежат нашим работникам. Эти деньги лежат в отдельном фонде, который не имеет ничего общего с операциями компании. Как можем мы перевести их на наши собственные счета? Вы прекрасно знаете, что мы никогда не сможем обойти этот факт. За такие дела сажают в тюрьму. — Главный исполнительный директор разволновался и его лоб стал судорожно подергиваться, как часто случалось, когда он испытывал злость или страх.

— Нет, нет, нет. Мы говорим не о том, чтобы запустить руку в пенсионные фонды. Мы сейчас говорим лишь о том, чтобы передвинуть некоторые цифры. Что мы действительно собираемся сделать, так это переместить огромные нереализованные прибыли пенсионного фонда — эти бумажные доходы — в нашу бухгалтерскую отчетность. Тогда мы сможем сообщить о них инвесторам как о наших прибылях и наши отчеты будут выглядеть достаточно веско, чтобы заставить вкладчиков поднять цены на акции *UCBS*.

Мужчина помоложе, почти все время молчавший во время презентации, вскочил на ноги и воскликнул с подчеркнутым энтузиазмом.

— Уау! Вы только подождите, пока эти цифры дойдут до Уолл-Стрит! Акции *UCBS* вырастут до небес!

Джонстон подумал, что все это слишком хорошо, чтобы быть правдой. Но в реальном мире это происходит повсюду. И действительно, в 2000 и 2001 гг. некоторые крупнейшие компании Америки использовали бумажные прибыли пенсионных фондов своих служащих, чтобы резко увеличить прибыли, о которых они докладывали своим акционерам.

Например, компания *Verizon Communications* в 2001 г. понесла многомиллиардные убытки. Но всего лишь добавив в свой отчет прибыль пенсионного фонда, превышающую 2 млрд долларов, компания смогла чудесным образом доложить акционерам, что ее чистая годовая прибыль составила 389 млн долларов.

Компания *Eastman Kodak* в 2001 г. понесла убытки на десятки миллионов долларов. Но включив более чем 100-миллионную прибыль своего пенсионного фонда, она волшебным образом трансформировала свои убытки в 76 млн долларов прибыли.

Другая компания, *TRW*, в 2001 г. потеряла десятки миллионов, но, присвоив доход своего пенсионного фонда, она превратила огромные потери в 68 млн долларов прибыли.

Убытки компании *Honeywell International* в размере 99 млн долларов в 2001 г. были бы в несколько раз выше. Но компания включила прогнозируемый доход от пенсионного фонда, составляющий сотни миллионов долларов, в свой корпоративный итог. И таких примеров было множество.

## Призрачные прибыли

У Джонстона не было ни малейшего подозрения о возможности гигантских падений рынка в ближайшем будущем, но он решил сыграть в адвоката дьявола.

— А что если рынок акций пойдет вниз? Что тогда будет?

Консультанты замерли. Единственным звуком в комнате для совещаний было жужжание вентилятора проектора. Наконец, заговорила женщина, тихо и медленно, словно пытаясь подчеркнуть важность того, что она собирается сказать.

— В течение года биржевой рынок не пойдет вниз. Но даже если это случится, согласно правилам, мы можем фактически игнорировать это.

— Как вы это сделаете? — спросил Джонстон.

— На самом деле это довольно легко. Пусть, например, у нас есть фонд в 100 млн долларов, и мы планируем получать ежегодный доход в 10%. Это дает нам ожидаемый доход в 10 млн долларов, верно?

— Верно.

— А теперь представим себе, что у нас случился тот самый плохой год на фондовой бирже, который вас так беспокоит, и пенсионный фонд получает нереализованные убытки в 5%. Сколько, по-вашему, мы должны вычесть из отчета о прибылях компании?

— Пять процентов от 100 млн долларов? То есть 5 млн долларов.

— Подумайте еще раз. Согласно GAAP<sup>16</sup> — мы можем растянуть нереализованные убытки, скажем, на 10 лет или на любой другой период времени.

<sup>16</sup> GAAP — Generally Accepted Accounting Principles (Общепринятые принципы бухгалтерского учета) — система стандартов и принципов финансового учета, используемых в США. — *Примеч. ред.*

— О, я понял, — сказал главный исполнительный директор. — Нам придется вычестить только одну десятую часть убытков. Так что нам придется показать всего полмиллиона долларов убытков.

Но женщина снова покачала головой.

— Опять нет. На самом деле мы покажем *прибыль* в размере 9,5 млн долларов.

— Да? Как же, черт побери, вы получите это число?

— Вспомните, что мы планируем получение ежегодной прибыли в размере 10 млн долларов. Так что мы можем взять эти 10 млн планируемой ежегодной прибыли и уменьшить ее на полмиллиона долларов списываемых убытков от падения цен на фондовой бирже. Это дает 10 млн минус полмиллиона, что составляет 9,5 млн долларов прибыли.

Главный исполнительный директор нервно кашлянул. Консультанты разразились не сдерживаемым смехом. Каждый из находившихся в комнате был достаточно проницателен, чтобы понять, что 9,5 млн долларов являлись *призрачной* прибылью — миражом, созданным с помощью дыма и зеркал бухгалтерии. Что показалось им смешным, так это то, что вся эта циничная операция не нарушала правил ГААР.

— Как мы только что объяснили вам, — добавила женщина, — эта операция с пенсионным фондом представляет собой золотую жилу. В любой момент, когда вам нужно повысит цены на акции UCBS, в любой момент, когда вам нужно привлечь новый объем капитала, все, что вам надо сделать, — это немножко поиграть с этими цифрами... и вы тут же получите горшочек с золотом.

## Игра с деривативами

— Следующий прием является, вероятно, самым непонятным из всех, — сказал консультант помоложе. — Это деривативы<sup>17</sup>! Мы собираемся...

— Объясните ему сначала, что это такое, ладно? — перебил его дипломированный бухгалтер.

— Ах да, верно. Это пари, пари фактически о чем угодно. Хотите заключить пари о том, что какая-нибудь развивающаяся страна будет

<sup>17</sup> Деривативы (деривативная ценная бумага) — финансовая ценная бумага, стоимость которой является производной от стоимости и характеристик другой ценной бумаги (базового актива). — *Примеч. ред.*

платить не больше 3% за ссуду, превышающую все выплаты Казначейства США за полгода? Нет проблем. Хотите спорить на природный газ, электроэнергию, микроскопы? Запросто.

Джонстон знал, что здесь подразумевается гораздо большее, чем признается, и ему хотелось узнать подробности.

— А если мы проиграем? — спросил он.

— Выиграем, проиграем или сведем вничью, — есть множество способов оценить эти деривативы. Плюс есть еще и различные методы манипулирования точной датой оценки. Вы можете делать все, что захотите. Скажем, например, что вы не хотите торговать одним из стандартных, уже установленных деривативов, которые предлагаются на разных биржах. Тогда вы можете просто создать собственный, сделанный на заказ дериватив — почти любого размера, формы или цвета. Черт, все они, по существу, представляют собой контракты. Так вот, вы идете к какому-нибудь другому игроку, участвующему в этой игре, — это может быть ваш конкурент, банк, кто угодно — и говорите: «Спорим, что то или это произойдет.» А он говорит: «О'кей, я принимаю это пари.» Вы составляете контракт, подписываете его, и дело сделано. Теперь вы гордый владелец нового вида дериватива, который, вероятно, никогда раньше не существовал. Поскольку он уникален, то как вы его оцените, как зарегистрируете и как преподнесете его инвесторам, — все это почти целиком зависит от вас. В худшем случае, вам может быть, придется вставить что-нибудь в подстрочные примечания ваших отчетов, на которые никто не обратит внимания, да и вряд ли поймет.

Пол Е. Джонстон, герой одной из самых великих историй об успехе в Америке, почувствовал где-то внутри угрызения совести и легкие предчувствия беды, которая может когда-нибудь случиться, но эти тревоги были заглушены ощущением спешки — внезапным чувством власти и контроля над своей судьбой и видением ясной дороги, ведущей его к личному богатству. Более того, в своих заключительных замечаниях консультанты развеяли его страхи тремя действенными словами: *все совершенно законно*.

«Все, что мы предложили, каждый прием, все это совершенно законно,» — сказали консультанты почти в один голос.

## Глава 3

# Очковтирательство на Уолл-Стрит

Приукрашенные цифры доходов компании *UCBS* быстрее всего достигли Уолл-Стрит посредством закрытого селекторного совещания, в котором приняли участие две дюжины исследователей-аналитиков. Традиционно лишь небольшая группа людей знала об этой конференции, и почти все ее участники представляли крупные фирмы.

Джонстон представлял новые цифры доходов с большой помпой, абсолютно ясно давая понять, что они существенно превысили самые оптимистичные прогнозы Уолл-Стрит. Исследователи-аналитики бросились составлять великолепные отчеты, превознося компанию... Инвесторы раскупали акции с диким самозабвением... и бумаги *UCBS* подскочили в цене с 11 до 30 долларов за штуку.

Главным андеррайтером<sup>18</sup> акций *UCBS* была фирма *Harris & Jones*, одна из самых агрессивных инвестиционных компаний на Уолл-Стрит.

*Harris & Jones* ухватились за возможность оттяпать большой кусок пирога, на который возлагал надежды главный исполнительный директор *UCBS*. Их главный мастер по таким делам, один из ведущих гуру по акциям технологических компаний на Уолл-Стрит, выпустил сияющее оптимизмом обозрение, присвоив этим акциям рейтинг «сильные — покупать». В результате крупные партии акций были распределены среди брокеров, которые, в свою очередь, проталкивали их своим клиентам.

<sup>18</sup> Андеррайтер — на рынке ценных бумаг — сторона, оказывающая услуги по размещению выпуска ценных бумаг. Фактически андеррайтер приобретает ценные бумаги у эмитента и перепродает их инвесторам. Обычно в качестве андеррайтера выступают инвестиционные корпорации. — *Примеч. ред.*

*Harris & Jones* даже вложили несколько миллионов долларов в организацию собственной телестудии и подключение к спутнику из своей штаб-квартиры на Уолл-Стрит, чтобы предложение акций могло быть тщательно освещено на CNBC — главной общенациональной сети, сообщающей финансовые новости.

В *Harris* знали, что миллионы вкладчиков будут смотреть программу, и что те, кто не сможет, будут на следующее утро подхватывать биржевые рекомендации от агентства Bloomberg<sup>19</sup>, в Интернете или в журнале «Wall Street Journal». При поддержке *Harris*, указывающего дорогу, компания *UCBS* продала 3,5 млн акций по средней цене 36 долларов за акцию.

В течение нескольких недель главного исполнительного директора *UCBS* Пола Джонстона восхваляли как героя Уолл-Стрит, печатали его фото на обложке журнала «Forbes»<sup>20</sup> и даже пригласили провести ночь в спальне Линкольна в Белом доме. Акции *UCBS* взлетели до 50 долларов за штуку и выше.

Странно, что ни аналитик при фирме *Harris*, ни аналитики других фирм на Уолл-Стрит не заинтересовались разбухшими прибылями пенсионного фонда компании *UCBS*. Никто не потрудился просмотреть ежегодные отчеты по форме 10k — не говоря уж о том, чтобы изучить загадочные подстрочные примечания на предмет возможных скрытых бомб замедленного действия.

*Уолл-Стрит была абсолютно единодушна в своих восхвалениях акций UCBS\**. По существу, это единодушие было столь подавляющим, что тех немногих управляющих взаимных фондов, в портфелях которых *не было* акций *UCBS*, стали обвинять в том, что они «сели не в ту лодку» или, еще хуже, «пренебрегают своей основанной на доверии ответственностью перед инвесторами». Но вскоре и они попали в колею, и практически каждое финансовое отделение в национальных взаимных фондах, пенсионных фондах, церквях, университетских фондах, главных трестах и многих немецких учреждениях загрузилось акциями компании *UCBS*. Стоимость акций снова взметнулась вверх — на этот раз уже до 64 долларов за акцию.

<sup>19</sup> «Bloomberg» — деловое информационное агентство, принадлежащее миллиардеру Майклу Блумбергу. — *Примеч. ред.*

<sup>20</sup> «Forbes» («Форбс») — журнал деловых кругов, освещающий вопросы менеджмента и определяющий критерии наиболее эффективного ведения бизнеса. Публикует список 500 крупнейших американских компаний «Форбс-500». Основан в 1917 г. — *Примеч. ред.*

Однако была одна женщина, которая не впала в общую эйфорию. Она тоже работала в фирме *Harris & Jones* аналитиком и тоже занималась изучением рынка акций. Но по образованию она была экономистом. Звали ее Тамара Балмонт. Она работала в команде старшего аналитика, освещавшего деятельность *UCBS*. Во время первого секторного совещания с *UCBS* она ничего не сказала. В своих заметках для босса, касающихся *UCBS*, она тоже не высказала своих сомнений.

Но позже, когда стало очевидным, что пузырь, раздутый на рынке акций компаний интернет-сектора, вот-вот лопнет, она понемногу начала высказывать свои тревоги. Ей хотелось, чтобы ее босс снизил рейтинг этой компании до «продавать». Но он ответил ей, что последствия такого шага могут быть катастрофическими — для него лично, для их фирмы и, вероятно, для самой *UCBS*. Он не раз объяснял ей, что любое снижение оценки акций этой компании в данной ситуации может послать весь выпуск акций в штопор, вызвать панику и подорвать очень важные деловые отношения.

Чтобы как-нибудь выразить свою досаду и огорчение, она схватила телефонную трубку и позвонила своей бывшей подруге по колледжу, с которой когда-то делила комнату; сейчас та тоже работала в сфере промышленности.

— Ты не связана с рынком ценных бумаг, поэтому я хочу сказать тебе кое-что, — сказала она в трубку, понизив голос почти до шепота. — Я думаю, компания *UCBS* — это кризис на колесах. Эта компания разрослась слишком быстро, слишком скоро. У нее слишком много долгов. Она быстро растрчивает тот капитал, который зарабатывает. Объем ее материальных активов слишком мал, более того, — фактически у нее нет ни земли, ни зданий, — ничего, что можно было бы продать в случае денежных затруднений. Стоимость ее акций бесстыдно раздута по сравнению с ее доходами. И даже эти ее доходы, видимо, раздуты с помощью каких-то уловок, большую часть которых я еще не поняла. Ее бухгалтерия невероятно сложна.

— И твой босс все еще дает ей рейтинг «сильные — покупать»? Тебе не кажется, что с его стороны это смахивает на умственное расстройство? Шепот Тамары Балмонт сменился твердым, уверенным голосом.

— «Смахивает на умственное расстройство»? Ты что — разыгрываешь меня? Это откровенная подлая ложь! Это купленное исследование, отвратительная мистификация.

Она на мгновение замолчала, а затем сказала:

— Я тут не одна возмущаюсь этой махинацией, которую они называют «исследованием». Несколько исследователей-аналитиков чув-

ствуют то же, что и я, но мы связаны, пойманы в ловушку. Только позавчера мы сцепились с нашим боссом, руководителем исследования. Ты помнишь его, это Дон Уокер. Ты видела его на праздничной вечеринке. Во всяком случае, мы выпустили пары. Здесь никогда ничего не меняется, не говоря уж о Доне. Недавно я случайно узнала, что лично он так же ненавидит все это, как и мы с тобой. Впрочем, на людях он сидит с каменным лицом, просто выполняет свои обязанности — то ли слишком напуган, то ли слишком горд, чтобы говорить об этом.

— Как же ты узнала, что он думает?

— На днях некоторые из его ребят шутили насчет него. Говорили, что подслушали его в мужском туалете. Очевидно, у него такая привычка — зайти туда, отлить, а затем громко ворчать, всякий раз проклиная инвестиционные корпорации<sup>21</sup>. «Чертовы банкиры!» или «Первичная эмиссия, мать ее!» И это каждый раз! А еще я сама видела...

— Забудь о нем. Что ты собираешься со всем этим делать?

— Мой план заключается в том, чтобы предостеречь нескольких наших лучших клиентов — тех, которых мы первыми впутали в это дело, в первичную эмиссию акций *UCBS* несколько лет назад. Некоторые из них являются директорами и главными руководителями других компаний, для которых мы являемся инвестиционными институтами. Мы не можем спокойно наблюдать, как они станут банкротами.

— А как насчет того, чтобы повлиять на рейтинг, который твой босс дает компании *UCBS*? — спросила бывшая соседка по комнате. — Он собирается сохранить свою оценку «покупать» для этих акций?

— Пока что да... или до тех пор, пока эта бумага в лучах прожекторов. А затем, считает он, мы будем тихо и спокойно снижать рейтинг до совета «накапливайте» или даже «держите». Он говорит, что мы опустим их медленно и мягко. Может быть, если бы мы смогли сделать это, пока акции переживают приятный для покупателей подъем,

<sup>21</sup> Инвестиционные корпорации (институты, банки) — учреждения, специализирующиеся на эмиссии ценных бумаг и торговле ими. Обычно скупают новые выпуски акций и облигаций у коммерческих фирм и правительственных корпораций по цене несколько ниже рыночной и берут на себя их размещение; в основном ориентированы на оптовые финансовые рынки. Начало деятельности таких финансовых институтов связано с образованием фондовых бирж — Нью-Йоркской (1792) и Филадельфийской (1800). — *Примеч. ред.*

это не так бы бросалось в глаза, и тогда падение не стало бы катастрофическим. В конце концов, считает он, мы могли бы просто *прекратить заниматься аналитикой по этим бумагам\**. Но тогда, по его словам, мы все равно получали бы от этой компании гораздо меньше пользы. Кроме того, никто вне фирмы не должен знать, что мы прекращаем заниматься этими акциями. Мы просто сделаем это. Перестанем выпускать новые отчеты, оставим старый рейтинг — пусть остается — и...

— И пусть тысячи мелких вкладчиков вылетают в трубу?

Тамара попыталась защищаться, но в ее словах не было уверенности.

— Эй, дай мне немного времени. Я здесь всего лишь помощник. У меня нет никакого веса. Плюс ко всему, Дон говорит, что если они раскупили эти акции, то это не наша проблема. Он считает, что мы ведем себя правильно с нашими очень-очень важными институциональными клиентами. И что мы постепенно снизим нашу оценку этих акций, как только представится такая возможность, принимая во внимание эту проклятую политику. Я ненавижу все это, но поскольку не могу позволить себе уйти от них, что я могу сделать?

Как выяснилось впоследствии, «приятный подъем» курса акций UCBS оказался всего лишь коротким всплеском, и аналитик компании *Harris & Jones* упустил возможность снизить рейтинг этих акций на пике роста. Через несколько месяцев поползли слухи о нехватке у компании оборотных средств и даже о банкротстве. Но ни *Harris*, ни какая-либо другая компания так и не решились снизить рейтинг компании, пока ее акции не стали продаваться по цене ниже 6 долларов... но и тогда самый *худший* рейтинг для акций UCBS на Уолл-Стрит все еще оставался на уровне «держат».

Очень важные клиенты большинства крупных инвестиционных корпораций были в восторге. Они купили акции UCBS по цене первичной эмиссии, то есть по 3 доллара за акцию. Затем они получили от аналитиков личное предупреждение по телефону и продали свои пакеты по цене более 30 долларов за акцию — впечатляющая десятикратная прибыль. В противоположность этим очень важным клиентам, средние инвесторы, которые действовали по рекомендациям, услышанным от UCBS или прочитанным в газетах, оказались обобранными. Большинство купило акции, когда они были на подъеме, по цене от 40 до 60 долларов. И никто из них ни разу не услышал и не прочел совет «продавать». Они держались за свои акции — до самого горького конца.

## Уолл-Стрит постепенно превратилась в гигантскую пожирающую машину, для которой ваше состояние — это ее завтрак

В реальном мире Уолл-Стрит эпизоды, подобные описанным выше, повторяются почти повсеместно.

В апреле 1999 г. Мэри Микер — биржевой аналитик компании *Morgan Stanley Dean Witter*, прозванная журналом «*Barron's*»<sup>22</sup> «Королева Интернет-сектора»<sup>23</sup>, — присвоила рейтинг «покупать» акциям *Priceline.com* в тот момент, когда эти бумаги продавались по 104 доллара. Через 21 месяц эти акции сторели и стали продаваться по 1,50 доллара за штуку.

Инвесторы, которые приняли во внимание рекомендации госпожи Микер, потеряли 98% своих денег. Они превратили гору в 10 тыс. долларов в кротовую яму стоимостью 144 доллара.

Однако неустрашимая и бессовестная госпожа Микер продолжила раздавать рейтинги «покупать» для *Yahoo!*, *Amazon.com*, *Drugstore.com* и *Homestore.com*. Финансовые СМИ бесстрастно сообщали об этих рекомендациях. Миллионы простодушных инвесторов чуть не затоптали друг друга, стараясь первыми последовать ее совету.

Акции *Yahoo!* упали на 97%, *Amazon.com* — на 95%, *Drugstore.com* — на 99% и *Homestore.com* — на 95,5%.

Почему госпожа Микер рекомендовала именно эти бумаги? И почему госпожа Микер упорно повторяла свои рейтинги, даже когда эти акции скатились вниз на 20, 50, 70% и, наконец, на 99%?

Ответ: Почти каждая из компаний — обладательниц полученного от госпожи Микер рейтинга «сильные-покупать» платила ее работодателю — компании *Morgan Stanley Dean Witter* — за продвижение своих акций. Отделу андеррайтинга компании *Morgan Stanley* платили миллионы долларов. А *Morgan Stanley* вознаградила госпожу Микер — умопомрачительным чеком в 15 млн долларов — за помощь в этом деле.

<sup>22</sup> «*Barron's*» («*Barron's National Business and Financial Weekly*») — еженедельник. Издается в Нью-Йорке «*Dow Jones and Company*». Публикует собственный индекс «доверия». Основан в 1921 г. — *Примеч. ред.*

<sup>23</sup> Интернет-сектор — компании, акции которых котируются на бирже, делятся на сектора обычно по отраслевому признаку. — *Примеч. ред.*

В то время как миллионы вкладчиков вылетали в трубу, *Morgan Stanley Dean Witter* и Мэри Микер — так же как и те компании, акции которых они продвигали, смеялись, обналичивая свои чеки. Скажете, единичный случай? Как бы не так.

В 1999 г. топ-менеджеры<sup>24</sup> компании *Salomon Smith Barney* получили горячую новость: *AT&T* планирует приватизировать свое гигантское подразделение, занимающееся сотовой связью, что станет самой крупной первичной эмиссией в истории. Естественно, каждая брокерская фирма на Уолл-Стрит захотела принять участие в размещении акций этой компании — ведь такое случается только раз в жизни! Тем более что вознаграждение могло измеряться миллионами долларов.

Но у *Salomon* была маленькая проблема. Один из главных аналитиков фирмы по акциям, *Джек Грабмен*, в течение многих лет высказывался весьма отрицательно о компании *AT&T*\*. Это серьезная проблема? Не на Уолл-Стрит конца 1990-х гг. К тому времени, когда горячие головы *Salomon* изо всех сил старались отхватить себе кусок в операции *AT&T* с распространением акций, Грабмен чудесным образом сменил свою оценку этих акций на «покупать».

Повсюду крупные фирмы быстро делали деньги на этой сделке. *Salomon* был назван ведущим андеррайтером этих акций, и компания заработала миллионы. *AT&T* получила положительный рейтинг и провела сверхуспешную первичную эмиссию, чего она так страстно желала... и в результате заработала еще больше миллионов. Грабмен за свои заслуги получил годовой оклад в 20 млн долларов. Но около 4,8 млн вкладчиков до дна испили свою горькую чашу. Они подумали, что рейтинг «покупать», данный Грабменом, является честной оценкой этих акций. Они не знали, чем это было в действительности — крикливой дешевой рекламой.

Они доверились *Salomon* и Грабмену. Они покупали акции компании *AT&T Wireless*. А затем их оставили в ужасе наблюдать, как эти акции упали с 29,50 до 14,75 доллара за штуку — убыток в 49,7%.

А вот еще примеры:

- Марк Кастан из *Credit Suisse First Boston* любил *Winstar* почти так же, как Грабмен любил *AT&T Wireless*, публикуя и повторяя рейтинги «покупать» для этих акций до самого их горького конца. Не будем удивляться: фирме Кастана принадлежали акции *Winstar* на сумму 511 млн долларов.

- В 2000 г. экономист-аналитик компании *Goldman Sachs* выдал 11 блестящих оценок нескольким акциям, которые впоследствии принесли инвесторам убытки в 71%. За свои труды он получил 20 млн долларов. Причем потери на 71% принесла одна из его лучших рекомендаций, а худшая — 99,8%.
- Тем временем *Генри Блоджет\** из компании *Merrill Lynch* заслужил славу, опубликовав прогноз роста стоимости акций *Amazon.com* до 400 долларов за штуку. Скоро их продавали по цене меньше 11 долларов. Блоджет также предсказывал, что акции компании *Quokka Sports* поднимутся до 1250 долларов за штуку. А она обанкротилась. Блоджет публиковал снова и снова рейтинги «покупать» на акции компаний *Pets.com* (обанкротилась), *eToys* (потеряли 95% своей стоимости), *InfoSpace* (упали на 95%) и *BarnesandNoble.com* (потеряли 84% стоимости). И все же пока инвесторы теряли свои миллионы, компания *Merrill Lynch* сорвала большой куш — 100 млн долларов на одной только первичной эмиссии.

В каждом из этих случаев обогатились все, кроме инвесторов. Брокеры заработали миллионы. Экономисты-аналитики заработали миллионы. Компании, которые они продвигали, загребли миллионы. А бедняги инвесторы потеряли последние рубашки.

Тамару Балмонт все больше и больше терзала совесть по поводу грандиозного надувательства со стороны Уолл-Стрит. Она убедилась, что это не простое совпадение, не просто «случайные ошибки», как заявляли многие из ее коллег. Это были заранее спланированные кампании с целью обобрать частных инвесторов. Это были явные попытки инсайдеров<sup>25</sup> Уолл-Стрит обогатиться за счет инвесторов.

— Хочешь оказать себе услугу? — спросила она свою старую подругу по комнате, посетив ее в конце недели. И вручила ей лист с текстом, напечатанным на домашнем компьютере.

— Прилепи его к зеркалу в ванной комнате, чтобы никогда не забывать. — Напечатанный крупными буквами текст гласил:

Уолл-Стрит не занимается благотворительностью.  
 Большие фирмы работают не для того, чтобы обогатить вас.  
 Они работают для того, чтобы обогатить себя.

<sup>25</sup> Инсайдер — лицо, в силу служебного положения располагающее конфиденциальной информацией о реальном финансовом положении компании. — Примеч. ред.

<sup>24</sup> Топ-менеджер — управленец высшего звена. — Примеч. ред.

В то время это была радикальная мысль, которая никогда не обсуждалась на людях. Однако впоследствии самые безобразные тайны Уолл-Стрит выплеснулись наружу.

## Возмутительное предательство

В 2001 г. действующий директор Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) заявил перед Конгрессом, что почти *все* фирмы Уолл-Стрит виновны в серьезных конфликтах интересов, то есть в создании ситуаций, при которых сталкиваются обязанности и интересы клиента или фирмы. А в следующем году Элиот Спитцер, генеральный прокурор Нью-Йорка, заявил, что эти схемы являются «*вопиющим предательством доверия <инвесторов>*»\* и потрясающим злоупотреблением системой, извращенной с целью получения фирмами больших доходов».

Уолл-Стрит не всегда была такой. В первые десятилетия случалось, что по крайней мере *некоторые* исследователи-аналитики в крупных фирмах подходили к своей работе критически, находили ошибки и раскрывали слабости оцениваемых ими компаний. Но в фирмах Уолл-Стрит 1990-х гг. уже фактически не было слышно несогласных голосов, царило беспрецедентное единодушие восхвалений, и было гораздо больше недобросовестной шумной рекламы в процессе продаж.

Что стояло за этими изменениями? Та же сила, которая заставляла топ-менеджеров компаний говорить полуправду или явную ложь о продажах своих акций и прибылях, — *деньги и жадность*.

В прошлом фирмы Уолл-Стрит извлекали большую часть своих доходов из брокерских комиссионных — от покупки и продажи акций по поручению инвесторов. Теперь главную массу своих денег они получали за счет гонораров от инвестиционной деятельности — продвижения и маркетинга акций от имени и по поручению своих корпоративных клиентов. Попросту говоря, если раньше крупные фирмы Уолл-Стрит работали главным образом для инвесторов, стремящихся купить акции компаний, то теперь они работали, в основном, для компаний, стремящихся продать свои акции инвесторам.

Аналогичное изменение прокатилось по рядам индивидуальных экономистов-аналитиков, работающих на фирмы Уолл-Стрит. В прежние годы вознаграждение аналитиков ограничивалось величиной их чистой зарплаты. Теперь же большая часть их вознаграждения шла от премий, *прямо связанных с их способностью безжалостно втюхать инвесторам дутые акции*.

И в самом деле, вечный призыв к экономистам-аналитикам от фирм Уолл-Стрит гласил: «Чем больше акций вы поможете нам продать, тем больше вы заработаете.» А для тех аналитиков, которые не внимали этому лозунгу, предназначался следующий призыв, грозивший им более строгими последствиями: «*Публикуйте отчеты, которые вредят продаже акций, — и вы канете в Лету!*»

Вот классический пример. В 2001 г., задолго до краха компании *Enron*, Чунг Ву, экономист-аналитик компании *UBS PaineWebber*, послал по электронной почте письмо служащим *Enron*, в котором предостерегал их, что хранение акций этой компании — которые тогда стоили почти 37 долларов за штуку — может стоить им «состояния». Это письмо привело в ярость служащих *Enron*, которые в категоричной форме выразили свое недовольство руководству *PaineWebber*. *Чунг Ву уволили, а PaineWebber поспешно опубликовала новые рейтинги «покупать»\**, и этот «мелкий инцидент» удалось замять. Через три месяца акции *Enron* продавались по цене менее 25 центов за штуку.

Ни одна из крупных фирм на Уолл-Стрит не привязывала вознаграждение своих экономистов-аналитиков к фактической точности их прогнозных оценок стоимости акций. Совсем наоборот, аналитики могли ошибиться раз, второй, в тысячный раз, и тем не менее, они *по-прежнему* получали огромные премии — пока продолжали рекомендовать акции, и пока оставалось еще много «лохов», которые продолжали покупать их, веря шумной рекламе. Вот чего хотели и действительно добивались инвестиционно-учредительские подразделения этих фирм.

А что происходило, когда становилось вполне ясно, что компания вылетает в трубу? Что было, когда экономист-аналитик лично озлоблялся на компанию? Имело это какое-нибудь значение? Никакого.

Для доказательства всякий может посетить *веб-сайт генерально-го прокурора Нью-Йорка\** и проверить текст оригинала иска Элиота Спитцера против *Merrill Lynch*. Он может прокрутить этот документ вниз до страницы 11 или запустить поиск слова из пяти букв «g...». Да, именно такие характеристики выдавали аналитики фирмы *Merrill* за спинами инвесторов как раз о тех самых акциях, которые они шумно превозносили на людях. (См. табл. 3.1.)

Для перегретых когда-то акций интернет-компания *Infospace* официальный совет фирмы *Merrill* был «покупайте». Однако в своем кругу, например в электронных письмах, оглашенных мистером Спитцером, инсайдеры этой фирмы придерживались иного мнения. Они писали, что *Infospace* — это «куча мусора». В результате те инвесторы, которые считали, что аналитики фирмы *Merrill* высказывают им свое



честное мнение, оказались в дураках, потеряв 93,5% своих сбережений, вложений и пенсионных средств, когда *Infospace* обанкротилась.

Официальный совет фирмы *Merrill* относительно других «горячих акций» компании *Excite & Home* был «накапливайте!» Однако в частной электронной переписке аналитики фирмы *Merrill* писали, что акции *Excite & Home* — это «кусоч дерьма»! Результат: Вкладчики, доверившиеся фирме *Merrill*, потеряли 99,9% своих денег, когда *Excite & Home* разорилась.

Для компании *24/7 Media* официальный совет от фирмы *Merrill Lynch* тоже был «накапливайте!» Но внутренние комментарии аналитиков фирмы *Merrill*, как выяснил Спитцер, сводились к тому, что *24/7 Media* — это «кусоч го..а». Результат: инвесторы, поверившие официальной оценке *Merrill*, потеряли 97,6% своих денег, когда *24/7 Media* обанкротилась.

Почему они так поступали? Потому что фирма *Merrill Lynch* загробала сотни миллионов своих доходов от тех самых компаний, акции которых она убеждала покупать. Потому что ее экономисты-аналитики получали миллионные вознаграждения за продвижение акций компаний, представлявших собой, как они хорошо знали, мусор. Была и еще одна, вероятно, не менее важная причина: они делали это в силу суровых последствий, которые почти неизбежно поражали тех, кто публично не соглашался с мнением компании.

Отношения фирмы *Merrill Lynch* с компанией *Enron* являются классическим примером. В апреле 1998 г. двое служащих фирмы *Merrill* направили президенту фирмы памятную записку, в которой горько жаловались на поведение одного экономиста-аналитика из их же фирмы, который не желал идти в ногу с командой. Они утверждали, что этот аналитик совершил грубую ошибку, дав акциям компании *Enron* рейтинг «вялые», и что *Enron* в результате «нутром» возненавидела этого аналитика. Они пришли к выводу, что из-за этого фирма *Merrill Lynch* потеряла очень выгодную сделку с *Enron*. Как и следовало ожидать, к лету фирма *Merrill* заменила строптивного аналитика другим экономистом, который с готовностью поднял рейтинг компании *Enron* до «покупайте». И вот, к началу 1999 г. *Enron* вознаградила фирму *Merrill* инвестиционной сделкой, которая принесла фирме чистый доход в 45 млн долларов в виде гонораров.

Защитники фирмы *Merrill Lynch* заявили, что случай с *Enron* — это исключение и что аналитики, которые написали злобные письма, обнаруженные мистером Спитцером, — это всего лишь несколько «паршивых овец» среди десятков служащих, расхваливающих фирму

Таблица 3.1  
Резюме Генерального прокурора штата Нью-Йорк отзывов по e-mail и официальных рейтингов, публикуемых фирмой *Merrill Lynch*

Компания	Дата	Одновременные комментарии аналитиков этой компании	Опубликованный рейтинг
<i>Aether System</i> (AETH)	15/03/01	«Могут сделать объявление на следующей неделе... эти акции могут лопнуть... но фундаментальные факторы по <этим акциям> ужасны» (ML82578)	3-1 (нейтрально)
<i>Excite @ home</i> (ATHM)	27/12/99 29/12/99	«Наша оценка этих акций "нейтрально"» В ближайшие шесть месяцев их виды на будущее остаются «ровными» без каких-либо видимых «реальных катализаторов», ведущих к улучшению (ML37899; ML37956)	2-1 (накапливайте)
<i>Excite @ home</i> (ATHM)	03/06/00	«Такой кусоч дерьма» (ML51453)	2-1 (накапливайте)
<i>GoTo.Com</i> (GOTO)	11/01/01	О компании ничего интересного «кроме банковских гонораров» (ML03806)	3-1 (нейтрально)
<i>InfoSpace</i> (INSP)	13/07/00	«Эти акции представляют собой боценок с пороком, если вспомнить, как агрессивно мы держались по отношению к ним в начале года, и те комментарии насчет «дуриного запаха», которыми обмениваются многие инвесторы» (ML06413)	1-1 (покупайте)
<i>InfoSpace</i> (INSP)	20/10/00	«Куча мусора» (ML06578)	1-1 (покупайте)
<i>Internet Capital Group Inc.</i> (ICGE)	05/10/00	«Идут к 5 долларам за акцию» (закрыты при цене 12,38 доллара за акцию) (ML63901)	2-1 (накапливайте)

Internet Capital Group Inc. (ICGE)	06/10/00	«Никаких обнадесивающих новостей... Не видим ничего, что могло бы в ближайшее время развернуть эту тенденцию. Компания должна реструктуризировать свои операции и найти дополнительные деньги, а пока она не сделает этого, ничего положительного сказать нельзя» (ML64077)	2-1 (накапливайте)
Lifeminders (LFMN)	04/12/00	«КД» (кусок дерьма) (ML60903)	2-1 (накапливайте)
24/7 Media (TFSM)	10/10/00	«Кусок дерьма» (ML64372)	2-2 (накапливайте)

В то время, пока аналитики фирмы *Merrill Lynch* впаривали публике эти акции компаний Интернет-сектора, присывая им весьма достойные рейтинги, в частной переписке по электронной почте они же поносили эти бумаги, характеризуя их в комментариях, которые вы видите в этой таблице. В столбце «Опубликованный рейтинг» каждая акция характеризуется двузначным кодом. Первая цифра представляет основной рейтинг, например: 1 = покупать; 2 — накапливать; 3 — нейтрально; 4 — снижать; 5 — продавать. Ни один из пакетов акций, охарактеризованных этой группой аналитиков, не получил оценок «снизайте» или «продавайте», что является выражением «вопиющего злупотребления доверием», согласно Генеральному прокурору штата Нью-Йорк Элиоту Спитцеру.

*Примечание.* Слова в скобках добавлены автором книги, слова в ломаных скобках добавлены переводчиком.  
*Источник:* [www.oag.state.ny.us/press/2002/apr/MerrillL.pdf](http://www.oag.state.ny.us/press/2002/apr/MerrillL.pdf).

*Merrill*. Они могли бы привлечь миллиарды долларов от инвесторов, после того как стоимость их акций взлетит вверх. Инвестиционное отделение фирмы *Merrill* накопило 115 млн долларов гонораров за 52 инвестиционные операции, — эти деньги были получены от тех самых компаний, акции которых *Merrill* шумно рекламировала. Экономисты-аналитики, которые публиковали липовые завышенные рейтинги типа «покупать!», тоже сделали большие деньги — в виде огромных премий, привязанных к продажам рекламируемых акций. А тем временем, поверившие им вкладчики присоединялись к мусорщикам.

Защитники Уолл-Стрит могли бы сказать, что случай с *Merrill Lynch* — это специально подобранный худший пример, и что другие фирмы далеко не так плохи. Но, увы! — это заявление тоже лживо. Сам генеральный прокурор Спитцер предостерегал, что какими бы презренными ни были действия фирмы *Merrill*, другие крупные брокеры совершали гораздо худшие финансовые злодеяния\*.

И действительно, новые исследования, проведенные в отношении <компаний> *Salomon Smith Barney*, заставили махинации фирмы *Merrill* казаться банальными и робкими\*\* в сравнении с подвигами других компаний. С 1997 до 2002 гг. *Citigroup* — подразделение компании *Salomon Smith Barney*, получила умопомрачительную сумму в 809 млн долларов, будучи андеррайтером предлагаемых к продаже акций и облигаций телекоммуникационных компаний, плюс еще 178 млн за консультации по слиянию. Это почти 1 млрд долларов в виде гонораров — больше, чем у любого другого брокера на Уолл-Стрит.

В то же самое время фирма *Salomon* и ее суперзвезда телекоммуникационного сектора Джек Грабмен заливали Уолл-Стрит блестящими рекомендациями по акциям тех самых компаний, которые были источником этого миллиардного дождя: *AT&T*, *Verizon*, *WorldCom*, *Global Crossing*, *Level 3 Communications*, *Qwest Communications* и др. Нетрудно было предсказать, что инвесторы, доверявшие фирме *Salomon*, проиграли почти всухую — они были ограблены и лишены своих денег на 77,8% по бумагам *AT&T*, на 92,6% по *Quest*, на 99% по фирме *WorldCom*, на 97% по *Level 3 Communications* и на впечатляющие 99,9% по *Global Crossing*. В целом, 14 из телекоммуникационных компаний, которые Грабмен и *Salomon* втюхивали инвесторам, не вы-

\* Статья 11 Закона о банкротстве США разрешает реорганизовать существующий бизнес для того, чтобы погасить долги перед кредиторами, от которых также предоставляет защиту компании на период реорганизации. План реорганизации компании-банкрота должен быть одобрен решением суда. — *Примеч. ред.*

полнили своих обязательств по выплатам или заявили о банкротстве по статье 11 «Защита от банкротства»<sup>26</sup>.

Везде пристальный взгляд на Уолл-Стрит обнаруживал одну и ту же закономерность. Джозеф Вулф из фирмы *UBS Warburg* с ноября 2000 г. по июль 2002 г. 10 раз рекомендовал акции компании *Optical Communications Products*, дав им оценку «покупать», в то время как стоимость их стремительно падала с 18,88 до всего лишь 1,19 доллар за акцию. Линда Мачлер из фирмы *Merrill Lynch* в июле 2001 г. дала акциям компании *Sprint PCS* оценку «покупать» при их цене 24,80 доллара за акцию. Затем в начале 2002 г. она фактически подняла свою оценку до «сильные — покупать» как раз перед тем, как они внезапно с треском провалились на 50%. Джеймс Пармли, экономист-аналитик из фирмы *Credit Suisse First Boston*, с ноября 2000 г. по октябрь 2001 г. дал акциям компании *Corvis Corporation* (андеррайтером которой была его фирма) целых 11 отдельных оценок «сильные — покупать» в то время, как ее акции падали с 26,69 до 1,77 доллара за акцию, потеряв меньше чем за один год 93,4% своей стоимости.

Это была величайшая афера всех времен. Даже мафия должна была позеленеть от зависти\*.

## Глава 4

### Пузырь лопается

Позже некоторые инвесторы открыли для себя, что можно использовать оружие Уолл-Стрит против нее же, чтобы вернуть себе деньги, которые, по существу, были украдены из их портфелей. Но прежде чем они узнали об этом, их центром внимания должна была бы стать горькая правда.

И инвесторы стали протестовать — сначала спокойно, а затем с растущим крендо, по мере того как газетные заголовки сообщали о новых и новых скандалах. «Эти подонки уйдут от наказания даже за убийство!» — восклицали они. «Куда смотрит Комиссия по ценным бумагам? Чем занимается ФБР? Неужели никто ничего не сделает?»

В конце концов, власти арестовали нескольких негодяев корпоративной Америки и Уолл-Стрит. Кое-где они ужесточили несколько правил ведения бухгалтерской отчетности. Они установили новые правила для экономистов-аналитиков. И даже *увели несколько человек в наручниках\**. 24 июля 2002 г. Джон Ригас и его сыновья Тимоти и Майкл, служащие фирмы *Adelphia Communications*, были выведены <под конвоем>. Бывшего главного финансового директора фирмы *WorldCom*, бывшего контролера Дэвида Майерса, а также Дэниса Козловски, бывшего главного исполнительного директора фирмы *Tyco*, постигла та же участь. Инвесторы ликовали.

К сожалению, для жертв эти действия правительства неизбежно оказывались слишком запоздалыми и незначительными по масштабу. Обманутые инвесторы потеряли триллионы долларов, и ничто из того, что могли бы предпринять власти, не могло вернуть им утерянного.

Но для фирм Уолл-Стрит, напротив, это было *слишком много и слишком быстро*. Гонорары инвестиционных корпораций за первичную эмиссию акций уже упали с 51,5 млрд долларов в 2000 г. до 8,4 млрд долларов в первом квартале 2002 г., что означало спад в 84%. Прибыли фирмы *Merrill Lynch* в 2001 г. упали на 85%. Упали прибыли и у фирм *Morgan Stanley*, *Lehman Brothers* и *Goldman Sachs*. Как раз в тот момент,

когда они больше всего нуждались в доходах, регулирующие организации и общественность нападали на самую суть их стратегий маркетинга — очковтирательство и искаженные результаты аналитических исследований.

Для многих крупнейших компаний Америки дела обернулись еще хуже. В их бухгалтерских книгах все еще были раздутые активы, большие долги, скрытые в *зарубежных дочерних предприятиях\**, и слишком много убытков, прикрываемых ожидаемыми бумажными прибылями в пенсионных фондах их служащих. Теперь, когда эти правила стали изменяться, они оказались в трудном положении. И действительно, тот самый спад, которым воспользовались эти компании в 1990-х гг., теперь стал петлей, которая в 2000-х гг. стала затягиваться вокруг них. События, которые последовали для компании *UCBS*, были вполне типичными.

## Возвращение аудиторов

Много месяцев спустя после своей первой встречи с консультантами главный управляющий компании *UCBS* провел похожую встречу с аналогичной группой людей из той же самой бухгалтерской фирмы.

— Мы аудиторы, а не консультанты, — объявил ему незнакомый мужчина, вызвав слабое предчувствие предстоящих неприятностей. — Мы хотели бы поднять кое-какие вопросы о некоторых методах ведения бухгалтерского учета в *UCBS*.

Пол Джонстон резко поднял руку в знак протеста.

— Постойте! Я все знаю об этих методах. Все они совершенно законны.

Аудиторы обменялись беглыми взглядами, и затем один из них ответил:

— С виду, может быть. А в действительности — нет. Возьмем, например, все эти товарищества и дочерние предприятия.

— Не надо критики, — возразил Джонстон. — Другие известные мне крупные компании имеют сотни не отраженных в отчетности корпораций и дочерних предприятий на Каймановых островах, на Бермудах — да где угодно. То, что имеем мы — мелочь по сравнению с ними. Кроме того, мы владеем менее чем 49% в каждом из них. Вот почему я изначально дал на все это свое благословение. Таково положение вещей, не так ли?

— Да, но это только одна сторона медали. Правилами установлено, что если вы осуществляете эффективный административный контроль над дочерним предприятием, то не имеет значения, сколькими процентами его акций вы владеете. Даже если вы владеете только одним процентом, вы должны объединять всю отчетность. Другие компании, о которых вы говорили, — *Tyco*, *Enron* и так далее — имеют целые команды юристов, работающих сверхурочно для создания юридического фасада, который доказывает отсутствие контроля. А у вас нет даже такого прикрития.

## Пенсионная афера раскрывается

Аудиторы пустили по кругу экземпляры большой сметы, которая показалась ему странно знакомой: это был пенсионный план для служащих компании *UCBS*. Главный исполнительный директор глубоко вдохнул. Он знал, что за этим последует. Он все время особенно боялся именно этого, и сейчас его худшие страхи были готовы подтвердиться.

— Нет необходимости говорить вам, — сказал один из аудиторов, — что большой биржевой подъем рынка акций конца 1990-х гг. преподнес *UCBS* очень большой мешок с золотом, и вы не упустили случая запустить в него руку. В начале же 2000-х гг. падение рынка превратило ваше золото в свинец, и этот мертвый груз может в ближайшие годы потопить все прибыли вашей компании.

— В 2000 г., — продолжал он, — когда рынок пошел вниз, потянув за собой ваши накопления в пенсионном фонде, мы проигнорировали это. В 2001 г. рынок и дальше продолжал падать, но и тогда мы все же не отреагировали. Теперь, когда рынок продолжает падать, мы просто не можем и дальше закрывать глаза. Мы должны начать с того, чтобы признать наличие недостатков. Да, мы можем попытаться протянуть с этим некоторое время, но если рынок будет продолжать падать... — голос его замер, намекая на зловещие последствия.

Джонстон смог придумать только один довод в свою защиту, а именно, что *UCBS* была лишь одной из сотен компаний, которые точно так же пострадали в результате падения акций на бирже. Он также подумал, что может быть — всего лишь может быть — инвесторы не выделяют для продажи именно компании *UCBS*. Так что в следующие полчаса разговор перешел на обсуждение кризиса пенсионных фондов в масштабе всей страны.

Среди 500 компаний, обследованных консультационной фирмой *Watson Wyatt*, 87% заявили, что бюджеты их пенсионных фондов к началу 2000 г. были полностью исполнены. К началу 2002 г. количество таких компаний упало до 37% — и это было *до того*, как в том же году индекс S&P 500 упал еще на 20%. Общая нехватка 234 компаний, как раз среди входящих в S&P 500, составила огромную цифру 78 млрд долларов. Но даже эта большая сумма основывалась на очень оптимистичных допущениях о состоянии рынков и экономики.

Например, компания *General Motors* в 1999 г. имела нераспределенную прибыль в своем пенсионном фонде в 4,5 млрд долларов, но в конце 2001 г. скатилась до дефицита в 12,6 млрд долларов. Компания *Ford* от прибыли в 8,2 млрд долларов в 1999 г. перешла к дефициту в 2,4 млрд долларов. *Delta Airlines* в 1999 г. имела в своем пенсионном фонде небольшую нераспределенную прибыль в 148 млн долларов, но к 2001 г. она объявила о дефиците 2,3 млрд долларов.

Почти во всех случаях, когда компании рассчитывали будущий рост портфелей своих пенсионных фондов, они намеренно искажали лежащие в основе расчетов допущения, причем действовали тремя способами:

- допускали, что в следующем календарном году на бирже начнется подъем, даже если не было никаких признаков такого подъема;
- допускали устойчивый рост экономики, даже если существовала реальная возможность еще одного экономического спада;
- допускали высокий уровень доходов по инвестициям, даже если фактические текущие доходы были гораздо ниже.

Они жили в мире грез, из которого никто не потрудился их выгнать. Но когда бумажные доходы исчезли в облаке дыма, оказалось, что нужно платить чертову уйму денег.

Масштабы этой проблемы были умопомрачительны: для двух третей компаний из списка S&P 500 официальные данные по пенсионным фондам\* свидетельствовали о наличии большой задолженности. Из этих компаний 9 задолжали пенсионным фондам своих служащих более 1 млрд каждая — *General Motors* (12,7 млрд долларов), *Exxon* (7,2 млрд), *Ford* (2,5 млрд долларов), *Delphi* (2,4 млрд долларов), *Delta Airlines* (2,4 млрд долларов), *United Technologies* (2,3 млрд долларов), *AMR* (1,9 млрд долларов), *Pfizer* (1,3 млрд долларов) и *Procter & Gamble* (1,1 млрд долларов); 4 компании были должны по 1 млрд долларов — *Chevron Texaco*, *Pharmacia*, *Goodyear* и *Raytheon*; и 32 компании были должны более полумиллиарда каждая. Более 100 компаний имели нехватку в 100 млн долларов или больше (см. табл. 4.1).

Таблица 4.1  
Многие крупнейшие корпорации Америки должны своим пенсионным фондам астрономические суммы (млн долларов, на 31.12.01 г.)

Название компании	Аббревиатура	Планируемый объем активов	Планируемый объем обязательств	Недостающая сумма пенсионного фонда
<i>3M Co.</i>	MMM	8008	8998	990
<i>Abbott Laboratories</i>	ABT	2644	3241	597
<i>Air Products &amp; Chemicals Inc.</i>	APD	1091	1476	385
<i>Allstate Corp.</i>	ALL	2532	3225	693
<i>American International Group</i>	AIG	2385	2787	402
<i>AMR Corp./De</i>	AMR	5482	7422	1940
<i>Bristol Myers Squibb</i>	BMJ	3508	3914	406
<i>Chevrontexaco Corp.</i>	CVX	5947	7028	1081
<i>Cigna Corp.</i>	CI	2500	2932	432
<i>CMS Energy Corp.</i>	CMS	845	1268	423
<i>Coca-Cola Co.</i>	KO	1492	1906	414
<i>Conoco Inc.</i>	COC	1185	1715	530
<i>Cummins Inc.</i>	CUM	1684	2064	380
<i>Deere &amp; Co.</i>	DE	5951	6440	489
<i>Delphi Corp.</i>	DPH	6077	8444	2367
<i>Delta Air Lines Inc.</i>	DAL	8304	10 657	2353
<i>du Pont (E.I.) de Nemours &amp; Co.</i>	DD	17 923	18 769	846
<i>Eastman Chemical Co.</i>	EMN	697	1062	365
<i>Exelon Corp.</i>	EXC	6279	7101	822
<i>Exxon Mobil Corp.</i>	XOM	12 170	19419	7249
<i>Fedex Corp.</i>	FDX	5510	6227	717
<i>Ford Motor Co.</i>	F	48 754	51 214	2460
<i>General Motors Corp.</i>	GM	73 662	86 333	12 671
<i>Goodyear Tire &amp; Rubber Co.</i>	GT	4176	5215	1039
<i>Hartford Financial Services Group Inc.</i>	HIG	1711	2108	397
<i>Hewlett-Packard Co.</i>	HPQ	2409	3255	846
<i>ITT Industries Inc.</i>	ITT	3234	3617	384
<i>Johnson &amp; Johnson</i>	JNJ	4355	5026	671
<i>Lilly (Eli) &amp; Co.</i>	LLY	3182	3599	417
<i>Maytag Corp.</i>	MYG	881	1334	453
<i>Merck &amp; Co.</i>	MRK	2865	3612	747
<i>Morgan Stanley</i>	MWD	1057	1457	400
<i>Motorola Inc.</i>	MOT	3131	3578	447
<i>Navistar International</i>	NAV	2872	3384	512
<i>PepsiCo Inc.</i>	PEP	3129	3556	427

Окончание табл.

Название компании	Аббревиатура	Планируемый объем активов	Планируемый объем обязательств	Недостающая сумма пенсионного фонда
<i>Pfizer Inc.</i>	<i>PFE</i>	5648	6956	1308
<i>Pharmacia Corp.</i>	<i>PHA</i>	2887	3950	1063
<i>Philip Morris Cos. Inc.</i>	<i>MO</i>	11 720	12 222	502
<i>Phillips Petroleum Co.</i>	<i>P</i>	1113	1849	736
<i>Procter &amp; Gamble Co.</i>	<i>PG</i>	1432	2567	1135
<i>Public Service Enterprises</i>	<i>PEG</i>	2228	2676	448
<i>Raytheon Co.</i>	<i>RTN</i>	10 164	11 171	1007
<i>Sears Roebuck &amp; Co.</i>	<i>S</i>	2349	3091	742
<i>Texas Instruments Inc.</i>	<i>TXN</i>	1089	1771	682
<i>Tyco International Ltd.</i>	<i>TYC</i>	2690	3589	899
<i>Union Pacific Corp.</i>	<i>UNP</i>	1931	2321	390
<i>United Technologies Corp.</i>	<i>UTX</i>	10 025	12 354	2329
<i>Viacom Inc.-CI B</i>	<i>VIA.B</i>	4566	5100	534
<i>Wyeth</i>	<i>WYE</i>	2739	3316	577
<i>Xerox Corp.</i>	<i>XRX</i>	7040	7606	566

Когда рынок акций переживал бум активности, многие крупные компании находили разные способы увеличения своих доходов, манипулируя излишками в пенсионных фондах своих служащих. Однако, когда фондовая биржа переживала спад, эта стратегия приводила к обратным результатам: к концу 2001 г. в их пенсионных фондах оказались крупные дефициты, угрожающие сильно сократить прибыли корпораций, а к концу 2002 г. эти дефициты выросли еще больше.

Источник данных: Отчеты компаний по форме 10k<sup>27</sup>.

## Как аудиторы присоединились к прикрытию

Встреча Джонстона с аудиторами закончилась взаимным раздражением. Они хотели, чтобы компания очистилась и начала корректировать размер своих доходов на акцию. А он хотел отсрочить день расчета. Он вполне понял все их доводы и даже согласился с большей их частью. Но он был не совсем готов смотреть в лицо своему финансовому позору.

<sup>27</sup> Форма 10k — одна из основных форм бухгалтерской отчетности в США. — Примеч. ред.

Он бросился к своему письменному столу, чтобы срочно дозвониться до старшего партнера бухгалтерской фирмы.

— Сначала ваши консультанты скажут нам, что делать, как это сделать и почему это будет целиком в рамках закона, — злобно пролаял Джонстон на партнера. — А затем через несколько месяцев придут ваши аудиторы и заявят, что все, что наговорили нам ваши консультанты, неверно. Так вот, теперь моя очередь сказать вам кое-что: либо вы прикажете вашим счетоводам убраться отсюда... и одобрите нашу бухгалтерию в том виде, как она есть, либо можете попрощаться с вашими жирными гонорарами за консультации.

И так уж получилось, что даже после того, как аудиторы обнаружили серьезные проблемы учета, единственным действием, которое они предприняли, была спокойная по тону служебная записка. В этой записке они обвиняли администрацию в прошлых бухгалтерских хитростях и поднимали вопросы о спорных методах, которые еще находятся в употреблении. Затем они убрали эту записку подальше в архив, и она больше никогда не увидела дневного света.

А тем временем в своем официальном заявлении для акционеров аудиторы заняли совсем иную позицию. Они дали компании *UCBS* положительное аудиторское заключение и удостоверили, что ее финансовые показатели представляют собой результаты «честной во всех материальных аспектах» работы. Они ничего не сказали о своих реальных опасениях.

Разве в их обязанности не входило выявить проблемы и привлечь к ним внимание общественности? Да, но это как будто не заботило их. Можно ли было обвинить их в серьезных злоупотреблениях общественным доверием, даже в обмане? Да, но и это тоже как будто не заботило их. Аудиторы просто склонили свои головы и присоединились к прикрытию.

А вот и реальный пример: против руководства фирмы *Waste Management Комиссией по ценным бумагам и биржам был подан иск\** в связи с бухгалтерскими хитростями, которые позволили компании скрыть около 1,7 млрд долларов расходов за период с 1992 по 1997 гг., когда двое топ-менеджеров компании присвоили себе 28,4 млн долларов в виде вознаграждения. Ее аудиторы из фирмы *Arthur Andersen*, проводившие проверки, вовремя сообщили своему руководству о выявленных нарушениях, но когда их возражения были проигнорированы администрацией, они все-таки одобрили финансовые отчеты компании.

## Результаты почти всех крупных судебных дел говорят о том, что аудиторы не смогли вовремя предупредить о бухгалтерских нарушениях\*

Компания *Adelphia Communications*, гигант в области кабельного телевидения, в начале 2002 г. признала, что имеет дополнительно 2,3 млрд долларов долга, которые она никогда не включала в свой баланс. Инвесторы беспомощно наблюдали, как их акции упали с 25 долларов за штуку на 11 марта до всего лишь 11,83 доллара за штуку 2 апреля, уничтожив более половины их состояний за три недели. Хотя всего лишь за год до этого признания аудиторы *Deloitte & Touche* дали компании положительное аудиторское заключение. 25 июня компания *Adelphia* воспользовалась статьей 11, лишив инвесторов 100% их капитала.

В середине 2002 г. компания *Xerox* объявила, что ей придется пересмотреть 2 млрд долларов своих доходов за 1997 г. Она согласилась выплатить Комиссии по ценным бумагам (SEC) штраф в 10 млн долларов, чуть ли не величайший за всю историю. Всего за 13 месяцев до этого аудиторы из фирмы *KPMG* также дали ей положительное аудиторское заключение.

Компании *Enron*, *WorldCom* и еще по крайней мере 29 других корпораций, замешанных в нарушениях бухгалтерской отчетности, получили от своих аудиторов положительное аудиторское заключение незадолго до разоблачения их бухгалтерских хитростей. Эти компании не были крошечными бабочками-однодневками; это были крупные всем известные компании с общей максимальной рыночной стоимостью 1,8 триллиона долларов (см. табл. 4.2).

Тем не менее даже приведенный в табл. 4.2 список представляет собой лишь верхушку айсберга. Он не включает компаний, которым удалось скрыть свои манипуляции, а также тысячи компаний, которые сфабриковали свои бухгалтерские отчеты «законно».

Очевидно, что бухгалтерская болезнь не ограничивалась одними лишь широко освещенными случаями, такими как с компаниями *Enron* или *WorldCom*, о которых слышали почти все. Она стала национальной эпидемией, которая захватила почти всю корпоративную Америку.

Таблица 4.2  
Компании, связанные с подозрениями или с фактическими нарушениями правил ведения бухгалтерского учета

Название компании	Аудиторская фирма	Пользовалась ли компания статьей 11?	Сделал ли аудитор предупреждение в процессе аудита?
<i>Adelphia Communications</i>	DT	Да	Нет
<i>Applied Digital Solutions Inc.</i>	PWC	Нет	Да
<i>CMS Energy</i>	AA	Нет	Нет
<i>Computer Associates</i>	KPMG	Нет	Нет
<i>Dollar General</i>	EY	Нет	Нет
<i>Dynegy Corporation</i>	AA	Нет	Нет
<i>Enron</i>	AA	Да	Нет
<i>Gerber Scientific</i>	KPMG	Нет	Нет
<i>Global Crossing</i>	AA	Да	Нет
<i>Great Atlantic &amp; Pacific Tea Company</i>	DT	Нет	Нет
<i>Halliburton</i>	AA	Нет	Нет
<i>Hub Group</i>	AA	Нет	Нет
<i>Kmart</i>	PWC	Да	Да
<i>Lucent Technologies</i>	PWC	Нет	Нет
<i>Merck</i>	AA	Нет	Нет
<i>Metromedia Fiber Network</i>	EY	Да	Нет
<i>Microsoft</i>	DT	Нет	Нет
<i>MicroStrategy</i>	PWC	Нет	Нет
<i>Nesco Inc.</i>	Tullis Taylor	Да	Нет
<i>Network Associates</i>	PWC	Нет	Нет
<i>Peregrine Systems</i>	AA	Нет	Нет
<i>PNC Financial</i>	EY	Нет	Нет
<i>Qualcomm Inc.</i>	PWC	Нет	Нет
<i>Qwest Communications</i>	AA	Нет	Нет
<i>Rayovac Corp.</i>	KPMG	Нет	Нет
<i>Reliant Resources</i>	DT	Нет	Нет
<i>Rite Aid</i>	DT	Нет	Нет
<i>Supervalu</i>	KPMG	Нет	Нет
<i>Trump Hotels &amp; Casinos</i>	AA	Нет	Нет
<i>Tyco International</i>	PWC	Нет	Нет
<i>Williams Companies</i>	EY	Нет	Нет
<i>WorldCom</i>	AA	Нет	Нет
<i>Xerox</i>	KPMG	Нет	Нет

Она не ограничилась лишь фирмой *Arthur Andersen*, первой бухгалтерской фирмой, когда-либо обвиненной в обмане. Напротив, одобрение сомнительных бухгалтерских операций было стандартной рабо-

чей процедурой в каждой из Большой пятерки бухгалтерских фирм в Америке. Это относится не только к фирме *Arthur Andersen*, но и к фирмам *Deloitte & Touche*, *Ernst & Young*, *KPMG* и *PricewaterhouseCoopers*. Каждая из них отвечала за аудит крупных компаний, связанных с нарушениями бухгалтерской отчетности (табл. 4.3).

Естественно, что если бы эти нарушения бухгалтерской отчетности были незначительными, аудиторы не несли бы ответственности за то, что просмотрели эти проблемы. Однако во многих случаях расхождения были столь велики, что последующие исправления разрушали доходы компаний и резко снижали стоимость акций. Уму непостижимо, как те самые люди, обязанностью которых был тщательный просмотр бухгалтерских отчетов компаний, держали под сукном те проблемы, которые вскоре разрослись до ужасающих размеров.

Таблица 4.3

Все бухгалтерские фирмы Большой пятерки проводили аудит крупных компаний, многие из которых имели нарушения правил ведения бухгалтерского учета

Фирма, осуществлявшая аудит	Компании, допускаявшие нарушение правил бухгалтерского учета		Максимальная рыночная капитализация	
	количество компаний	%	млн долл.	%
<i>Arthur Andersen</i>	11	33,3	623,296	34,4
<i>Deloitte &amp; Touche</i>	5	15,2	629,508	37,7
<i>Ernst &amp; Young</i>	4	12,1	37,379	2,1
<i>KPMG</i>	5	15,2	85,114	4,7
<i>PricewaterhouseCoopers</i>	7	21,2	437,845	24,1
<i>Tullis Taylor</i>	1	3,0	52	0,0
<b>Итого</b>	<b>33</b>	<b>100,0</b>	<b>1 813 193</b>	<b>100,0</b>

В 2002 г. были выявлены по меньшей мере 33 акционерные компании, попавшие в нарушения или упоминаемые в связи с нарушениями ведения бухгалтерского учета. За одним лишь исключением, каждая из этих корпораций подвергалась аудиторской проверке одной из аудиторских фирм Большой пятерки, и каждая из фирм Большой пятерки участвовала в аудите нескольких фирм, допускаявших нарушения. В связи с этим возникли очень серьезные вопросы относительно честности всех пяти фирм. Максимальная стоимость компаний, успешно прошедших аудиторскую проверку, в совокупности составила более 1,8 трлн долларов.

Источник данных: Отчеты компаний по форме 10к.

## «Оргвыводы» правительства: латание дыр

В конце 1990-х гг. бывший глава Комиссии по ценным бумагам Артур Левитт попытался решить эту проблему\*. Он призвал Конгресс разделить консультационный и аудиторский бизнес, но Конгресс не придавал значения его тревогам и отверг его предложения.

Наконец, в 2002 г. Конгресс принял Закон о реформе бухгалтерского учета в акционерных компаниях и защите инвесторов\*\*, что затруднило махинации с бухгалтерской отчетностью. Этот новый закон явился шагом в правильном направлении, но был совершенно недостаточен для реального исправления положения дел. Он не содействовал полному разделению между консультационным и аудиторским бизнесом — главным источником проблем. Он не устранил самый главный стимул для нечестной игры со стороны главных руководителей компаний — опционы на акции. Он не устранил глубокие и широко распространенные конфликты интересов на Уолл-Стрит. Он даже не упомянул об одной из важнейших проблем бухгалтерского учета — о манипулировании пенсионными фондами служащих компаний.

А тем временем Комиссия по ценным бумагам тоже пыталась решить бухгалтерские проблемы страны, потребовав, чтобы главные руководители сотен крупных компаний лично подтвердили, что их финансовые заявления правдивы и точны. Это был изящный жест, но он не задел главную мишень — «законные» лазейки для манипуляций.



## Глава 5

# Туалетный набор за 17 000 долларов

Был уже третий час ночи, но Пол Джонстон, главный исполнительный директор компании *UCBS*, не мог заснуть.

Его не так уж мучило чувство вины за методы ведения бухгалтерского учета в его компании. Он научился справляться с этим еще много месяцев назад. Не донимал его и растущий страх перед скорой нехваткой денег у компании, чтобы оплатить счета, которые скоро будут ей предъявлены. С этим он тоже сможет справиться.

Но что больше всего терзало Джонстона, так это голос дочери: он как будто все еще слышал его, хотя телефонный разговор состоялся несколько часов назад.

— Эти слухи — правда? — спросила она деловито, насколько ей это удалось. — Что происходит на самом деле? — поинтересовалась она. Но когда он начал объяснять, она резко оборвала его, отказавшись слушать какую-либо конфиденциальную информацию.

Она также призналась, что купила некоторое количество акций *UCBS*, но не сообщила сколько и пыталась создать впечатление, что для нее это «не так уж важно», но Джонстон почувствовал, что на самом деле это не так. К его ужасу, впервые за много лет он почувствовал, что делает нечто, чего поклялся избегать — разговаривает с внешним акционером один на один, — и это был не кто-нибудь, а его собственная дочь.

В последующие дни ночная бессонница стала для Джонстона мучкой. Он представлял, как его дочь сидит в первом ряду на ежегодном собрании акционеров, с тревогой ожидая его речи. Или же ему представлялось, как она смотрит ему в глаза за обеденным столом в то время, как ее муж критически рассматривает его.

Поэтому он допоздна не ложился спать, смотрел CNN и другие каналы, передающие новости. Однажды ночью началась следующая се-

рия его ужасов. Один за другим, прямо на экране во время передачи главных новостей, его бывшие друзья или соперники проходили перед ним в наручниках. Он поспешно пробежал глазами заголовки в «New York Times Online»:

**КОМПАНИЯ *WORLDCOM* ПРИЗНАЛАСЬ, ЧТО СКРЫВАЛА УБЫТКИ, РАЗДУВ ОБЪЕМ ОБОРОТНЫХ СРЕДСТВ ДО 3,8 МЛРД ДОЛЛАРОВ** (Эндрю Росс Соркин, «New York Times», 26 июня 2002 г.). *WorldCom*, вторая по величине из национальных компаний по дальним перевозкам, сообщила вчера вечером, что за последние пять кварталов она преувеличила свой объем оборотных средств более чем на 3,8 млрд долларов, что является одним из крупнейших известных до сих пор случаев фальсификации корпоративной бухгалтерской отчетности. *WorldCom*, имевшая максимальную стоимость в 115,3 млрд долларов в 1999 г., когда ее акции продавались по цене 62 доллара за акцию, теперь стоит меньше 1 млрд долларов. Ее акции, которые уже упали на 94% за год, предшествующий вчерашнему объявлению, упали в цене до 26 центов за акцию после окончания торгов прошлым вечером. Комиссия по ценным бумагам в своем заявлении, сделанном сегодня утром, отметила, что эти признания подтвердили наличие «несоответствий беспрецедентного размаха в бухгалтерской отчетности».

Джонстону пришлось содрогнуться снова через несколько дней, когда он прочел рассказ Барнаби С. Фидера и Дэвида Леонхардта, тоже из газеты «Times». Таблица с именами служащих *WorldCom* и членов правления бросалась в глаза. Черным по белому, они все были там вместе с данными о состояниях, которые они себе сделали, продавая акции компании.

Даже когда цена акций стремительно падала, они якобы организовали крупнейший за всю мировую историю корпоративный обман, продолжая призывать публику покупать обесценивающиеся акции компании.

Были там и Берт Робертс, председатель правления, который продал свои акции за 22,8 млн долларов,... и Скотт Д. Салливан, главный бухгалтер, который получил 44,2 млн долларов,... и Джеймс Квэлл Кроу, бывший председатель, который ушел, имея в кармане 24,7 млн долларов,... и Джералд Х. Тэйлор, бывший глава *MCI*<sup>28</sup>, который взял 21,8 млн долларов. Главный директор Джон У. Сидгмор показал еще более впечатляющий результат, присвоив себе 87,3 млн долларов, а Лоренс Таккер, член правления, превзошел их всех, свалив с суммой в 110,8 млн долларов!

<sup>28</sup> *MCI* — новое название *WorldCom*, после того как компания подала заявление о банкротстве по статье 11 в ноябре 2002 г. — *Примеч. ред.*

Вскоре инвесторы поняли каким образом инсайдеры *WorldCom* заработали свои грязные состояния, в то время как они, инвесторы, понесли сокрушительные убытки. Поэтому они и потребовали, чтобы эти паразиты были брошены в тюрьму. Они хотели крови.

**ДВА БЫВШИХ ПРЕДСТАВИТЕЛЯ WORLD COM ОБВИНЕНЫ В КРУПНЕЙШЕМ ОБМАНЕ** (Курт Айхенвальд, «New York Times», 2 августа 2002 г.). Вчера два бывших представителя гиганта телекоммуникаций *WorldCom* были обвинены в совершении многомиллиардного обмана путем фальсификации бухгалтерской отчетности, прикрывшей огромные убытки компании, что в конечном итоге привело ее к банкротству.

Эти представители — Скотт Д. Салливан, бывший главный бухгалтер компании *WorldCom*, и Дэвид Ф. Майерс, ее бывший контролер, — вчера в 7 часов вечера были препровождены в отделение ФБР в Нижнем Манхэттене. Позже они были публично эскортированы в наручниках в Федеральный районный суд для допроса...

Ночь за ночью, после того как его личный персонал разъезжался по домам, Джонстон в изнеможении ложился на кожаный диван позади его кабинета, хватал телевизионный пульт и нервно просматривал новости по разным каналам — CNN, Fox, MSNBC и другим. Образы других знакомых, один за другим, появлялись на экране — уводимые полицейскими, бросающие злые эпитеты репортерам, протаскиваемые сквозь грязь, обреченные на мучительную жизнь в позоре.

Среди них были Дэвид Б. Данкан, ведущий аудитор компании *Enron* от фирмы *Arthur Andersen*, обвиненный в препятствовании отправлению правосудия, признанный виновным, вся фирма осуждена,... Скотт Д. Салливан, бывший главный бухгалтер, и Дэвид Ф. Майерс, бывший контролер от фирмы *WorldCom*, оба обвинены в обмане с ценными бумагами и сговоре,... а также Сэмюэл Д. Уоксал, бывший главный исполнительный директор в фирме *ImClone Systems*, обвиненные в продаже акций на основе конфиденциальных сведений.

В ушах Джонстона еще звенели слова репортеров: «Вчера в 6 часов вечера Джон Дж. Ригас, 78 лет, основатель и бывший главный исполнительный директор компании *Adelphia*, и двое его сыновей были арестованы федеральными агентами в их манхэттенской квартире в Верхнем Ист-Сайде и препровождены в тюрьму...» (см. табл. 5.1).

«Обвинение утверждает, что использованные не по назначению деньги тратились на что угодно — от личной ссуды для покупки акций или строительства площадки для игры в гольф стоимостью в 13 млн долларов до перевозки семьи на сафари в Африку во время отпуска и...»

Таблица 5.1  
Деятельность менеджеров высшего звена по данным расследования в 2001–2002 гг.

Руководитель	Обвинение
<i>Adelphia Communications Corporation</i>	
Джон Дж. Ригас, основатель	Нарушения бухг. отчетности, фальшивые партнерства
Тимоти Ригас, бывш. главный бухгалтер	Нарушения бухг. отчетности, фальшивые партнерства
Майкл Ригас, бывш. исполнительный вице-президент	Нарушения бухг. отчетности, фальшивые партнерства
Джеймс Браун, бывш. вице-президент	Нарушения бухг. отчетности, фальшивые партнерства
Майкл Малкэйхи, бывш. вице-президент, казначей	Нарушения бухг. отчетности, фальшивые партнерства
<i>Arthur Andersen LLP</i>	
Джозеф Берардино, бывш. главный исполнительный директор	Препятствование отправлению правосудия
Дэвид Данкан, партнер	Препятствование отправлению правосудия
Нэнси Тэмпл, юристконсульт	Препятствование отправлению правосудия
<i>Dynegy Corp.</i>	
Чак Уотсон, бывш. главный исполнительный директор	Нарушения бухг. отчетности при сделках о поставке энергии
<i>Enron Corp.</i>	
Кеннет Лей, бывш. главный исполнительный директор	Нарушения бухг. отчетности, фальшивые партнерства
Джеффри Скиллинг, бывш. главный исполнительный директор	Нарушения бухг. отчетности, фальшивые партнерства
Эндрю Фастоу, бывш. главный финансовый директор	Нарушения бухг. отчетности, фальшивые партнерства
Майкл Дж. Коппер, бывш. директор-распорядитель	Отмывание денег, сговор для совершения мошенничества с использованием электронных средств коммуникации
<i>ImClone Systems Inc.</i>	
Др. Сэмюэл Уоксал, бывш. главный исполнительный директор	Торговля акциями с использованием конфиденциальной информации
<i>Martha Stewart Living Omnimedia</i>	
Марта Стюарт, основатель	Торговля акциями с использованием конфиденциальной информации, препятствование отправлению правосудия
<i>Qwest Communications International, Inc.</i>	
Джозеф П. Наккио, бывш. главный исполнительный директор	Нарушения бухг. отчетности
<i>Tyco International Ltd.</i>	
Л. Дэннис Козловски, бывш. главный исполнительный директор	Уклонение от уплаты налогов, кража корпоративной собственности, фальсификация бухг. записей

Окончание табл. 5.1

Марк Сварц, бывш. главный финансовый директор	Корпоративная кража, фальсификация бухг. записей
Марк Балник, бывш. юриконсулт	Фальсификация бухг. записей
<i>WorldCom, Inc.</i>	
Бернард Эбберс, бывш. главный исполнительный директор	Нарушения бухг. отчетности, мошенничество с ценными бумагами
Скотт Д. Салливан, бывш. главный финансовый директор	Нарушения бухг. отчетности, мошенничество с ценными бумагами
Дэвид Майерс, бывш. контролер	Нарушения бухг. отчетности, мошенничество с ценными бумагами
Бьюфорд Йейтс, бывш. начальник бухгалтерии	Мошенничество с ценными бумагами
Бэтти Уинсон, исполнительный директор	Мошенничество с ценными бумагами
Трой Норман, исполнительный директор	Мошенничество с ценными бумагами

В ответ на дерзкие корпоративные преступления официальные органы возбудили дела или осудили всех этих руководителей крупнейших корпораций Америки. Но это лишь малая толика тех, кто обобрал американских инвесторов с помощью методов искажения бухгалтерской отчетности, которые были «совершенно законны».

«Руководители высшего звена, которым предъявлены обвинения в совершении преступлений, — зрелище некогда редкое, но в последние месяцы ставшее почти обычным...»

«Сегодня Сэмюэл Д. Уоксал, бывший главный руководитель биотехнологической компании *ImClone Systems*, был арестован в своем доме на Манхэттене и обвинен в торговле акциями с использованием конфиденциальной информации...»

«Прокурор Спитцер предъявил иск пятерым служащим телекоммуникационной компании за полученные нечестным путем личные доходы — бывшему главному руководителю *WorldCom* Бернарду Дж. Эбберсу, бывшему директору-распорядителю компании *McLeod USA* Кларку Е. Мак-Леоду, бывшему главе компании *Qwest* Филипу Анштутцу, бывшему директору-распорядителю *Qwest* Джозефу П. Н. Наккио, плюс к ним основателю и председателю *Metromedia Fiber Networks* Стивену А. Гарофало...»

«Л. Дэннис Козловски, бывший председатель правления и главный исполнительный директор конгломерата *Tyco International*, был обвинен...»

Джонстон испытал еще один удар, когда 18 сентября 2002 г. в 4:00 раскрыл свежий номер «New York Times Online» и прочел следующую историю:

**ТУСО СООБЩАЕТ ПОДРОБНОСТИ О РОСКОШНОЙ ЖИЗНИ РУКОВОДИТЕЛЕЙ.** Представитель компании *Tyco International*, бывшие руководители которой были обвинены в разграблении компании, сообщил вчера о раскрытии целой сети обмана в целях личного обогащения, которая распространилась в рядах ее бывшего руководства.

Отчет Тусо показал, что бывший ее директор-распорядитель Л. Дэннис Козловски систематически создавал корпоративную культуру жадности и излишеств, тайно разрешая не возвращать выданные многим руководителям ссуды в десятки миллионов долларов. Козловски без одобрения Совета директоров выдал 51 руководящему лицу Тусо 56 млн долларов в качестве премий, а также еще 39 млн долларов для выплаты налогов на эти премии. Эти деньги, в свою очередь, были, очевидно, предназначены для погашения выданных им ранее ссуд.

Джонстону казалось, что грязные помои Тусо льются на его колени. Там же, в «Нью-Йорк Таймс», перед глазами миллионов американцев разворачивался длинный список личных вещей, которые главный исполнительный директор приобрел на деньги, которые инвесторы доверили его компании:

- вознаграждение Герману Фрерзу, яхтостроителю — 72 тыс. долларов;
- дорожный туалетный набор — 17 тыс. долларов;
- подставка для собачьего зонтика — 15 тыс. долларов;
- корзинка для рукоделия — 6300 долларов;
- два комплекта простыней — 5960 долларов;
- позолоченная металлическая корзина для бумаг — 1650 долларов;
- занавеска для душа — 6 тыс. долларов.

Корзина за 1650 долларов! Туалетный набор за 17 тыс. долларов! И все это куплено за счет средств акционеров! Он больше не мог вынести ни одного заголовка, ни одного выпуска программы новостей на экране телевизора. Его тошнило до боли в животе.

Эта боль была вызвана отчасти и страхом. Он мог живо представить себе свою собственную компанию — уже почти раздавленную падением цен на фондовой бирже, — как ее поносят и проклинают в газетных заголовках, мог представить и свое лицо, выставленное на телевизионном экране в программе новостей CNN, словно фото преступника. Но в то же время его тошнота была как-то связана и с чувством гордости. Он почти никогда не принимал щедрых пакетов дополнительного вознаграждения для руководства, которые предлагались консультантами и не нравились Совету директоров. Он ни разу не

вышел за пределы закона, которые были определены для него опытными советниками.

И все же он чувствовал себя виновным и уязвимым. Он сожалел о том, что прибег как к аварийной мере к манипулированию с деньгами пенсионного фонда. Сожалел, что оказывал нажим на аудиторов, чтобы те выдали положительное заключение. Если бы он мог вернуться назад во времени на несколько лет, он выбрал бы путь к независимости, даже если бы это означало ближайшие корпоративные и личные жертвы и даже если бы привело к меньшему объему привлеченного капитала, к уменьшению цен на акции компании, разочарованию служащих и снижению прибыли для акционеров. Ведь по сравнению с долгосрочной пользой от здравомыслия, контроля и самоуважения все эти проблемы показались бы мелкими.

Последний удар он испытал, узнав от своей жены, что его дочь Линда и ее муж пали жертвой этого трудного времени. Они вложили 80 тыс. долларов в акции UCBS и потеряли 75% своих денег *еще до того*, как всплыли дурные новости. Затем они вложили *еще* 80 тыс. долларов в якобы «диверсифицированный» портфель акций телекоммуникационных компаний, включая *Global Crossing, Qwest* и *WorldCom*, на чем понесли еще большие потери.

— За исключением дома, у Линды и Гэбриэла фактически ничего не осталось, — сказала его жена с кислым выражением лица, которое Джонстон воспринял как мягкий упрек в его соучастии.

— Как обычно, — добавила она, — они отказываются от финансовой помощи. Может быть, они примут минимальную сумму для оплаты обучения детей в колледже. Но ни пенни больше.

Джонстон не выдержал.

В последующие дни и недели главный исполнительный директор компании UCBS мучительно переживал все этапы и фазы бросающего пить алкоголя — долгая борьба с отказом от своего «алкоголя», затем признание своей собственной вины в разорении тысяч инвесторов и, наконец, что было самым трудным шагом, — обретение душевного мира и мужества, чтобы перейти от этих эмоций к значимым действиям.

Сначала робко, а затем все более решительно, он набросал себе план действий, чтобы начать процесс изгнания демонов, которые преследовали его. Затем он провел изменения — радикальные изменения, а не просто косметические поправки, которые агенты по связям с общественностью могли бы вклеить в сообщения для прессы или поместить в «Business Wire» («Деловой телеграф»). Это были

фундаментальные изменения — в структуре корпорации, в ее стратегиях и культуре.

Он наблюдал за действиями руководителей компаний, вроде Уоррена Е. Баффита, который давным-давно исключил опционы из пакета вознаграждений для своих служащих. В Нью-Йорк Сити он посетил заседание *Комиссии по общественному доверию и частному предпринимательству\**. Он сидел в задних рядах и слушал, как Баффит, бывший председатель ФРС Пол Фолькер и другие предлагали корпоративной Америке провести широкие и быстрые реформы — обнародовать объемы продаж акций руководителям, признать опционы на акции издержками, потребовать обязательного одобрения акционерами переоценки стоимости опционов на акции до их реализации, ввести более длительные обязательные периоды обязательного владения акциями до того, как руководство получает право продать их, и многое другое.

Ему отчаянно хотелось, чтобы и он был признан и средствами массовой информации и публикой как лидер в реформе корпораций. Еще более отчаянно он хотел избежать появления его имени в тех проклятых заголовках. Как оказалось впоследствии, для Джонстона было *еще не слишком поздно* спасти свою репутацию. Но *слишком поздно*, чтобы спасти UCBS.

## Долги и дефляция

Проблемы компании UCBS не ограничивались одними только вопросами ведения бухгалтерского учета. В этом случае компания могла бы провести корректировки, акционеры снизили бы стоимость акций еще на 30 или 40%, и кризис бы прошел. Но бухгалтерские проблемы были только верхушкой айсберга.

Первая проблема состояла в том, что UCBS оказалась зажатой в тиски между *долгами, срок выплаты которых истекал, и дефляцией* — падением цен на ее главные продукты.

Если бы дело было только в долгах, то возможно, компания и смогла бы как-то выжить. Она выплатила бы все долги с помощью оборотных средств из выручки. Кроме того, компания могла бы, как в случае с известным кафтаном, обрезать полы, чтобы надставить рукава.

Если бы дело было только в дефляции — падении объема продаж и падении цен, — то UCBS тоже смогла бы выкрутиться. Она сократила бы десятки тысяч рабочих мест, продала бы сотни дочерних и совме-

стных предприятий и даже снова сжалась бы до маленькой, с одним работающим заводом, компании, такой, с которой все когда-то и начиналось.

Так нет же. Оба этих фактора — долги и дефляция — совпали в одно время и в одном месте. *UCBS* имела около 1 млрд долларов долга по счетам и краткосрочным векселям, подлежащим оплате к концу года. В то же самое время доходы, за счет которых она надеялась покрыть эти долги, исчезли.

И в самом деле, во всех трех главнейших отраслях промышленности, которые влияли на работу крупнейших подразделений *UCBS*, — компьютеры, телекоммуникации и сотовая связь — везде наблюдалась регрессия.

Что касается производства компьютеров, то Джонстон прочел в Интернете опубликованную агентством *Associated Press* историю об *исследовании, проведенном Goldman Sachs\**. Компания опросила 100 руководителей в сфере информационных технологий (ИТ) из ежегодно публикуемого журналом «Fortune» списка 1 тыс. наиболее преуспевающих компаний, и выяснила, что более половины из них ожидают *недовыполнения* своих уже и так сокращенных бюджетов в сфере ИТ. Из них только 8% собирались провести апгрейд компьютеров своих компаний, а 44% решили отложить усовершенствование компьютеров до следующего года. Джонстон послал эту статью по электронной почте своему вице-президенту по продажам и попросил прислать данные по *UCBS*.

— Ничего удивительного в том, что объемы продаж наших компьютеров падают! — сказал ему этот вице-президент в тот же день за ланчем. — Вы только посмотрите на цифры продаж во всем мире! Посмотрите на этот график — все вниз и вниз пять кварталов подряд! Проклятье! Всякий раз, когда мы думаем, что компьютерный рынок упал на самое дно, оказывается, что он снова падает. Никто больше не хочет заниматься апгрейдом. Не могу обвинять их. Мой собственный компьютер уже работает по крайней мере в 10 раз быстрее, чем мне нужно. Что я буду делать с компьютером, который будет работать *еще* в десять раз быстрее? Мне это нужно как собаке пятая нога.

Джонсон, снова разыгрывая из себя тугодума, попытался сменить направление разговора.

— Вы смотрите на все слишком пессимистично. Посмотрите и на положительную сторону. Попробуйте.

Вице-президент по продажам пожал плечами и нервно рассмеялся.

— Ха! Вы думаете, что *это* я склонен видеть только негативную сторону. Я хочу вам процитировать слова Брайана Гэммиджа — этот парень работает аналитиком в фирме *Gartner Dataquest\**. Так вот, он говорит: «Этот результат самый худший после третьего квартала прошлого года, который был надиром<sup>29</sup> плохого года.» Скажите мне, не кажется ли вам, что он сидит прямо здесь, в нашем отделе компьютеров и говорит о нашем бизнесе?

— Ну, давайте поговорим о нашем отделе телекоммуникаций.

— О, нет. Пожалуйста, не заставляйте меня говорить о нашем отделе телекоммуникаций. Зачем? Ладно, если вы настаиваете. Дело в том, что менеджеры по продажам этого отдела охотно поменялись бы местами с продавцами компьютеров. Конечно, компьютерный бизнес, может быть, тоже идет под уклон, но телекоммуникации просто засасывает в гигантскую черную дыру долгов, создания лишних производств и даже обмана. Вы уже знаете о *колоссальных банкротствах\*\** таких компаний, как *Global Crossing*, *WorldCom* и, может быть, скоро и *Qwest*. А знаете ли вы, что с 2000 по 2002 г.г. по крайней мере 82 фирмы, занятые производством и внедрением средств связи, обратились в суд с целью признания себя банкротами? Вы понимаете, что на грани финансового обвала находится такая часть телекоммуникационной индустрии, что это может парализовать ключевые сегменты экономики США?

— Неужели все так плохо?

— Хуже!

— А как насчет нашей дочерней компании, которая выпускает оборудование для сотовых телефонов? — поинтересовался Джонстон, по-прежнему прикидываясь туповатым.

— Индустрия сотовой связи застряла в дорожной пробке длиной в пять автомобилей. Люди, руководящие нашим отделом сотовой связи, считали себя очень толковыми и сообразительными, когда тратили миллиарды на получение прав на так называемые частоты сотовых сетей третьего поколения<sup>30</sup>. Эти права, может быть, и стоили бы чего-нибудь в научно-фантастическом фильме или в какой-нибудь будущей техно-эре. Но сегодня они представляют собой величайших за всю историю человечества белых слонов. Наша дочерняя компания радиосвязи потратила целое состояние, почти четверть миллиарда долларов, всего лишь за кусочек пирога. Хотите узнать, сколько дру-

<sup>29</sup> Астрономическая точка, противоположная зениту. — *Примеч. ред.*

<sup>30</sup> Сотовая связь третьего поколения — 3G. — *Примеч. ред.*

гие компании всего мира истратили на получение прав на это третье поколение? Да? Ладно же, вот вам цифры: телекоммуникационные компании только в Европе потратили 260 млрд долларов; в США — 1 трлн. Сумма доходов от этих вложений — ноль. Большой, жирный, круглый ноль.

Главный исполнительный директор уже раньше слышал эти цифры из других источников.

— Именно поэтому я поощрял их в стремлении снова сосредоточиться на развитии обычной сотовой связи, — сказал он.

— Это правильный шаг! Но объем продаж сокращается и там. Развелось слишком много производителей, вливающих в рынок слишком много разных моделей по сверхнизким, словно ножом по горлу, ценам. Слишком много провайдеров услуг, слишком много перекрывающихся сетей, слишком много сделок и соглашений. Это классический случай массового, в мировом масштабе, *затоваривания*! Вот почему шесть американских национальных провайдеров услуг в первом квартале 2002 г. уменьшили капитальные затраты более чем на 20%! Вот почему *Nokia* и *Ericsson* не живут, а барахтаются. Вот почему я постоянно твержу вам о том, что надо избавиться от этой дочерней компании, пока не поздно.

Несколько долгих секунд Джонстон пристально смотрел на вице-президента. Он не был уверен, следует ли ему признаться в своих глубочайших тревогах за судьбу компании — на что у него не хватало духу — или попытаться воздвигнуть надежную защиту, поговорив с аналитиками с Уолл-Стрит. Он решил прибегнуть к некоторой комбинации того и другого.

— Послушайте, я признаю, что мы наделали много серьезных ошибок в области высоких технологий. Признаю, что мы вовремя не остановились, чтобы задать основные вопросы: Зарабатывает ли деньги эта компания? Имеет ли эта компания материальные активы? Но ведь это было частью общей эйфории. Неужели и мы тоже попались на нее? Да, конечно. Но, к счастью, мы — широко диверсифицированная компания, и к тому же...

Вице-президент перебил его, покачав головой.

— У меня к вам всего один вопрос, — сказал он.

— Давайте, — ответил Джонстон.

— Говорили, что прошлогодний спад будет коротким и незначительным, верно?

— Да.

— Говорят, что мы сейчас на подъеме, верно?

— Верно.

— Хорошо, если на нас надвигается такая беда — если то же самое грозит практически всем компаниям в нашей отрасли промышленно-сти даже во время подъема экономики, — тогда можете вы мне сказать, что с нами случится, если мы снова попадем в обыкновенный средний спад? А можете вы сказать мне, что нас ждет, если, боже упаси, наступит сильный или длительный спад?

Встреча закончилась, и Джонстону осталось неясно, что делать дальше. Он чувствовал себя, словно пьяница, пытающийся найти подходящий момент, чтобы отправиться на собрание анонимных алкоголиков. И он, в конце концов, все же сделал первый шаг.

Он созвал аудиторов и извинился, ни к кому конкретно не обращаясь, за любое пренебрежение, которое он выразил во время предыдущей встречи по отношению к процессу аудита. Кроме того, он сделал нечто, чего никогда не делал до этого: он пригласил к себе одновременно и консультантов и аудиторов на одно собрание. Когда все собралось, он попросил их провести быстрое внутреннее исследование всех возможных бухгалтерских «серых» схем: оплата и опционы для руководства, дочерние предприятия, деривативы.

Как только он получил их отчет, он созвал новую пресс-конференцию совместно с экономистами-аналитиками Уолл-Стрит — на этот раз открытую для общественности, как того требовали новые правила Комиссии по ценным бумагам.

Позднее, комментируя это событие в ток-шоу программы CNBC, один аналитик так описал эту конференцию: «Я чувствовал себя словно священник, сидящий в исповедальне, выслушивая длинное перечисление корпоративных грехов. Пункт за пунктом, главный исполнительный директор рассказал нам обо всех прегрешениях, которые они допустили. Затем он рассказал нам, что они делают, чтобы исправить положение. Нанесло это удар по рынку? Конечно. Никто и не предполагал, что *UCBS* так погрязла в бухгалтерских хитростях. Упали ли акции в цене? Безусловно. Но это очистило воздух. Если инвесторы смогут пережить сегодняшнюю конференцию, то смогут пережить все на свете. Что же касается собственного выживания компании, то это другой вопрос. Никто этого не знает.»

Вторым шагом Джонстона была внутренняя чистка компании. Он выполнил свой план-график необходимых действий по раскрытию операций с деривативами, продажей или консолидацией дочерних предприятий, и наконец...

Его третьим шагом было — уйти в отставку.

## Глава 6

# Продайте эти акции сейчас же!

Тамара Бэлмонт тоже подала в отставку. Она ушла из компании *Harris & Jones* и стала искать новые возможности. У нее был восьмилетний опыт работы экономистом-исследователем на Уолл-Стрит. До этого она провела четыре года в качестве доцента в штате Колумбия, где преподавала микроэкономику. Ей нравилась чисто исследовательская работа. Она была готова использовать любой способ вернуться в преподавательский или исследовательский мир, возмещая более низкую зарплату публикациями своих работ и лекционной деятельностью.

Первое предложение прочесть лекцию пришло из Школы бизнеса штата Колумбия. Это была маленькая аудитория хорошо знакомых друг с другом людей — инвесторов и сотрудников колледжа. Все они интересовались научной стороной, хотя большинство имело и практический опыт работы на рынке. Это давало ей возможность выступить и в первый раз признаться в том, о чем она думала столько месяцев. С небольшого подиума она сказала:

— Сегодня я пришла сюда, представляя не только себя лично, но и весь корпоративный мир в целом. И я пришла сказать вам, что *мы лгали!*

И в фирме *Enron*, и в *Merrill Lynch* или *Arthur Andersen* — мы лгали вам.

*Enron* — крупнейшее банкротство корпорации в истории! Мы лгали о долгах, прибылях и о дочерних предприятиях. Мы лгали банкирам, брокерам. Лгали акционерам и служащим. Лгали Комиссии по ценным бумагам, Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASD)<sup>31</sup>, Джорджу Бушу и даже Биллу Клинтону. Пинокки гордился бы нами.

<sup>31</sup> Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers — NASD) — профессиональная ассоциация банков и брокерских фирм, специализируется на торговле ценными бумагами на внебиржевом рынке США, регулирует торговлю на внебиржевом рынке, устанавливает правила для своих членов. Создана в 1939 г. — *Примеч. ред.*

Компания *WorldCom* в три раза крупнее, чем *Enron!* Мы лгали под музыку стоимостью 9 млрд долларов\*, самую дорогую в истории.

В фирме *Merrill Lynch*, крупнейшей и самой уважаемой брокерской фирме, было 10 миллионов клиентских счетов! Мы заправляли настоящей *лгущей машиной!* Мы превратились в ровный поток фальсифицированных рейтингов, направленный на инвесторов всего мира и действующий с большой эффективностью и оперативностью.

В фирме *Arthur Andersen*, одной из самых уважаемых бухгалтерских фирм в стране! Там мы тоже лгали вам. Нас даже осудили за препятствование отправлению правосудия — за ложь и попытки прикрыть нашу ложь.

Но если вы пришли сегодня сюда, думая, что уже слышали худшую нашу ложь, то сейчас самое время проснуться и открыть глаза.

Помимо компании *Enron*, еще, по крайней мере, 30 других компаний лгали, и это только те, которых уже уличили. Более того, на каждую компанию *Enron*, которая совершила преступление, имеются еще сотни, которые постарались, чтобы все их бухгалтерские манипуляции соответствовали букве закона.

Кроме *Merrill Lynch*, на Уолл-Стрит имеется еще по крайней мере 46 крупных фирм\*\*, которые лгали вам, в том числе и моя. Эти фирмы, несмотря на явные признаки надвигающегося краха, рекомендовали вам покупать акции компаний вплоть до того дня, когда те объявят о банкротстве.

Кроме компании *Arthur Andersen*, есть еще четыре другие крупные бухгалтерские фирмы, которые лгали вам. В каждой из них имелись такие же конфликты интересов, такое же перетягивание каната между их подразделениями, осуществлявшими аудит и предоставляющими консалтинговые услуги.

Вы, без сомнения, и раньше слышали много историй о нашей лжи. Но понимаете ли вы, насколько опасной может быть эта ложь? Знаете ли вы, сколько вреда она может причинить финансовому будущему ваших семей?

## Последний бросок

Линда и Гэбриэл Дэдини, конечно, знали. Они потеряли почти все свои деньги на фондовой бирже. Они уже продали свой летний дом и теперь думали о том, чтобы продать и свой основной дом.

Но об *этом* все же не могло быть и речи. Не было другого такого места, где бы им жилось так же хорошо. Двое их детей все еще ходили в начальную школу, и сама школа находилась всего в трех кварталах от дома.

Их разговор уже перешел на повышенные тона, когда зазвонил телефон. Это был звонок от Дюбуа, их брокера из фирмы *Harris & Jones*. Он рассказал им о новом взлете продаж, который открывал, как он выразился, «возможность нового отличного вложения».

Он знал, что их портфель акций опустошен, поэтому решил попробовать другой прием. Он стал рассказывать о падении процентных ставок по закладным, и как они могли бы получить дополнительные средства, если бы заложили уже оплаченную часть дома и заставили эти деньги работать для них на рынке. По его словам, все делают это, то есть все, кроме Дэдини. «Дэдини упускают этот шанс!» — сказал он таким тоном, словно это была сплетня, переполошившая весь город. Конечно, отметил он, фондовой бирже приходилось туго последние годы, но тем больше шансов снова подняться и встать на ноги.

Линда вежливо выслушала его и сказала, что ответит ему через 24 часа. Четыре часа спустя она уже сидела в Балтиморе, штат Мериленд, в офисе одного финансового консультанта, которого ей порекомендовал их общий друг.

## Консультант

Она кратко обрисовала консультанту свою финансовую историю и попросила его высказать свое мнение. Однако перед тем как продолжить разговор, он сообщил ей кое-какие сведения о своих гонорах. Он сказал, что хотя первая консультация является бесплатной, за каждую следующую консультацию его гонорар составит 75 долларов.

Он ничего не зарабатывал на комиссиях, не продавал страховок, не навязывал участия во взаимных фондах или каких-либо других выгод от вложения денег. Все, что он продавал, были информация и совет — ничего больше. У него не было никаких других причин для того, чтобы принудить ее к каким-либо инвестициям, кроме тех, которые могли бы принести ей выгоду. Если бы она захотела выплачивать ему небольшие проценты за управление ее активами, то это было бы альтернативой финансовым консультациям. Выбор был за нею.

— Удивительно, — сказал он. — В штате Мериленд имеется 40 тыс. зарегистрированных финансовых консультантов. Я один из них. Если

вы не захотите работать со мной, я, конечно, буду сожалеть о потере клиента, но я смогу показать вам, как найти другого консультанта в этом районе, который тоже работает только за гонорары. Вы также можете воспользоваться услугами особого бухгалтера, который имеет профессиональную подготовку в сфере инвестиций как специалист по частным финансам. Они тоже берут почасовую оплату. Но, пожалуйста, прошу вас, что бы вы ни предпочли, не возвращайтесь ни к кому, кто работает за комиссию. Это не консультанты. Это те же продавцы акций, только переодетые.

— Как же я могу отличить их? — спросила она.

— В сущности, это очень просто. Всякий, с кем вы имеете дело в финансовом мире, является либо продавцом, либо консультантом. Невозможно быть и тем и другим одновременно. Продавец скажет вам, что вы не обязаны платить ему за совет. Он скажет вам, что оплата его советов входит в стоимость услуги, или что она покрывается его гонораром за сделку или комиссионными. Но на самом деле — это даром отданные деньги.

— А консультанты?

— Это совсем другое дело. Консультанты назовут вам точную сумму своего гонорара. Что может быть определеннее этого?

Она поняла мудрость такого подхода, но все же чувствовала неуверенность.

— Существуют ли какие-нибудь проверенные временем, доказанные принципы инвестирования, которые являлись бы верными независимо от вида оплаты, от размера комиссионных или от конфликта интересов? Я преподаю физику. И независимо от того, каким способом мне оплачивают мою работу, это не изменяет того факта, что  $E$  почти всегда равно  $mc^2$ .

— Здесь дело не в относительности, а в истории — например, вашей. Вы только что рассказали мне, что потеряли 75% на одной ценной бумаге и почти 100% на нескольких других. Вы сказали мне, что брокер от фирмы *Harris & Jones* рекомендовал вам эти акции. А вы знаете, что фирма *Harris & Jones* является главным андеррайтером большей части этих акций, что около 90% их доходов за прошлый год является результатом таких сделок, как ваша?

Линда Дэдини покачала головой. Она этого не знала.

— А как же Дюбуа, мой брокер? Я доверяла ему. Неужели мой брокер?...

— Брокеры проходят подготовку для того, чтобы быть машиной для продаж на конечном этапе. Так получилось, что я кое-что знаю о фир-



ме *Harris*. У меня есть друзья, которые там работают. Я расскажу вам немного о том, что там происходит. Брокеры компании, которые смогут разместить большую часть акций нужных компаний, получают жирные шестизначные премии. Они участвуют в специальных соревнованиях. Они получают трехнедельный отпуск с оплатой всех расходов в *Club Med*<sup>32</sup>. Ваш брокер из *Harris* никогда не рассказывал вам об этом, верно?

— Понимаю. Но ведь не его же вина в том, что рынок пошел вниз?

— Нет, но посмотрите на все эти способы, с помощью которых он может навредить вам. Вы заплатили ему высокие комиссионные за его «услуги», и эти деньги вышли прямо из вашего кармана. Вы сделали инвестиции, которые, скорее всего, должны были оказаться менее выгодными, чем вам обещали, или даже явно и на 100% проигрышными. И вы, в конце концов, оказались пойманы в ловушку и потеряли свои вложения.

Но она все еще ощущала неуверенность, поэтому консультант прибег к метафоре.

— Представьте себе, что вы вышли на ринг, чтобы драться с профессиональным бойцом, — сказал он. — Во-первых, он заставляет вас связываться с коммиссионными. Затем он вовлекает вас в безнадежные вложения. И наконец, он прижимает вас к канатам и не дает вам уйти. Мораль этой истории такова: никогда не действуйте на основании так называемых бесплатных советов.

— А как насчет принципа долгосрочного инвестирования? — спросила она. — О том, что долгосрочные инвестиции рано или поздно приносят доход. Это один из главных принципов, о которых мне говорили раньше. Вроде вечно расширяющейся Вселенной.

Консультант от всего сердца рассмеялся.

— Вы знаете Вселенную, а я знаю фондовую биржу. Вспомните, например, медвежий рынок с 1929 по 1932 гг. Если бы вы в 1929 г. во время пика на рынке купили 500 акций, входящих в индекс S&P<sup>33</sup>, то как вы думаете, сколько лет вам пришлось бы ждать, для того чтобы продать их без убытка?

<sup>32</sup> Club Med — клубный отдых по системе «все включено». — *Примеч. ред.*

<sup>33</sup> Индекс S&P — индекс агентства «Standard and Poor's». Один из важнейших фондовых индексов, охватывает 80% стоимости ценных бумаг, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже. Включает акции 500 компаний: 400 промышленных, 20 транспортных, 40 финансовых и 40 коммунальных. Индекс рассчитывается непрерывно. — *Примеч. ред.*

— Это вы мне скажите.

— По крайней мере 25 лет\*. Я не знаю, сколько лет вам, но мне 62. Если бы мне пришлось столько ждать, то мне было бы 87 лет прежде, чем я смог бы возместить убытки. И может быть, я уже лежал бы в шести футах под землей. Хотя вы намного моложе, можете вы ждать так долго? Могут ли столько ждать ваши дети, прежде чем поступить в колледж? А как вы думаете, сколько лет вам потребовалось бы, чтобы сравняться с кем-нибудь, кто вкладывает деньги в нечто, что растет, когда рынок падает,... а затем снова вкладывает эти деньги, чтобы купить еще что-нибудь у самого дна?

— Пятьдесят?

— Нет, вероятно, никогда! Вы бы никогда не сравнялись с ним.

— Согласна.

— Смотрите. Вся эта сказка о том, что «покупка акций всегда в конце концов окупается» — это подпорка, изъеденная жучком. В ней допускается, что вы покупаете акции недалеко от начала бычьего рынка<sup>34</sup>, в то время как лишь ловкое меньшинство в действительности попадает на этот момент начала подъема цен, да и то с небольшими объемами вложений. Она допускает, что вы никогда не покупаете акций в момент пика бычьего рынка, хотя в реальном мире большая часть денег входит в рынок именно в это время. Когда вы купили большую часть своих акций? В конце 1990-х гг., верно? Так же поступило и большинство вкладчиков.

— Понимаю, — сказала она. Она все знала об этих ложных допущениях. В начале каждого семестра она сама предупреждала о них своих студентов.

— Она также принимает за основу тот факт, — продолжал он, — что вы фактически «купили рынок» — все 30 акций, входящих в индекс Dow, или все 500 акций S&P, хотя в действительности вы *не* купили рынок. Вы купили лишь отдельные акции рынка — *UCBS*, *Global Crossing*, *WorldCom* или какие-нибудь другие. Вы купили акции, которые могут никогда не подняться в цене, даже на растущем рынке, акции компаний, которые могут вообще прекратить свое существование. Так что даже когда рынок в целом действительно станет подниматься, вас может не оказаться среди тех, кто пожнет урожай. Все это допущение, что рынок акций всегда идет в гору, с самого начала было совершенно не применимо к вашей ситуации.

<sup>34</sup> Бычий рынок — рынок с повышательной тенденцией. — *Примеч. ред.*

Она почувствовала приступ ярости. Она не могла поверить, что Дюбуа мог так бессовестно обмануть ее, что столько экспертов с Уолл-Стрит могли так лгать. Делали они это сознательно? Или они тоже были обмануты кем-то другим, как и она сама? Это не имело значения. Все, что имело значение, так это то, что она была почти разорена и не могла найти выхода.

— Хорошо, но *что мне делать сейчас?* — спросила она как можно спокойнее.

— У вас есть какие-нибудь долги?

— Только закладная на дом.

— Какой процент вы платите?

— Около 9%.

— Можете ли вы гарантировать, что без всяких сомнений сможете вносить эту плату каждый месяц?

— Конечно, будем выплачивать, если Бог позволит.

— Так. А теперь позвольте спросить вас: можете вы показать мне сегодня такое вложение денег — хоть где-нибудь, — которое было бы абсолютно надежно и к тому же приносило бы вам 9% дохода? Не можете, верно? Его не существует. И все же вы можете эффективно *сберечь* эти 9%, расплатившись по вашей закладной. И помните: сбереженный пенни — это пенни заработанный, верно?

— Конечно, но ведь все советуют нам делать *прямо противоположное*. Дополнительно финансировать, *брать* деньги, а не *отдавать*!

— Кто советует вам делать это? Брокеры по недвижимости, которые зарабатывают себе сверхвысокие гонорары? Или биржевые брокеры, желающие поиграть с большим количеством ваших денег? Тот, кто говорит это, толкает вас к дополнительному финансированию. Даже если и не они дают вам эти советы, это от них дует ветер. Правда состоит в том, что если вы примете во внимание все факторы и дополнительные расходы, может случиться, что вы не сохраните даже то, что у вас было. Если вы сделаете это, то постарайтесь убедиться в том, что вы действительно сберегаете свои деньги, а не просто увеличиваете свой долг!

— Но если мы не будем брать повторный заем по закладной<sup>35</sup>, откуда мы возьмем деньги, чтобы ее погасить?

<sup>35</sup> Повторный заем по закладной — новый заем под собственность, которая уже оплачена. Часто берется в качестве замены уже имеющихся займов под недвижимость. — *Примеч. ред.*

— Это приводит меня к следующему шагу. Продайте ваши акции. Прекратите кровотечение. Возьмите хоть что-нибудь с рынка. Поместите свои деньги в безопасное место. А потом мы сможем начать все с самого начала, поставить вас на верный путь, правильную дорогу. Я не могу гарантировать успех, но я *могу* гарантировать вам отсутствие у меня конфликта интересов, или чего-нибудь еще, что уменьшит ваши шансы.

— Но я не могу продавать сейчас, — сказала она с полной боли полуулыбкой. — Я не могу позволить себе потерпеть убытки.

— Убытки уже стали фактом. Вы *уже* понесли их.

— Это я понимаю. Но предположим, что я сегодня продам свои акции, а завтра рынок пойдет в гору? Я буду чувствовать себя полнейшей профитилей.

— Конечно, это может случиться. Но разве вы не видите? Вы говорите о компаниях, которые проигрывают на рынке, который идет вниз. Если бы у вас сегодня были свободные деньги, стали бы вы покупать эти акции?

— Ни за что!

— Тогда серьезно подумайте о продаже своих акций. Очиститесь от мусора. Сколько бы ни стоили эти акции в данный момент, сколько бы вы ни потеряли на этом, продайте их сейчас — это будет самый разумный поступок.

## Как продать с умом

— Значит, я просто звоню своему брокеру и прямо говорю ему: «Продайте все — дайте мне выбраться из этой петли,» — и дело сделано?

— Нет, вы должны попытаться продать их с умом.

— Не уверена, что вполне понимаю вас. Впрочем, в моем случае все, что у меня есть, — это всего лишь несколько акций. И они идут ко дну. Я устала и мне тошно смотреть, как они падают. — Она помолчала, сомневаясь, стоит ли продолжать, и наконец снова заговорила:

— Но в нашей семье все же есть некто, у кого действительно большой портфель. Ему девяносто лет и он не вполне здоров. Он не способен принимать такого рода решения без некоторой помощи. Плюс к тому, он упрям, как помесь мула с быком. Некоторыми пакетами акций он владеет уже — ну, не знаю, — может быть, лет 30 или 40. Если я скажу ему: «Продай все,» — я точно знаю, что он мне ответит — «Только через мой труп!»

— В каком он родстве с вами?

Линда ответила не сразу. Хотя она доверяла этому советнику, ей все же не хотелось пускаться в разговор о своей семье. Но речь шла о материнской линии ее семьи, поэтому она подумала, что это может быть и неплохо.

— Это мой дед, ему 91 год.

— Хорошо, — сказал консультант. — Вот что мы сделаем для него.

Шаг первый: продайте сегодня самые ненадежные акции в Америке.

— Откуда мы узнаем, какие из них самые ненадежные?

— Из незаинтересованного и независимого источника.

— Где я его найду?

Консультант, казалось, несколько встревожился. Он попросил ее, со всей возможной деликатностью, отложить большую часть ее вопросов до тех пор, пока он не проведет ее через главные шаги. Затем они смогут рассмотреть и детали.

— На чем я остановился?

— Шаг первый.

— Правильно. Продайте акции самых ненадежных компаний. Если вы готовы сделать это немедленно, то у меня как раз есть список того, с чего вы можете начать. Вот он, видите? Тут есть названия, символы акций, биржи и рейтинги. Все они считаются очень ненадежными в связи с падением доходов и, может быть, даже предстоящим банкротством. Если у вас есть их акции, продайте их. Не ждите. (См. табл. 6.1.)

— Шаг второй. У вас, вероятно, есть и акции компаний, которые не попали в этот список. Через минуту я дам вам координаты пары независимых агентств по оценке рейтинга компаний, чтобы вы смогли связаться с ними и получить нужную информацию. Если рейтинг ваших акций низок, продайте и их. (См. табл. 6.2.)

— Шаг третий... — Консультант остановился и спросил свою клиентку, как скоро она собирается приступить к действиям, — на этой неделе, в следующем месяце? Она ответила, что не имеет ни малейшего представления. Может быть, немедленно, а может быть, и через несколько лет. Неясно даже, кто будет принимать эти решения и возможно ли будет в тот момент получить дополнительные консультации.

— Это затрудняет мою задачу дать вам конкретный совет, — признался он. — К тому времени, когда вы станете продавать, мы можем оказаться в минимальной точке падения акций или даже начнем подниматься! Поэтому позвольте мне просто показать вам только одну вещь, на которую я буду опираться в своих выводах, —

Таблица 6.1  
Наиболее ненадежные акции крупных компаний в Америке сегодня

Компания	Символ	Рейтинг
3Com Corp.	COMS (Nasdaq)	E+
ADC Telecommunications Inc.	ADCT (Nasdaq)	D-
Alkermes Inc.	ALKC (Nasdaq)	D-
Amazon.Com Inc.	AMZN (Nasdaq)	E+
American Tower Corp.	AMT (NYSE)	D-
Amkor Technology Inc.	AMKR (Nasdaq)	D-
Applied Micro Circuits Corp.	AMCC (Nasdaq)	E+
Ariba Inc.	ARBA (Nasdaq)	E+
AT&T Wireless Services Inc.	AWE (NYSE)	D-
Atmel Corp.	ATML (Nasdaq)	D-
Avaya Inc.	AV (NYSE)	D-
Avocent Corp.	AVCT (Nasdaq)	D-
Ballard Power Systems Inc.	BLDP (Nasdaq)	D-
Broadcom Corp.	BRCM (Nasdaq)	D-
Broadwing Inc.	BRW (NYSE)	D-
Cablevision Sys Corp.	CVC (NYSE)	D-
Checkfree Corp.	CKFR (Nasdaq)	D-
Ciena Corp.	CIEN (Nasdaq)	E+
Conexant Systems Inc.	CNXT (Nasdaq)	E+
Corning Inc.	GLW (NYSE)	E+
Crown Castle Intl Corp.	CCI (NYSE)	D-
Earthlink Inc.	ELNK (Nasdaq)	E+
Exult Inc.	EXLT (Nasdaq)	D-
Gateway Inc.	GTW (NYSE)	D-
Genta Inc.	GNTA (Nasdaq)	D-
Globespanvirata Inc.	GSPN (Nasdaq)	E+
Hollinger Intl Inc.	HLR (NYSE)	D-
I2 Technologies Inc.	ITWO (Nasdaq)	E+
Icos Corp.	ICOS (Nasdaq)	D-
ImClone Systems Inc.	IMCL (Nasdaq)	E+
Level 3 Commun Inc.	LVLT (Nasdaq)	E+
Ligand Pharmaceutical	LGND (Nasdaq)	E+
Lucent Technologies Inc.	LU (NYSE)	E
Maxtor Corp.	MXO (NYSE)	E+
Millennium Pharmactcls Inc.	MLNM (Nasdaq)	D-
Mirant Corp.	MIR (NYSE)	D-
Netiq Corp.	NTIQ (Nasdaq)	D-
Nortel Networks Corp.	NT (NYSE)	E+
NPS Pharmaceuticals Inc.	NPSP (Nasdaq)	E+
Openwave Systems Inc.	OPWV (Nasdaq)	E+
Parametric Technology Corp.	PMTIC (Nasdaq)	D-

Окончание табл. 6.1

Компания	Символ	
PMC-Sierra Inc.	PMCS (Nasdaq)	E+
Regeneron Pharmaceut	REGN (Nasdaq)	D-
Retec Inc.	RETK (Nasdaq)	D-
Rite Aid Corp.	RAD (NYSE)	E+
Scios Inc.	SCIO (Nasdaq)	D-
Sepracor Inc.	SEPR (Nasdaq)	E+
Verisign Inc.	VRSN (Nasdaq)	E+
Vitesse Semiconductor Corp.	VTSS (Nasdaq)	D-
XM Satellite Radio Hldgs Inc.	XMSR (Nasdaq)	E+

Эти акции считаются слабыми в силу сочетания нескольких факторов, таких как чрезмерная задолженность, недостаточный капитал и нерегулярные или малые прибыли. К акциям, получившим, согласно Weiss Investment Rating, рейтинг D- или ниже, относятся акции, имеющие самую большую рыночную капитализацию. Принятая шкала рейтингов: A — «превосходные», B — «хорошие», C — «надежные», D — «слабые» и E — «очень слабые». Знак «плюс» означает верхнюю часть ранга, знак «минус» — нижнюю часть основного рейтинга.

Источник: Weiss Ratings, сентябрь 2002 г. Текущие рейтинги вложений по Вайсу для этих или других акций можно найти в издающемся фирмой Weiss Ratings справочнике «Guide to Common Stocks», который имеется во многих общественных библиотеках или может быть получен непосредственно от Weiss Ratings ([www.weissratings.com](http://www.weissratings.com) или телефон 800-289-9222).

Таблица 6.2

## Лучшие источники независимых оценок акций

Morningstar	(800-735-0700 или <a href="http://www.morningstar.com">www.morningstar.com</a> ). Охватывает около 7 тыс. акций. Рейтинги пытаются выявить акции с заниженной или завышенной оценочной стоимостью. Стоимость подпски на это издание — 109 долларов в год.
S&P	(800-221-5277 или <a href="http://www.standardandpoors.com">www.standardandpoors.com</a> ). Охватывает 2 тыс. акций, для которых дается два типа рейтингов — один основан на количественном анализе, второй — на субъективном мнении экономиста-аналитика о данной бумаге. 298 долларов в год.
Value Line	(800-634-3583 или <a href="http://www.valueline.com">www.valueline.com</a> ). Охватывает 1700 акций в стандартном издании с двумя рейтингами для каждого пакета. Один отражает своевременность покупки этих акций, второй — пытается оценить надежность этих акций. 598 долларов в год.
Weiss Ratings	(800-289-9222 или <a href="http://www.weissratings.com">www.weissratings.com</a> ). Это фирма автора данной книги. Охватывает 8720 акций. Содержит фундаментальный анализ по каждой бумаге, оценку их стоимости, возможности роста и степень риска. 495 долларов в год за неограниченный доступ; 7,50 долларов за компанию

## МЫ ВСЕ ЕЩЕ НАХОДИМСЯ НА МЕДВЕЖЬЕМ РЫНКЕ?

Если у вас есть доступ в Интернет, следуйте нижеследующим указаниям. Если у вас нет доступа в Интернет, ваш брокер должен помочь вам — либо следуя данным здесь указаниям, либо используя другую программу, которая даст аналогичную информацию.

Для начала откройте браузер с помощью Microsoft Internet Explorer, Netscape или AOL; затем сделайте следующее:

1. Перейдите на <http://finance.yahoo.com>.
2. В левом нижнем углу вашего экрана вы увидите сегодняшний график поведения рынка акций под заглавием «Резюме событий на рынке», а ниже — последние данные по основным фондовым индексам. Затем щелкните на «S&P 500»<sup>36</sup>.
3. На вашем экране появится график сегодняшнего поведения S&P 500. Под этим графиком отыщите строчку, которая начинается словом «Big» («Большой»). После этого щелкните по «5у» (т. е. «пять лет»).
4. Появится график изменения S&P 500 за 5 последних лет. Посмотрите, где рынок сегодня и где он был три года назад. В большинстве случаев будет очевидно, в каком направлении он двигался последние три года.
5. Если вам непонятно, поищите, на несколько строчек выше этого графика текст, начинающийся словами: «Chart: Basic—Moving Average» (т. е. «График: Основное — скользящее среднее»). Щелкните на «Moving Average».
6. Теперь вы должны увидеть новый график S&P 500 с тремя линиями:

- ✓ голубая линия — это сам индекс S&P 500, график которого составлен по ежедневным ценам закрытия;
- ✓ красная линия показывает 50-дневное скользящее среднее значение S&P 500;
- ✓ зеленая линия показывает 200-дневное скользящее среднее значение S&P 500.

7. Спросите себя, что находится выше на этом графике — голубая линия (сам S&P) или зеленая (200-дневное скользящее среднее)?

- ✓ Если зеленая линия выше, то долгосрочный тренд на рынке, скорее всего (хотя и без гарантии!), и дальше будет направлен вниз. Это говорит нам о том, что *да, мы все еще находимся на медвежьем рынке.*
- ✓ Если же выше располагается голубая линия, то это следует рассматривать как указание на то, что рынок, возможно, поднимается. **Внимание: Одно это не должно быть вашим сигналом к тому, чтобы удерживать или продавать акции.**

**Внимание:** веб-сайты могут изменить свое размещение в сети Интернет! Эта книга дает очень конкретные указания по использованию сегодняшних общедоступных веб-сайтов. Тем не менее эти сайты часто меняют свою структуру и расположение. Если это произойдет, вы должны будете соответствующим образом внести исправления в свои шаги.

<sup>36</sup> Подобную информацию о рынке российских ценных бумаг можно получить на сайтах [www.micex.ru](http://www.micex.ru), [www.rts.ru](http://www.rts.ru), [www.quote.ru](http://www.quote.ru). — Примеч. ред.

нечто, чем вы сможете воспользоваться, если рядом не будет никого, чтобы помочь вам.

Он взял в руки большой желтый блокнот и передал ей. Она посмотрела на него, слегка нахмурившись, не понимая, что ей с ним делать.

— Главный вопрос, который вы должны все время задавать себе, заключается в следующем: «Находимся ли мы все еще в условиях медвежьего рынка?» Запишите это: «Мы все еще на медвеьем рынке?»

Она вытащила ручку и записала эти слова вверху страницы. Затем он слегка повернулся на своем стуле, чтобы видеть экран монитора своего компьютера,

И продиктовал ей серию шагов, останавливаясь после каждого, чтобы она успевала записывать. В результате у них получилась сравнительно простая схема.

— Это даст вам простой ответ «да» или «нет». Если схема говорит: «Да, это по-прежнему медвежий рынок,» то это означает, что вы должны продавать свои акции либо прямо сейчас, либо очень скоро.

— Даже если мои акции уже долго-долго шли вниз?

— Да. Нет ничего — за исключением стопроцентной ликвидации — что могло бы абсолютно воспрепятствовать дальнейшему падению цен ваших акций в течение еще некоторого времени. Нет ничего, на что вы могли бы рассчитывать, чтобы остановить ваши убытки. В любом случае, тот факт, что ваши акции устойчиво падают, означает, что вы находитесь в длительном тренде, направленном вниз, — тренде, в отношении которого вы должны согласиться с тем, что пока не будет доказано обратное, падение *будет* продолжаться.

— Шаг четвертый. Если этот показатель говорит «да, мы все еще на медвеьем рынке», звоните своему брокеру и начинайте продавать.

В отличие от большинства рейтингов, публикуемых исследователями-аналитиками Уолл-Стрит, эти источники являются независимыми от инвестиционных корпораций и свободны от конфликтов интересов. Конечно, одно это еще не гарантирует успеха, но может сильно повлиять на эффективность вашей деятельности. В условиях медвежьего рынка используйте эти рейтинги как руководство для принятия решения о том, акции каких компаний продавать первыми.

— Итак, я скажу ему продавать все *немедленно*, верно?

— Еще нет! Именно в этот момент приобретает особое значение «умная продажа». Если вы хотите быть ловким продавцом, тогда вы постараетесь избежать того, что называется «продавать в пропасть». Это бывает, когда рынок продолжает падать в тот момент, когда вы продаете, когда все стараются продать свои акции в то же самое время, что и вы.

— И где же решение?

— Немедленно продайте около половины, а затем дождитесь хорошего кратковременного подъема, прежде чем продать остаток.

— Хорошего кратковременного подъема? — переспросила она.

— Это было бы идеально, — сказал он, думая, что отвечает на вопрос. — Я хотел бы, чтобы вы продали свои акции в *благоприятных рыночных условиях*. Хотелось бы, чтобы вы избежали продажи в условиях паники или быстро меняющегося рынка.

Она не была удовлетворена его ответом.

— Позвольте мне перефразировать свой вопрос так: в некоторых областях моей сферы деятельности слово «кратковременный» может означать миллион лет, в то время как в других областях «долговременный» может означать миллисекунду. Мы не можем позволить себе швыряться терминами так свободно, как это делается на бирже. Мне нужно точное определение «кратковременного всплеска».

На этот раз, вместо того, чтобы позволить ей записывать, он пригласил ее обойти письменный стол и посмотреть на монитор компьютера. Она надела очки и, став позади него, наклонилась над его левым плечом.

— Ладно, назовем это *пятым* шагом, — сказал он. — Я пользуюсь инструментами, которые бесплатно доступны в Интернете. Если хотите, можете купить более изощренное программное обеспечение, но и то, что есть, нам прекрасно подойдет. Видите? Щелкните мышью вот здесь и вы получите данные по S&P 500 за последний год. Затем перейдите сюда, и вы увидите скользящие средние. Как только черная линия окажется ниже голубой, я бы определил такую ситуацию как хороший кратковременный подъем. Это момент, когда вы начнете продавать. Скажете, что это слишком произвольно? Да, но это даст нам ту научность, которую вы ищете.

Когда она снова села, он вручил ей копию инструкций, которые он раньше приготовил для другого клиента. Вверху жирными буквами было написано: «Находитесь ли рынок на подъеме?»

— Если ответ окажется «да», — продолжал он, — то вы можете продать все с уверенностью. Если ответ будет «нет», тогда продайте сейчас половину, а вторую половину потом.

— Потом? Когда именно наступит это «потом»?

— Проверяйте это ежедневно, если хотите. По крайней мере, ежедневно. Держите этот сайт открытым на экране, тогда при каждом подключении к Интернету все, что вам будет нужно, это щелкнуть по

кнопке «Обновить» в Internet Explorer<sup>37</sup>. Знаете, квадратик с двумя стрелочками, указывающими в противоположных направлениях?

— Да?

— Взгляните. Вот здесь. Видите? Вот этот между маленькими кнопками «На главную» и «Остановить». Просто щелкните по нему, а затем посмотрите сюда. Но помните, что это совершенно произвольно. Нет гарантии, что это сработает. Все это лишь для того, чтобы протянуть вам руку помощи.

— Вот здесь?

— Да... э... нет, подождите-ка минутку. Тут еще кое-что. Нет ли в портфеле у вашего деда акций компаний с малым объемом капитала или акций, спрос на которые невелик?

— Не думаю.

— Это хорошо, потому что их было бы труднее продать. Для этого вам пришлось бы поработать с вашим брокером.

— Думаю, что мне придется уволить его и проделать все самой в онлайне<sup>38</sup>.

— Это, конечно, прекрасно, продавать в онлайне, но в такие времена как сейчас вам все же нужен брокер, чтобы помочь вам осуществить продажу в условиях паники на рынке и особенно, если у вас на руках есть акции, которые трудно продать. Если у вас много ценных бумаг, то вам, вероятно, будет нужно установить предельную цену, тот минимум, который вас устроит. Именно поэтому реальные живые брокеры могут вам помочь. Только не позволяйте им отговорить вас от продажи... или уговорить вас назначить слишком высокую цену, по которой вы их никогда не продадите.

Вернувшись домой, Линда тотчас позвонила Дюбуа и уволила его. Затем она передала мужу суть своего разговора с консультантом, и он остался им очень доволен. Он заявил, что с самого начала не доверял ее брокеру. Его родители и их родители учили его никогда не доверять брокерам, банкирам и любым дельцам по части финансов. Ему понравился этот новый парень, но Линда все еще была в шоке.

— Никак не могу поверить, что Дюбуа обманывал нас! — простонала она.

<sup>37</sup> Для обновления Интернет-страницы можно поступить еще проще — нажать на клавиатуре кнопку F5. — *Примеч. ред.*

<sup>38</sup> В настоящее время существует возможность самостоятельно, посредством сети Интернет торговать на бирже ценных бумаг. Такая деятельность носит название Интернет-трейдинг. — *Примеч. ред.*

Ответ Гэбриэла не очень ее утешил:

— Никогда не знаешь, кто еще нас обманывает и в чем именно они нам лгут!

#### НАХОДИТСЯ ЛИ РЫНОК В ФАЗЕ ПОДЪЕМА?

Вернитесь к тому месту, где закончилась предыдущая вставка «Мы всё еще находимся на медвежьем рынке?» (стр. 85 книги). Ваш веб-браузер должен все еще быть открыт на странице Yahoo!, изображающую график S&P с самим индексом (голубая линия) и скользящие средние. (Если это не так, то повторите, пожалуйста, первые пять указаний в той вставке.) Далее проделайте следующие шаги:

1. Двумя строчками выше графика найдите слова «Range (Интервал времени) 1d (1 день), 5d 3m (3 месяца)...» и т. д. Щелкните мышью по «3m».
2. Вы увидите новый график, изображающий только три последних месяца динамики изменений индекса S&P 500. В строке, находящейся сразу же над графиком, найдите текст, начинающийся с «Moving Avg (Скользящее среднее): 5 | 10 | 20 |» и щелкните по «20».
3. На экране появится та же диаграмма, но на этот раз с дополнительной линией — черной, представляющей 20-дневное скользящее среднее значения индекса S&P 500. Спросите себя, какая линия на графике располагается выше — голубая (представляющая собственно индекс S&P) или черная (20-дневное скользящее среднее)?

✓ Если выше находится черная линия, то это означает «нет, рынок не находится в фазе подъема». Позвоните своему брокеру и скажите: «Продайте на рынке половину моих акций. Зафиксируйте прибыль, а деньги пока оставьте на брокерском счете.»

✓ Если же черная линия находится ниже, то это означает «да, в данный момент рынок находится в фазе подъема». Позвоните своему брокеру и скажите: «Продайте на рынке мои акции. Зафиксируйте прибыль, а деньги пока оставьте на брокерском счете.»

*Примечание:* Дайте вашему брокеру приказ осуществить сделку с учетом (не ниже) назначенной вами минимальной цены продажи. В зависимости от ситуации, ваш брокер может порекомендовать вам несколько более высокий или более низкий уровень цены продажи. Может быть, это окажется разумно — при условии, что рекомендуемая им предельная цена не отклоняется более, чем, скажем, на 5% от цены самой последней сделки. Тем не менее, дайте четко понять своему брокеру, что хотя вам не принципиально время и уровень цен при продаже, вы не допустите отклонения от вашей главной цели — продать свои акции как можно скорее или как только позволят условия рынка.

*Для большего удобства включите эту веб-страницу в «Избранное».*

## Глава 7

# Обеспечьте деньгам безопасность

— Вы посоветовали нам продать акции, но ничего не сказали о том, куда нам поместить свои деньги, — заметила Линда Дэдини при следующей встрече со своим консультантом. На этот раз она пришла к нему в сопровождении своего мужа Гэбриэла. — Так что я просто оставила эти деньги в инвестиционном фонде<sup>39</sup>.

— Я слышал об инвестиционных фондах, — сказал Гэбриэл, — Но у меня два вопроса. Прежде всего, я должен понять, что они собой представляют. Помните, что Линда происходит из семьи специалистов по инвестициям и бизнесу. Она выросла со всеми этими понятиями. А я всего лишь преподаю романские языки. Для меня и «деньги» и «фонд» — это одно и то же.

Линде не хотелось понапрасну тратить время консультанта, не говоря уж о почасовой оплате. Она не могла решить, как ей поступить — заставить мужа замолчать или вмешаться в разговор и объяснить ему все секунд за 10. Поэтому она решила не делать ни того, ни другого.

— Извините меня, — сказал консультант, обращаясь к Линде. — Я забыл указать вам, что ответ и на этот ваш вопрос тоже содержится в той страничке с указаниями, которую я дал вам в прошлый раз, — временно оставить средства в инвестиционном фонде. Но все хорошо, что хорошо кончается. Вы поступили совершенно правильно.

Затем, повернувшись к Гэбриэлу, он добавил:

— Это взаимный фонд, который, в данном случае, управляется дочерней компанией вашей брокерской фирмы. Но вместо того, чтобы

<sup>39</sup> Инвестиционный фонд — акционерное общество открытого типа, деятельность которого заключается в привлечении средств за счет эмиссии акций и в инвестировании этих средств в банковские вклады, ценные бумаги государства и других эмитентов. — *Примеч. ред.*

покупать на них акции, они положили ваши деньги прямо в банк в виде депозитных сертификатов<sup>40</sup> или краткосрочных долговых векселей, которые называются «коммерческие бумаги»<sup>41</sup>. Они эмитируются крупными корпорациями. Другими словами, вы покупаете акции такого инвестиционного фонда. Затем они ссужают ваши деньги банкам и корпорациям на очень короткий период времени, порядка 30 или 90 дней.

Гэбриэл широко ухмыльнулся, довольный тем, что понял ответ.

— Но вы же сказали, что этим управляет брокер. А я не доверяю брокеру. Так почему же я должен доверять брокерскому денежному фонду?

— Ваша брокерская фирма не держит деньги в денежном фонде. Даже сама управляющая компания инвестиционного фонда не держит у себя ваши деньги. Ваши деньги — или, скорее, депозитные сертификаты или краткосрочные векселя и т. п. — хранятся в банке, который выбран фондом в качестве представителя, в руках которого находится счет до урегулирования отношений между двумя принципалами<sup>42</sup>. Затем, в довершение всего этого, банк хранит все эти деньги совершенно отдельно от *своих собственных* активов. Так что если брокерская фирма или управляющая компания инвестиционного фонда обанкротятся, это никак не отразится на ваших деньгах. Черт возьми, даже если *сам банк* обанкротится, это никак не повлияет на вложения вашего инвестиционного фонда.

Линда, не поворачивая головы, скосила глаза в сторону мужа, словно желая сказать: «Ну, что я тебе говорила?» — жест, который их консультант не мог бы не заметить, даже если бы пожелал.

— А вот где находится *настоящий* риск, — сказал он, и Гэбриэл насто-рожился. — В данный момент это очень незначительный, слабый риск,

<sup>40</sup> Депозитные сертификаты — свидетельство банка-эмитента о депонировании денежных средств. Депозитный сертификат удостоверяет право вкладчика на получение по истечении установленного срока суммы депозита и процентов по нему. Депозитные сертификаты могут быть депонированы в иностранной валюте. — *Примеч. ред.*

<sup>41</sup> Коммерческие бумаги — в США — вексель, чек или депозитный сертификат, имеющие срок обращения не более 9 месяцев. В других странах коммерческие бумаги могут существовать в форме краткосрочных облигаций. — *Примеч. ред.*

<sup>42</sup> Принципал — в данном случае лицо, участвующее в сделке за свой счет. — *Примеч. ред.*

но когда-нибудь в будущем он может стать проблемой. Помните, я говорил вам, что эти фонды, большей частью, покупают краткосрочные векселя, выпускаемые компаниями, депозитные сертификаты и другие инструменты, доступные на рынке капитала. А теперь предположим, что одна из этих компаний или один из этих банков разоряется. Тогда вы можете пострадать от потери дохода или даже основного капитала.

Несмотря на сравнительно небольшой риск, Линда, казалось, была разочарована. Ей хотелось чего-нибудь более надежного, чем это.

— Итак, куда же нам идти? В банк?

— Вы можете это сделать при условии, что выберете надежный банк. Но у меня есть для вас альтернатива получше. Вложите свои деньги в инвестиционный фонд, который специализируется исключительно на облигациях Казначейства США и их эквивалентах. Единственное, что они покупают, — краткосрочные ценные бумаги Казначейства США или некоторые другие ценные бумаги, которые более чем на 100% обеспечены Казначейством. Их устав не позволяет им покупать что-либо другое.

Он взял со стола книгу о безопасных вложениях и стал ее перелистывать. Найдя нужную страницу, он раскрыл книгу, положил ее перед клиентами и указательным пальцем стал показывать им некоторые выделенные жирным шрифтом заголовки.

— Ни одно вложение не является совершенным, но в случае с такими фондами сказываются преимущества, опирающиеся только на Казначейство: Их доходы могут конкурировать с другими эквивалентными денежными рынками, а взимаемые ими платежи за всякого рода услуги гораздо ниже, чем аналогичные платежи в банках. Вы должны иметь только один счет сразу для всего — никакого метания между чековым и сберегательным счетом<sup>43</sup>. Никаких ограничений на величину счета — страховка FDIC (Федеральной корпорации страхования банковских вкладов) не составляет проблемы, поскольку Казначейство гарантирует сохранность каждого пенни в стоимости ценных бумаг. Ваш доход освобожден от местных и федеральных налогов. Вы получаете *поистине* бесплатную выписку чеков — без всяких там скрытых сборов и внесенных заранее платежей. Вы...

<sup>43</sup> Чековый (текущий) счет — счет для оплаты текущих расходов, не предполагает выплаты по нему процентов, однако изъять средства можно без предварительного уведомления. Сберегательный счет — счет в банке, приносящий процентный доход и предназначенный для операций со сбережениями населения. — *Примеч. ред.*

Не отводя глаз от консультанта, Гэбриэл слегка наклонил голову в сторону, вежливо выражая подозрение.

— Вы говорили, что ни одно вложение не является совершенным. Так где же засада в данном случае?

— В доходах! Поскольку Федеральная резервная система опустила размер процентных ставок до ужасно низкой величины, доходы стали не просто низкими — они абсолютно ужасают! Но что вы предпочтете: Большие потери или маленькие доходы? Многие инвесторы пошли бы на убийство, чтобы иметь возможность обменять свои огромные убытки от акций на мизерные доходы денежного рынка!

## Корпоративные облигации

Клиентам понравились преимущества инвестиционных фондов, ориентированных на казначейские обязательства, но очень низкий процент дохода не вызывал энтузиазма. Гэбриэла, по-видимому, больше интересовал аспект безопасности вложений, тогда как Линде хотелось узнать и изучить различные способы получения хотя бы половины достойного дохода. Одно дело было *временно* вложить деньги в рынок казначейских обязательств. Но оставить там значительные суммы на долгое время? Это ей казалось напрасной тратой денег.

— А как насчет корпоративных облигаций? — спросила Линда. — Они надежны?

— Не всегда, — ответил консультант. — Иногда они бывают столь же ненадежны, как и обыкновенные акции.

— Пойдите-ка, пожалуйста, — перебил муж. — Всю жизнь я слышу об акциях и облигациях, но понял только то, что не понимаю, в чем между ними разница.

— Это просто. Покупая корпоративную облигацию, а не акцию, вы даете заём компании. Вместо того чтобы стать ее владельцем, вы становитесь кредитором. Получает ли компания доход или терпит убыток, она в любом случае обещает каждый год выплачивать вам ваши проценты и вернуть вам весь ваш капитал в конце срока, как если бы это была обычная ссуда. В сущности, они получают ваши деньги, а вы получаете взамен листок бумаги — облигационный сертификат, в котором говорится, что они должны вам деньги.

— Вы можете привести какой-нибудь пример?

— Конечно. Предположим, вы покупаете облигации компании *General Motors* на сумму 10 тыс. долларов под 6,75% в год, срок пога-



шения облигаций истекает в 2028 г. Тем самым, GM обещает выплачивать вам ежегодный доход в 6,75%. Они также обещают полностью вернуть вам основной капитал (10 тыс. долларов) в 2028 г.

— Мы получаем эти облигации непосредственно от *General Motors*?

— Нет. Вы получаете их через брокера, как и обычные акции. И как у обычных акций, цена облигаций тоже колеблется на своем рынке. Если слишком много людей хочет купить какие-то конкретные облигации, они поднимаются в цене. Если слишком многие хотят продать их, цена падает.

— А почему кому-то хочется продать их? — спросила Линда.

Консультант уважительно улыбнулся. Это совсем не глупые вопросы! — Допустим, вы покупаете у компании облигацию на сумму 10 тыс. долларов. Теперь вместо 10 тыс. долларов лежавших до этого в банке, что вы имеете? Вы имеете листок бумаги, который говорит, по существу, что «Такая-то компания должна вам 10 тыс. долларов». Можете вы пойти с этой бумагой в универсам «Toys-R-Us» и купить вашим детишкам пару новых велосипедов? Если вы потеряете свою работу, можете вы воспользоваться этой облигацией, чтобы оплатить свою задатную? Нет. Поэтому первой причиной, по которой кому-либо захочется продать свою облигацию, является *потребность в наличных*.

— А второй причиной, — продолжал он, — является *страх*. Скажем, вы купили облигацию компании UCBS. И допустим, что поскольку у UCBS возникли финансовые неприятности, какие-нибудь рейтинговые агентства — Moody's, S&P и Fitch — понизили рейтинг этой компании. Что это означает? Это означает, что все три агентства согласны в том, что сейчас есть больший шанс, чем раньше, что эта компания не сможет исполнить своих обязательств, т. е. она не сможет выплатить вам проценты или даже основную сумму.

Консультант помолчал, чтобы найти способ вернуться к основному.

— Вы, кажется, относитесь к тому типу людей, которые никогда даже и не осмеливались мечтать о возможности прекратить платежи по вашей задатной, но поверьте мне, *существуют большие компании, которые прекращают платежи по своим облигациям\**. Это случается постоянно. Вот где появляется страх. Если инвесторы боятся, что компания может прекратить платежи, они продают. Это гонит цены вниз. А если компания UCBS действительно прекратит платежи, забудьте о ней! Стоимость облигаций UCBS может упасть до 25 центов за доллар, может быть, даже до нуля, точно так же, как и в случае с акциями. Гарантией для облигаций является данное компанией слово, и если они нарушают свое слово, то их облигации уже почти ничего не стоят.

— Но это только предположение! — сказала она с оттенком тревоги, так как подумала о своем отце. — Вы можете привести какой-нибудь реальный пример?

Консультант нагнулся, чтобы достать папку из нижнего левого выдвижного ящика. Спустя минуту, он вынул из нее большой, размером 11 × 17 дюймов лист бумаги и положил его перед клиентами, закрыв книгу с перечнем безопасных вложений, которую он открыл перед ними за несколько минут до этого.

На листе были перечислены сотни облигаций и все возможные виды катастроф — от технической аварии или экономического спада до банкротства или просто плохого управления. Они увидели 6-летнюю облигацию компании *Reclon*, цена которой упала с 975 до 450 долларов после ряда снижений ее рейтинга; увидели двухгодичные облигации *American Airlines*, которые упали в цене почти наполовину. Они также увидели облигации, выпущенные компаниями *Kmart*, *Lucent*, *Polaroid*, *AT&T*, *Qwest Communications*, *Electronic Data Systems* и многими другими — и все они резко упали в цене после того, как снизился их рейтинг.

— Понимаете мою мысль? — спросил, наконец, консультант. — Множество этих облигаций упали в цене точно так же, как и акции!

## Государственные облигации

— А что вы скажете о *государственных облигациях*? — спросила Линда.

— Да, конечно, самые надежные облигации выпускаются Министерством финансов США. Они аналогичны ценным бумагам, которые покупают инвестиционные фонды, ориентированные только на Казначейство, за исключением того, что они являются долгосрочными — вплоть до 30 лет. Вместо того чтобы одолжить свои деньги какой-нибудь компании, вы одалживаете их Казначейству США для финансирования всего, что будет угодно Федеральному правительству. Их рейтинг выше чем AAA, и их никогда не переводили в низшую категорию. Они никогда не отказывались — и, вероятно, никогда не откажутся — выплачивать проценты и основную сумму вовремя.

— Но не может ли рыночная цена облигаций Казначейства тоже упасть? — спросил Гэбриэл.

— Может. Она может упасть по причине «нужды», о которой я говорил вам. А кроме того, все облигации — будь то выпущенные Казначейством или корпорациями — теряют свою цену по другой причине.

— И по какой же?

— Я назову ее «фактором зависти».

— Вот как? — воскликнула Линда. — Я поняла, что означает «фактор нужды». «Фактор страха» мне тоже понятен. Но зависть?

— Предположим, что я вложил 100 тыс. долларов в облигации Казначейства, которые будут давать мне ежегодно фиксированные 5% в течение следующих 30 лет. Сколько долларов я получу в виде процентов каждый год?

— 5 тыс. долларов? — ответил муж.

— Верно. Но вот времена меняются и процентные ставки ползут вверх. Казначейство выпускает новые облигации, по которым теперь выплачивается намного больше, — скажем, 10% в год. *Что произойдет?*\* Я как владелец 5%-ных облигаций, начинаю завидовать тем, кто покупает новые, 10%-ные облигации. Я говорю себе: «Черт возьми, если бы я подождал, если бы я купил эти новые облигации, по которым выплачивают 10%, я мог бы получать по 10 тыс. долларов в год вместо 5 тыс., и они были бы по-прежнему на 100% гарантированы Правительством США!

— Вот так облом, да? — продолжил Гэбриэл.

— Верно! Поэтому однажды я иду к вам, как продавец подержанных машин, и говорю: «Эй, у меня есть отличная облигация, которую я купил не так давно. Правда-правда! По ней я получаю прекрасный доход — 5 тыс. долларов в год, и она на 100% гарантирована Правительством Соединенных Штатов. Если бы я предложил ее вам, вы бы ее купили?»

Гэбриэл ответил немедленно.

— Вы, должно быть, шутите! Какого черта я должен покупать ваши старые 5%-ные облигации, когда я могу купить новехонькие 10%-ные облигации от Казначейства и иметь двойной доход?

— Потому что я продам их вам дешево.

— Как дешево?

— Сделайте мне предложение.

Гэбриэл прикинул, какова могла бы быть реальная цена. Старые облигации давали по 5 тыс. долларов в год. Но чтобы получать 5 тыс. долларов в год от новых 10%-ных облигаций, ему нужно было бы вложить прямо сейчас 50 тыс. долларов. Поэтому он рассудил, что старая облигация должна стоить 50 тыс. долларов.

— Отдайте мне ее за полцены — 50 штук. Вот какую цену она для меня имеет.

Консультант улыбнулся.

— Да, да. Вы попали в точку. Это очень близко к той цене, которая реально была бы на открытом рынке. И именно поэтому рыночная цена на существующие облигации неизменно *падает*, когда существующая ставка процента *идет вверх*. Вот почему растущие процентные ставки являются главной угрозой для всех, у кого уже есть облигации. Не имеет значения, кто выпустил эти облигации — неизвестная компания или компания, входящая в список «Fortune 500», борющаяся за выживание городская администрация в каком-нибудь районе с хронической безработицей или Министерство финансов США — *цены на все из них* сбиваются вниз всеобщим ростом процентных ставок.

Линда недоверчиво спросила:

— Все это выглядит как-то теоретически. А реально это где-нибудь раньше случалось?

— О-о! *Ко-неч-но да!* В 1980 г. тридцатилетние облигации Казначейства стоимостью 10 тыс. долларов упали до 5500 долларов. В 1981 г. они же упали до 4300 долларов. А 1994 г. оказался худшим за всю историю годом для облигаций — и все в связи с ростом процентных ставок. Если вы решите держаться за свои облигации до истечения срока погашения, вы, без сомнения, вернете все вложенные в них деньги. Но тем временем вы из года в год будете получать от ваших облигаций низкие доходы.

Линда почувствовала растерянность. Она пришла сюда за советом относительно того, что покупать, но сейчас ей казалось, что этот консультант только и делал, что советовал ей, чего покупать *не надо*. Она пришла в поисках надежды, но ей казалось, что все, что он ей дал, было еще одним поводом для отчаяния.

— Вы все время говорите только об опасностях и несчастьях, — сказала она. — И это все, что вы видите?

Он задумчиво помолчал, затем мягко заговорил.

— Вы забываете об инвестиционных фондах, ориентированных только на Казначейство, о которых я вам говорил. В этих фондах ваш доход возрастает почти сразу же, как только повысятся процентные ставки. Чем больше вырастут процентные ставки, тем больше вы получите. — Кроме того, — продолжал консультант, — опасность — это одна из реалий нашего времени, но даже худшая из катастроф может оказаться благоприятной возможностью. Она может оказаться для вас благоприятной возможностью сделать себе состояние, а для страны — возможностью поправить свои дела. Как бы худо ни шли дела, мы выживем и, в конце концов, достигнем процветания.

— Это так, но вы только что говорили о надежных вложениях вроде государственных облигаций, которые падают в цене. Говорили о людях, продающих свои облигации из-за нужды, страха или зависти и еще бог знает от чего. Теперь мы это понимаем. Спасибо вам. Но как нам избежать этих трудностей?

— Именно так, как я вам объяснил раньше. Вы одалживаете свои деньги только тем, кто действительно заслуживает доверия, кто тратит деньги мудро, кто может почти наверняка вернуть их. Таким образом вы с самого начала решаете большинство проблем. Затем, чтобы решить остальные проблемы, доверяйте им только на короткое время. Например, вместо того чтобы одалживать ваши деньги на 30 лет, отдавайте их всего лишь на 3 года, на один год или даже всего на 3 месяца. Чем короче период, тем ниже риск, связанный с колебаниями цен. Если первоначальный срок составляет от 10 до 30 лет, вы получите «облигацию». Если он составляет отрезок времени от 1 месяца до 1 года, это будет «долговая расписка», или «вексель». Все, что выпускается Казначейством США на срок меньше года, называется «долговым обязательством». Из всего перечисленного самым надежным является долговое обязательство Казначейства, что возвращает нас к инвестиционным фондам, ориентированным только на Казначейство.

— Но ведь вы сказали, что как раз сейчас их процентные ставки ужасно низки!

— Да. Но что вы предпочитаете — гарантированный, хотя и низкий, доход от долговых обязательств Казначейства или огромные потери на акциях?

— Конечно, низкий доход. Но мы не можем вечно сидеть на низких доходах. Что может подтолкнуть их к повышению?

## Глава 8

# Раздувание бюджетного дефицита

У Пола Джонстона не было никакого желания провести следующие годы своей жизни, разъезжая туда-сюда на электрокаре по полю для гольфа во Флориде, или прямо из дома заниматься дей-трейдингом, зарабатывая на виражах фондового рынка. После своей отставки он тут же энергично взялся за воплощение следующей части своего плана — создание некоммерческой исследовательской и лоббистской группы, Комитета топ-менеджеров по реформе бухгалтерского дела, с небольшим офисом в Вашингтоне, округ Колумбия.

Этот комитет должен был собрать выдающихся исполнительных директоров в качестве своих представителей и подобрать исследовательский персонал для раскрытия всякого рода бухгалтерского крючкотворства в Америке. Он вытащит на свет существующие проблемы, будет приводить факты и называть имена компаний, бесперомно нарушающих нормы честной бухгалтерии.

Он нанял лучшего в стране пресс-агента, а также лучших судебных консультантов — ищеек, специализировавшихся на проникновении в компании и поиске скелетов, спрятанных в тамошних шкафах. Кроме того, он также думал о том, чтобы пригласить на работу и некоторых из тех самых людей, которые в 1990-х гг. советовали компаниям, как можно исказить картину доходов. Кто мог знать больше о том, как обойти и безнаказанно нарушить правила, как не те люди, которые осуществляли это на практике? — размышлял он.

Как только разнеслась весть о создании этого комитета, ему стали звонить люди, желающие присоединиться к нему. Оливер Даллес, вскоре после того, как Джонстон ушел в отставку, потерявший работу в бухгалтерской консалтинговой фирме, был среди первых и самых настойчивых. Ему отчаянно хотелось присоединиться к этой группе. Его не смущало значительное снижение его оклада. И чтобы показать свою

компетентность, он уже провел кое-какие исследования, которые, как он чувствовал, придадут большую ценность проекту Джонстона.

Впрочем сначала голос Даллеса, казалось, звучал просительно.

— Не уверен, что это то, что вам нужно. Может быть, вы скажете, что это совсем не то. Если так, то просто забудьте об этом... но все же! Это грандиозно!

— Не пойму, о чем это вы говорите, — нетерпеливо сказал Джонсон.

— Поправьте меня, если я ошибаюсь, но насколько я понимаю, миссия вашей группы заключается в том, чтобы вскрыть *все* махинации с бухгалтерией в Америке, правильно? Так вот, оказывается, самый крупный обман с бухгалтерской отчетностью осуществляется не кем иным, как самим *федеральным правительством!*

— Я уже раньше слышал кое-какие разговоры об этом, но...

— Я говорю о бюджетной отчетности федерального правительства. Вот послушайте: согласно информации Министерства финансов, в 2000 г. мы имели нераспределенную прибыль федерального бюджета в размере 236 млрд долларов. Помните это? Большой непредвиденный избыток денег, из-за которого воевали между собой демократы и республиканцы, когда каждый старался перекричать другого по вопросу, как лучше потратить эти средства? Так вот, весь ужас в том, что вместо 236 млрд долларов избытка федерального бюджета мы на самом деле имеем в этом году федеральный *дефицит* в размере 137,6 млрд.

— Вы в этом уверены?

— Абсолютно, и я вам докажу это через минуту. Но дальше все становится еще хуже. В отношении 2001 г. Министерство финансов объявило, что у нас в федеральном бюджете имеется нераспределенная прибыль в 127 млрд долларов. Попробуйте угадать, какова настоящая цифра. — Джонстон молчал, и Даллес продолжал. — Держите челюсть. Это был потрясающий дефицит в размере 623,8 млрд долларов. Вы можете поверить в это? Больше 600 млрд! А в 2002 г. дефицит еще больше! (См. рис. 8.1).

Джонстон отнесся к этим сведениям скептически. Ему часто приходилось слышать критиков действий правительства и заявления наблюдательных агентств насчет применения разных фокусов в бюджетном учете, но он ни разу не встретил в этой критике четких доказательств, черным по белому, с той точностью, которую, казалось бы, подразумевал дипломированный бухгалтер.

— А где доказательства? Откуда вы взяли ваши цифры?

У Даллеса был почти двадцатилетний опыт работы бухгалтером. Он развил у себя в высшей степени дисциплинированное умение работать со статистическими данными еще в колледже. И он был не из



Рис. 8.1. Так называемая нераспределенная прибыль федерального бюджета за 1999, 2000 и 2001 гг. была чистой «липой», основанной на грандиозных и явных манипуляциях с бюджетной отчетностью. Данные, опубликованные Федеральным резервом, о фактическом заимствовании правительством новых сумм показывают, что правительство на протяжении всего этого периода скрывало все более крупные цифры ежегодных дефицитов. Исходные данные: Министерство финансов США, утка средств Федерального резерва<sup>44</sup>, показаны в табл. 8.1.

тех, кто может позволить себе скоропалительные заявления, не имея на то основания.

— У вас есть доступ в Интернет? — мягко спросил он.

— Конечно.

— Когда получите электронное письмо, которое я сейчас вам отправляю, щелкните по ссылке. Адрес: [www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/zer-3.pdf](http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/zer-3.pdf). Когда этот файл появится на экране, прокрути-

<sup>44</sup> Федеральное резерв, Федеральная резервная система, ФРС — Федеральное ведомство, созданное для выполнения функций центрального банка и осуществления централизованного контроля над коммерческой банковской системой страны. ФРС состоит из 12 федеральных резервных банков, выполняющих функции центральных банков в особых округах (из нескольких штатов). Наиболее важным из них является Федеральный резервный банк Нью-Йорка, отвечающий за международные операции. Система создана в 1913 г. Законом о федеральной резервной системе. Центральные учреждения находятся в Вашингтоне. — Примеч. ред.

те текст до появления таблицы F4, «Заимствования кредитного рынка, Все сектора, По инструментам». Затем проверьте строку 3, «Ценные бумаги Правительства США». Там вы и найдете все самые исчерпывающие доказательства, да еще и из самого безупречного из всех источников — Федерального резерва США. (См. табл. 8.1.)

Джонстон, который еще в колледже в Вашингтоне со страстным интересом изучал деятельность правительства, был поражен.

— Вы, должно быть, шутите! — ответил он. — Вы хотите сказать, что Министерство финансов США, то самое, что на Пенсильвания Авеню, уверяет, что в 2000 и 2001 гг. у нас в бюджете имелась огромная нераспределенная прибыль, в то время как Федеральная резервная система, офис которой находится на углу улицы Конституции и 20-й, утверждает, что у нас в бюджете в эти же годы был огромный дефицит?

— Вот именно. Но никто не обращает внимания на эти цифры ФРС. Эти документы почти не распространяются, о них редко говорят. Но именно данные Казначейства фальсифицированы, те самые данные, что опубликованы в прессе и обсуждались перед Конгрессом. Вы представляете, какое огромное значение это имеет? Понимаете, какие, в конце концов, могут быть последствия? Джонстон слушал с огромным интересом, но ему хотелось понять и механизмы того, как это все реально проделывалось. В ответ на его вопрос Даллес раскрыл длинную цепочку манипуляций, которые постоянно проделывались правительством для того, чтобы заставить федеральный бюджет выглядеть более приемлемо для избирателей. Все эти приемы были странным образом похожи на те хитрости, к которым прибегала компания UCBS в 1990-е гг., чтобы приукрасить свои доходы.

— Очень коротко, — сказал Даллес, — вот как это делается. Во-первых, правительство имеет целый букет агентств — Federal Home Bank, Freddie Mac, Sallie Mae<sup>45</sup> и так далее. Эти агентства контролируются

<sup>45</sup> Federal Home Banks — федеральные банки жилищного кредита. Двенадцать кредитно-финансовых учреждений, входящих в Федеральную систему банков жилищного кредита; предоставляют кредиты и другие услуги ссудосберегательным ассоциациям и сберегательным банкам. Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) — Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита. Создана в 1970 г. Учреждение Федеральной системы банков жилищного кредита, поддерживающее вторичный рынок обычных ипотек (не гарантированных государством) и выпускающее ценные бумаги под обеспечение пула ипотек. Sallie Mae (Student Loan Marketing Association, SLMA) — Ассоциация студенческих кредитов. Независимая корпорация, гарантирующая кредиты, взятые студентами. Создана в 1972 г. — *Примеч. ред.*

Конгрессом. Они гарантируются, поддерживаются или, по крайней мере, получают финансовую поддержку от Правительства США. А их долговые обязательства принимаются всеми за ценные бумаги Правительства США. Однако в бюджете их отчетность не консолидирована с отчетностью правительства. Это очень удобная база для плохих цифр, которые вызвали бы огромное замешательство у массы людей как в Вашингтоне, так и за его пределами.

— Во-вторых, — продолжал он, — существует Фонд социального обеспечения. Этот фонд имеет нераспределенную прибыль, в которой он нуждается, чтобы покрывать возможный будущий дефицит фонда. Эти деньги принадлежат 45 млн людей, ушедших на пенсию или собирающихся уйти. Он не имеет абсолютно ничего общего с остальными операциями правительства. И тем не менее оно прибавляет избытки фонда к федеральному бюджету, чтобы прикрыть свой дефицит.

На мгновение мысли Джонстона перескочили в прошлое. Но тут же вернулись с новым вопросом:

— Это цифры Казначейства. Но вы сказали, что Федеральный резерв считает дефицит иначе — как же он это делает?

— Цифры ФРС и показывают, сколько правительство и правительственные агентства *на самом деле заимствуют* новых денег — сверх того, что нужно для восполнения старого долга — в каждом календарном году. В 2000 г. они заимствовали оттуда 137,6 млрд долларов, о чем я вам уже говорил. В 2001 г. они заимствовали 623,8 млрд. В 2002 г. они взяли в пересчете на год 731,8 млрд в первом квартале и — абсолютно потрясающая сумма — 948,4 млрд во втором квартале!

— И куда же идут все эти деньги?

— Могу заверить вас, что они не засовывают их под какой-нибудь матрас. Они заимствуют для одной единственной цели — для покрытия дефицита. Вот почему я говорю, друг мой, что именно их цифры и представляют реальный дефицит, а не те фиктивные цифры, которые обсуждаются в Конгрессе или приводятся в прессе.

Джонстон слышал об этих ухищрениях и раньше, но никогда не думал, что обман достигает таких масштабов. «Господи, — подумал он про себя, — во втором квартале 2002 г. правительство заняло, если пересчитать на год, почти 1 трлн долларов! Это настолько превышает официально заявленный дефицит бюджета, что просто уму непостижимо!»

Он не осознавал до сих пор, как странно сходны манипуляции правительства с теми хитростями, которые он так хорошо узнал из опыта своего руководства компанией UCBS. Исключение правительствен-

З.1. 16 сентября 2002 г. 11

Ф4. Заимствования кредитного рынка, все сектора, по инструментам  
Миллиарды долларов, поквартальные цифры в пересчете на год

	1997		1998		1999		2000		2001		2002	
	Кв. 1	Кв. 2	Кв. 1	Кв. 2	Кв. 1	Кв. 2	Кв. 1	Кв. 2	Кв. 1	Кв. 2	Кв. 1	Кв. 2
1. Всего	1538,5	2172,8	2178,0	1741,3	2020,7	1792,5	2286,2	2214,7	1887,5	2461,3	1	1
2. Бумаги открытого рынка	184,1	193,1	229,9	207,6	-164,4	-316,8	-215,5	37,8	-269,2	167,3	2	2
3. Ценные бумаги Правительства США	236,0	418,3	520,7	137,6	623,8	373,3	1027,8	458,8	635,2	731,8	3	3
4. Муниципальные ценные бумаги	71,4	96,8	66,2	35,3	117,6	102,9	70,0	107,3	190,1	70,3	4	4
5. С облигации корпораций и иностранные	430,8	563,7	462,2	400,8	663,4	848,8	416,7	616,6	731,5	589,6	5	5
6. Банковские ссуды п.е.с.	128,2	145,0	69,0	112,8	-75,8	19,2	-141,6	-18,6	-162,4	-4,6	6	6
7. Прочие ссуды и авансы	93,2	166,3	158,5	142,7	50,3	80,8	103,9	115,3	-98,7	-15,8	7	7
8. Закладные	337,2	514,6	570,0	565,6	705,6	540,0	783,5	787,9	731,2	704,0	8	8
9. Потребительский кредит	57,5	75,0	99,5	139,0	110,2	144,5	76,0	70,6	149,6	81,4	9	9
Заметка: суммы, привлеченные с помощью активов корпораций и акций взаимных фондов											731,8	948,4
10. Всего чистых доходов	185,3	113,7	156,9	197,2	276,9	236,3	412,3				10	10
11. Активы корпораций	-79,9	-165,8	-34,3	-37,8	75,5	120,3	138,8	-61,2	104,2	28,0	11	11
12. Нефинансовые	-114,4	-267,0	-143,5	-159,7	-61,8	-25,0	-70,7	-126,6	-25,0	-3,7	12	12
13. Иностранные акции, купленные резидентами	57,6	101,3	114,3	103,6	106,8	86,1	222,9	43,5	74,7	-5,9	13	13
14. Финансовые	-23,0	-0,1	-5,1	18,3	30,5	59,1	-13,4	21,8	54,5	37,6	14	14
15. Акции взаимных фондов	265,1	279,5	191,2	235,0	201,4	116,0	273,5	160,4	255,9	386,8	15	15

Для тех, кто может не поверить сделанному здесь заявлению о том, что федеральный дефицит дорос почти до одного триллиона долларов, есть доказательство: таблица Ф4 Федерального резерва, которая доступна широкой общественности по адресу: [www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1r-3.pdf](http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1r-3.pdf). Эти данные ясно показывают, что федеральное правительство ежегодно заимствовало суммы порядка 731,8 млрд долларов и 948,4 млрд в первом и втором кварталах, соответственно. Эти заимствования имели только одну цель — покрыть бюджетный дефицит Правительства равноценной величины.

ных агентств из бюджета было удивительно похоже на игру с пустышками в виде дочерних компаний, которую они сами в UCBS использовали для скрытия долгов и убытков. Фокусы, которые разыгрывало правительство с американским Фондом социального обеспечения, казались фактически идентичными тому, как они в UCBS жонглировали с пенсионным фондом служащих компании.

Для обычного человека здесь таилась огромная угроза. Фонды социального обеспечения могли иссякнуть. Огромные займы правительства могли подхлестнуть рост стоимости денег — то есть рост процентных ставок. Проценты на закладные могли внезапно подняться в момент, когда американцы меньше всего были к этому готовы. Вложившие средства в облигации могли потерять целые состояния.

Он попытался успокоиться, но не смог. Вот он, бьющийся изо всех сил, чтобы привлечь некоторые правительственные организации — вроде SEC или IRS, — к поддержке его стремлений к более чистому и ответственному будущему корпоративной Америки. И вот они, выделяющие те же самые трюки в своей собственной отчетности, убивая — в высшей степени подрывая — любое подобие доверия, которое они могли бы иметь, помогая внести здравомыслие в частный сектор.

Джонстон почти слышал сейчас слова топ-менеджеров: «Хал! Если само правительство делает это, то почему нам нельзя?» С другой стороны, если он похоронит эту проблему и просто проигнорирует ее, он никогда не сможет больше жить в ладу с самим собой. Он решил подключить Даллеса к своему проекту и двигаться дальше.

Через два дня, с трепетом и волнением, комитет выпустил сообщение для печати, избегая преувеличений или сенсационности. Тем не менее они чувствовали, что заголовок «Правительство раздуло бюджет до 500 миллиардов», конечно, будет вынесен на первые страницы.

На следующее утро Джонстон вошел в офис своего нового пресс-секретаря и спросил:

— Ну как, каковы отклики? Положительные, да? Нет? Не говорите мне, что они отрицательные! Ну-ну, хватит, не держите меня в напряжении. Что они говорят?

— Ничего, сэр.

— Ничего? Как это — ничего?

— Я хочу сказать, сэр, что *никакой шумихи мы от них не получим\**.

Никаких откликов вообще. Широкая пресса, видимо, не поняла ничего. Ребята из финансовой прессы вроде бы поняли смысл, но им как будто наплевать. Один репортер, специализирующийся по финансовым рынкам, который позвонил по поводу старого вопроса о UCBS,

сказал мне сегодня утром, что «это неактуально». Вот его слова: «Ну и что с того, что правительство обманывает? Это что — новость?» А еще он говорит, что «кажется, это никогда особенно не влияло на состояние рынка облигаций, так чего беспокоиться?» Сказал, что это старая новость, и дал понять, что наш пресс-релиз наивен. Это довольно хорошо резюмирует общее отношение к нашему сообщению.

Джонстон был ошеломлен. Что же это получается, думал он. Когда он признался в манипуляциях с бухгалтерской отчетностью своей компании, на Уолл-Стрит словно снаряд разорвался... а когда кто-то попытался раскрыть еще более вопиющее жульничество в Вашингтоне, все словно оглохло? В течение следующих нескольких недель он был одержим этим вопросом. Он поручил своим сотрудником переговорить с экономистами, и те рассказали об экономических циклах. Он послал их на Уолл-Стрит к дилерам<sup>46</sup>, и те рассказали о правительственных облигациях. Шаг за шагом, кусок за куском, они собрали картину, которую Даллес затем нарисовал Джонстону при их следующем разговоре.

— Прежде всего, — сказал Даллес, — давайте уточним наши позиции. Мы *действительно* находимся на верном пути. Эти хитрости с финансовой отчетностью, которыми пользуется Вашингтон, гораздо *хуже* того, о чем только могли мечтать на Мэйн-Стрит или Уолл-Стрит.

— Хуже? Почему хуже?

Аудитор достал из выдвижного ящика стола желтый блокнот и положил его рядом с высоким стаканом с ледяной водой, который он только что принес из холодильника. На блокноте было набросано четыре основных тезиса.

— Есть *четыре* причины, в силу которых, по моему мнению, это гораздо хуже, — сказал он после 15-секундной паузы.

— Причина номер один. Вашингтонские махинации имеют *гораздо* более крупный масштаб. Черт возьми, ну какие сверхприбыли могли мы выжать из нашей копеечной игры с дочерними компаниями — 1 млрд долларов? Или максимум полтора миллиарда? Ладно, а *манипуляции Казначейства с правительственными агентствами и*

<sup>46</sup> Дилер — лицо, фирма, осуществляющие биржевое или торговое посредничество за свой счет и от своего имени. Дилер обладает местом на бирже, производит котировку любых ценных бумаг. Доходы дилера образуются за счет разницы между покупной и продажной ценой валют и ценных бумаг, а также за счет изменения их курсов. — *Примеч. ред.*

*Фондом социального обеспечения\** только с 2000 г. принесли почти 2 *триллиона* долларов. На сколько служащих был рассчитан наш пенсионный фонд? От силы на 40 тыс. Так вот, фокусы правительства с фондами социального обеспечения могли вызвать сокращение пенсий у 45 *миллионов* граждан!

— Причина номер два, — продолжал он. — Они не просто жонглировали с цифрами — это же реальные деньги. Вспомните наше самое первое собрание несколько лет назад. Помните, как я объяснял вам, что мы фактически не лезем в пенсионный фонд наших служащих?

— Освежите мою память, — попросил Джонстон.

— Мы не брали из пенсионного фонда реальных денег. Мы только перемещали цифры в отчетности.

— Ах, да. Теперь я припоминаю.

— Хорошо, тогда знайте! Наше правительство на самом деле совершает налеты на фонды социального обеспечения. Они берут эти банкноты, которые, как считается, забронированы под будущие пенсионные выплаты, которые принадлежат десяткам миллионов граждан, и... они *тратят* их.

Лоб Джонстона покрылся испариной. По мере того как Даллес продолжал свои пояснения, он чувствовал, как у него поднимается артериальное давление.

— Причина номер три. Вы когда-либо задумывались над тем, почему наше правительство в 1990-е гг. позволило нам и другим крупным компаниям вести себя по-свински даже без слова предупреждения? Вы когда-либо задумывались, почему Федеральный резерв неожиданно прекратил предупреждать насчет «неразумного изобилия» и фактически *стал поощрять технический бум\*\*?*

— Нет. А почему?

— Потому что правительство тоже получало с этого прибыли, и не хотело делать ничего такого, что могло бы перевернуть кормушку. Никогда не забывайте, что сборщик налогов является молчаливым партнером, всегда стоящим за любой компанией Америки. Когда предприятия зарабатывают больше денег, правительство собирает больше налогов. Никогда не забывайте, что правительство *тоже* является молчаливым партнером каждой компании, которая *преувеличивает* свои облагаемые налогом прибыли. Чем больше компании преувеличивают, тем больше суммы они обязаны платить правительству в виде налогов. И вот вам результат: в то время как корпоративная Америка в 1990-х гг. радовалась сверхбуму в прибылях, Министерство финансов США имело свой собственный сверхбум в виде государ-

сказал мне сегодня утром, что «это неактуально». Вот его слова: «Ну и что с того, что правительство обманывает? Это что — новость?» А еще он говорит, что «кажется, это никогда особенно не влияло на состояние рынка облигаций, так чего беспокоиться?» Сказал, что это старая новость, и дал понять, что наш пресс-релиз наивен. Это довольно хорошо резюмирует общее отношение к нашему сообщению.

Джонстон был ошеломлен. Что же это получается, думал он. Когда он признался в манипуляциях с бухгалтерской отчетностью своей компании, на Уолл-Стрит словно снаряд разорвался... а когда кто-то попытался раскрыть еще более вопиющее жульничество в Вашингтоне, все словно оглохло? В течение следующих нескольких недель он был одержим этим вопросом. Он поручил своим сотрудником переговорить с экономистами, и те рассказали об экономических циклах. Он послал их на Уолл-Стрит к дилерам<sup>46</sup>, и те рассказали о правительственных облигациях. Шаг за шагом, кусок за куском, они собрали картину, которую Даллес затем нарисовал Джонстону при их следующем разговоре.

— Прежде всего, — сказал Даллес, — давайте уточним наши позиции. Мы *действительно* находимся на верном пути. Эти хитрости с финансовой отчетностью, которыми пользуется Вашингтон, гораздо *хуже* того, о чем только могли мечтать на Мэйн-Стрит или Уолл-Стрит.

— Хуже? Почему хуже?

Аудитор достал из выдвинутого ящика стола желтый блокнот и положил его рядом с высоким стаканом с ледяной водой, который он только что принес из холодильника. На блокноте было набросано четыре основных тезиса.

— Есть *четыре* причины, в силу которых, по моему мнению, это гораздо хуже, — сказал он после 15-секундной паузы.

— Причина номер один. Вашингтонские махинации имеют *гораздо* более крупный масштаб. Черт возьми, ну какие сверхприбыли могли мы выжать из нашей копеечной игры с дочерними компаниями — 1 млрд долларов? Или максимум полтора миллиарда? Ладно, а *манипуляции Казначейства с правительственными агентствами и*

<sup>46</sup> Дилер — лицо, фирма, осуществляющие биржевое или торговое посредничество за свой счет и от своего имени. Дилер обладает местом на бирже, производит котировку любых ценных бумаг. Доходы дилера образуются за счет разницы между покупной и продажной ценой валют и ценных бумаг, а также за счет изменения их курсов. — *Примеч. ред.*

*Фондом социального обеспечения\** только с 2000 г. принесли почти 2 *триллиона* долларов. На сколько служащих был рассчитан наш пенсионный фонд? От силы на 40 тыс. Так вот, фокусы правительства с фондами социального обеспечения могли вызвать сокращение пенсий у 45 *миллионов* граждан!

— Причина номер два, — продолжал он. — Они не просто жонглировали с цифрами — это же реальные деньги. вспомните наше самое первое собрание несколько лет назад. Помните, как я объяснял вам, что мы фактически не лезем в пенсионный фонд наших служащих?

— Освежите мою память, — попросил Джонстон.

— Мы не брали из пенсионного фонда реальных денег. Мы только перемещали цифры в отчетности.

— Ах, да. Теперь я припоминаю.

— Хорошо, тогда знайте! Наше правительство на самом деле совершает налеты на фонды социального обеспечения. Они берут эти банкноты, которые, как считается, забронированы под будущие пенсионные выплаты, которые принадлежат десяткам миллионов граждан, и... они *тратят* их.

Лоб Джонстона покрылся испариной. По мере того как Даллес продолжал свои пояснения, он чувствовал, как у него поднимается артериальное давление.

— Причина номер три. Вы когда-либо задумывались над тем, почему наше правительство в 1990-е гг. позволило нам и другим крупным компаниям вести себя по-свински даже без слова предупреждения? Вы когда-либо задумывались, почему Федеральный резерв неожиданно прекратил предупреждать насчет «неразумного изобилия» и фактически *стал поощрять технический бум\*\*?*

— Нет. А почему?

— Потому что правительство тоже получало с этого прибыли, и не хотело делать ничего такого, что могло бы перевернуть кормушку. Никогда не забывайте, что сборщик налогов является молчаливым партнером, всегда стоящим за любой компанией Америки. Когда предприятия зарабатывают больше денег, правительство собирает больше налогов. Никогда не забывайте, что правительство *тоже* является молчаливым партнером каждой компании, которая *преувеличивает* свои облагаемые налогом прибыли. Чем больше компании преувеличивают, тем больше суммы они обязаны платить правительству в виде налогов. И вот вам результат: в то время как корпоративная Америка в 1990-х гг. радовалась сверхбуму в прибылях, Министерство финансов США имело свой собственный сверхбум в виде государ-



ственных налоговых доходов. Только в виде налога на прибыль корпораций Казначейство собрало в 1998 г. 204 млрд долларов, в 1999 г. — 213 млрд долларов и в 2000 г. — 224 млрд, несмотря на тот факт, что многие компании нашли новые «совершенно законные» способы уклоняться от выплаты налогов.

— Само собой.

— Для Казначейства это была неожиданная удача, огромная, беспрецедентная удача. Это было похоже на сидение под развесистым денежным деревом и мягкое его потряхивание, для того чтобы все денежки сыпались в ваши корзины. Подумайте над этим хоть мгновение. Если бы вы управляли денежным потоком правительства в такой обстановке, разве не хватило бы у вас здравого смысла вспомнить о том, что такой бум не может продолжаться вечно? Не отложили бы вы часть этих денег на черный день? К сожалению, им это в голову не пришло.

— Но почему же?

— Они, конечно, прислушивались к правительственным экономистам. А экономисты сказали, что *свечи никогда не погаснут и бал никогда не кончится\**.

У Даллеса перехватило дыхание, и он отхлебнул глоток воды, но Джонстон только начал разогреваться.

— Вы сказали, что было четыре причины, в силу которых федеральный дефицит мог бы быть более опасным, чем кризис в частном секторе экономики, — сказал он. — А какова же четвертая причина?

— А четвертая причина связана как раз с отсутствием реакции на нашу попытку выпустить эту информацию на всеобщее обозрение.

— Не понимаю этого.

— Я говорю о том факте, что мир полностью проигнорировал ее! Позвольте мне объяснить. Когда вы признали те трудности, которые были у *UCBS*, инвесторы прореагировали сразу, так? Это было действительно хорошо. Это означало, что они поняли смысл. Они впитали его. Все, кому не понравилась правда, продали свои акции, и это был разумный шаг с их стороны. Акции упали, но это разрешило кризис. С тех пор курс акций стабилизировался. Но в данном случае ничего похожего не произошло! Правда еще не дошла до общества. И правительство и граждане страны по-прежнему представляют собой живой клубок лжи.

— Да, но...

— Разве вы не видите? Это снова психология пузырей. Еще в 1990-х гг., если бы вы заговорили о проблемах с бухгалтерской отчет-

ностью или с преувеличением прибылей в крупных американских компаниях, общественность дала бы вам коленом под зад. Или, еще того хуже, они бы просто вас проигнорировали. Это был биржевой пузырь. То, что мы имеем сейчас, — это другой вид пузыря, гораздо более опасный.

— Который представляет собой...

— Пузырь рынка облигаций! Если вы думаете, что кризис рынка акций это самое худшее, что может случиться, подождите немного, и вы увидите, на что похож кризис рынка облигаций! И помните: когда терпят крах облигации, тогда ставки процентов — в том числе и по вкладным — растут. Так что подумайте о том, какой ущерб это может причинить американским семьям, живущим в долг.

## Глава 9

# Пузырь рынка облигаций

Пол Джонстон был настолько глубоко встревожен информацией о скрытом дефиците федерального бюджета, что ему захотелось выяснить для себя, каково может быть его влияние на экономику. Он попросил своих сотрудников найти телефонный номер одного из старейших дилеров по правительственным облигациям Нью-Йорка и позвонил ему. Он начал разговор с краткого извинения за свое полное невежество в сфере облигаций и процентных ставок. Затем он спросил, каковы могут быть в будущем последствия увеличения бюджетного дефицита.

Сначала дилер по облигациям был сдержан, но скоро разговорился.

— Нет нужды говорить о будущем. Это уже происходит! Кажется, всего несколько месяцев назад народ в Конгрессе и Белом доме говорил о 200 млрд долларов нераспределенной прибыли бюджета — стали кивались лбами, чтобы выяснить, кто из них сумеет побыстрее их истратить. А сегодня они уже говорят о 200 млрд дефицита! За все 30 лет моей работы в этом бизнесе я ни разу не видел, чтобы дефицит вырос настолько и так быстро!

Джонстон хотел уж было упомянуть об 1 трлн дефицита, о котором ему только накануне говорил Даллес, но решил все же воздержаться.

— Как это повлияет на ставки процента, на цены облигаций? — спросил он.

— У правительства есть только один способ продлить свое существование при таком дефиците — это займы. И у него есть только один способ занимать — это продажа облигаций и других государственных ценных бумаг населению. Чем больше размер дефицита, тем больше им придется продавать облигаций. Вот так это просто. А как им убедить народ покупать облигаций больше, чем когда-либо раньше? Для этого они выплачивают все больше и больше процентов.

— И?

— И скоро люди начинают говорить: «Почему это я должен отдавать вам мои деньги за ваши вшивые 5%-ные облигации, если вскоре вы, вероятно, выпустите новые, которые дадут мне 7 или даже 8%?» Такое отношение очень затрудняет Казначейству продажу своих облигаций, и процентные ставки начинают взлетать вверх еще быстрее. А как вы знаете, если ставки растут, то цены на ранее выпущенные облигации, по которым выплачиваются более низкие проценты, понижаются. В результате цены на облигации падают иногда так же катастрофически, как и цены акций.

Джонстон привык почти ежедневно читать биржевые сводки и вспомнил появляющиеся там время от времени комментарии об облигациях. Казалось, они явно противоречили тому, что говорил о них дилер.

— Подождите минутку, — сказал бывший главный исполнительный директор. — Если экономика катится вниз, то разве это плохо для облигаций? Разве инвесторы не продают сейчас акции и не переключают полученные деньги в облигации? Разве это не должно толкать рынок облигаций вверх? А когда растут цены на облигации, то разве не падают процентные ставки? — Джонстон почувствовал прилив гордости. Оказывается, он знал об облигациях гораздо больше, чем даже сам считал.

— Ага, именно этой теории учат вас на младших курсах экономических факультетов, но ей можно доверять лишь постольку поскольку. Вот вы говорите: «Раз экономика катится вниз, то и процентные ставки тоже покатаются вниз.» Ладно, согласен. А дальше вы говорите: «Если падение экономики продлится дальше, то и процентные ставки тоже должны понижаться.» Прекрасно, я согласен и с этим. Но рано или поздно вы достигнете края обрыва, и тогда вы рискуете толкнуть экономику — а заодно и всю эту теорию — в пропасть.

## Один из самых опасных кризисов двадцатого столетия

Джонстон никогда еще не слышал, чтобы кто-нибудь так рассуждал об экономике, поэтому он хотел услышать больше подробностей.

— Посмотрите, — продолжал дилер. — В какой-то момент экономика падает *слишком* низко, поэтому многие люди начинают зарабаты-

вать очень мало денег или разоряются. Бесчисленное множество владельцев облигаций бросается продавать свои облигации за наличные деньги. Кроме того, миллионы обычных людей теряют работу и начинают перезакладывать свои дома или тратить свои накопления. Компании терпят убытки от снижения объема продаж и бросаются занимать деньги у банков или инвесторов. Города и штаты теряют доходы и тоже бросаются занимать деньги, чтобы заткнуть огромные дыры в своих бюджетах. Затем сам *Дядя Сэм, крупнейший заемщик в мире\**, отчаявшись в своих попытках прикрыть крупнейший за всю историю дефицит, выходит вперед и расталкивает в стороны всех остальных заемщиков. Он говорит им: «Черта с два, ребята. Я беру фишки первым. Первые несколько сот миллиардов — мои.»

— А потом?

— Потом? Вы разыгрываете меня? К этому времени все криком кричат, требуя *деньги сейчас же*, но большинство инвесторов и заимодавцев в ужасе отходят, боясь выбросить деньги на ветер. Наличные деньги становятся столь же редкими, как куриные зубы, и все же они *нужны* абсолютно всем. Что же происходит? Цена денег — процентные ставки — поднимаются выше крыши. А вы знаете, что происходит, когда резко повышаются процентные ставки. Стоимость облигаций падает катастрофически! Не имеет значения, какие у вас облигации. Они могут быть облигациями крупнейшей и солиднейшей корпорации в Америке. Они могут иметь рейтинг AAA и быть дважды застрахованными, свободными от налогообложения муниципальными облигациями, или гарантированными государством облигациями Ginnie Mae, или абсолютно надежными, обвитыми золотыми лентами облигациями Казначейства США. Рынку на это наплевать. Когда процентные ставки растут, цена ваших облигаций падает. Точка.

— Но разве могут облигации Казначейства действительно упасть до такой степени? Какой реальный риск связан с облигациями Казначейства?

— Вернитесь немного назад во времени, — ответил дилер по облигациям. — Вернитесь к 1980 г. Вы были тогда здесь, верно? В 1980 г. облигации Казначейства, за которые инвесторы первоначально платили по 10 тыс. долларов, продавались меньше чем за 5 тыс. В какой-то момент дела пошли так худо, что, кроме обвала стоимости облигаций, мы стали свидетелями *обвала самого рынка облигаций!*

— Не понимаю этого! — воскликнул Джонстон.

— Из-за падения цен облигаций даже самый последний дилер по облигациям на Уолл-Стрит был серьезно ранен, понес огромный ущерб.

Наша фирма почти лишилась своего капитала. В таком же состоянии были и десятки других фирм.

Джонстон уже слышал о чем-то похожем, но это было на рынке акций, а не облигаций. И это произошло в 1987 г., а не в 1980 г.

— Никогда не слышал, чтобы такое происходило на рынке облигаций.

— Очень немногие слышали. И все же, по чьей-то иронии, кризис рынка облигаций в 1980 г. оказалась одним из самых опасных в двадцатом столетии — может быть, даже более опасным, чем биржевой кризис 1987 г.

— Почему же?

— Смотрите сами. Правительство США гораздо крупнее и несет большую ответственность за экономику, чем любая корпорация в отдельности. Если Правительству США придется, по существу, объявить о своем банкротстве и закрыть лавочку, вы сможете забыть обо всем прочем. Вы сможете поцеловать на прощание почти любые акции, облигации и любые объекты недвижимости, в которые вы когда-либо вложили средства. Вы сможете забыть о процентных ставках корпораций с рейтингом AAA; они потеряют всякий смысл. Согласны? Вот и ладно.

— А теперь слушайте внимательно, — сказал дилер по облигациям еще медленнее, — поскольку *именно в этом* состоит критическое звено. Мы являемся дилерами по правительственным облигациям. Мы являемся частными корпорациями, но без нас правительство не может продать свои облигации. Мы работаем точно так же, как и автомобильные дилеры. Мы покупаем облигации у Казначейства или у правительственных агентств со скидкой на крупных аукционах. Мы вносим эти облигации в наши каталоги. Мы немного повышаем их цену и затем продаем инвесторам в США и во всем мире. Позднее, когда правительство выбросит на аукцион новую кипу облигаций, мы снова повторяем всю процедуру — покупаем, заносим в каталоги, навешиваем цену и продаем.

— Очень хорошо, так в чем же проблема?

— Проблема в том, что когда облигации теряют свою стоимость, наши каталоги облигаций тоже снижают свою стоимость. Тогда мы несем огромные потери. Конечно, мы стараемся застраховаться, но в 1980 г. кризис ударил с такой силой, с такой быстротой, что мы не успели увернуться. Дефицит вышел из-под контроля. Инфляция и процентные ставки резко поднимались. Никто не хотел покупать облигации.

— Ну и что же конкретно произошло?

- Хотите послушать описание с места событий?
- Конечно, ваяйте!

## Паралич рынка облигаций

— Однажды сижу я здесь за своим столом, в торговом зале, в нашем офисном здании на Уолл-Стрит. Тупо смотрю на экран с текущим курсом облигаций и вдруг замечаю новую цену «длинных облигаций», то есть самых долгосрочных облигаций Казначейства. Мои глаза чуть не вылезли из орбит. Эта проклятая цена оказывается ниже уровня эквивалентных облигаций в период Гражданской войны! Я и говорю одному из наших старших партнеров:

— Вы можете поверить в это? Во время Гражданской войны наша страна раскололась надвое, миллионы солдат пали на обочинах дорог на американской земле, и все же эти проклятые цены на облигации были тогда выше, чем сейчас!

— Поразительно!

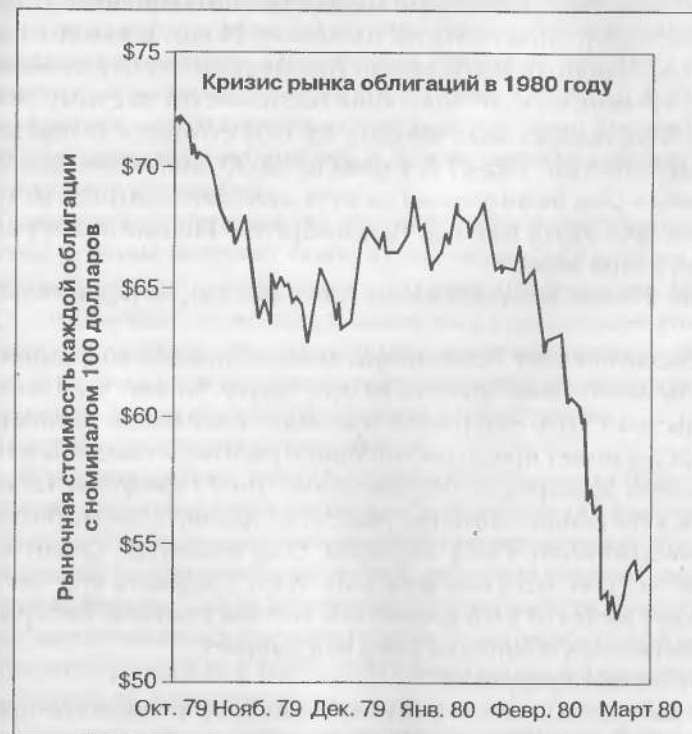
— Все мы часто повторяем: «сейчас цены облигаций упали так низко, что вряд ли они упадут еще ниже.» Поэтому мы рискуем и снова берем огромный мешок облигаций на новом аукционе Казначейства, лишь частично хеджируя их. Мы почти не осознаем, что это всего лишь *начало* кризиса рынка облигаций! А потом мы узнаем, что русские вторглись в Афганистан, и инвесторы облигаций приходят в возбуждение. Их тревожит, что разгорается холодная война, и федеральный дефицит выйдет за все мыслимые границы, даже в большей степени, чем это происходит сейчас. Вот тогда-то нас по-настоящему и огреют!

Ветеран перевел дыхание.

— В то время, — продолжал он, — самым *плохим* считался день, когда на рынке правительственных облигаций произошло падение их стоимости, может быть, на целый пункт — скажем, с 85 до 84. Но уже в следующие несколько дней мы заплатили бы что угодно, чтобы только вернуться в то время, когда дневное падение ограничивалось одним пунктом. Потому что длинные облигации теперь падали на 3 пункта за одну торговую сессию, а за следующую — уже на 4! Никогда до этого за всю мою жизнь — и никогда после — я не испытывал ничего подобного!

— А дальше еще хуже, — добавил он. — Не стало покупателей. Одни продавцы. И в один знаменательный день цена облигаций упала по-

чти на 10%. Это почти соответствует тому, что случилось с акциями в худший из дней кризиса 1929 г.! А мы говорим не о каких-нибудь рискованных акциях, мы говорим о самых, вроде бы, надежных облигациях — об облигациях, выпущенных Правительством США! (рис. 9.1).



**Рис. 9.1.** В 1980 г. цена облигаций Правительства США упала столь быстро, что многие дилеры по облигациям были вынуждены уйти с рынка, чем очень затруднили для Правительства продажу его облигаций населению — крайне опасная ситуация, которая потребовала радикальных действий от администрации президента Картера. Если Правительство не предпримет шаги по обретению контроля над своим раздувающимся бюджетным дефицитом, то аналогичный кризис вполне возможен в будущем. *Источник:* Агентство Рейтер.

Джонстон едва мог поверить своим ушам. Но он слушал, не перебивая, пока ветеран продолжал свой рассказ.

— Мы проверили наш капитал — практически ноль. Позвонили властям — говорим им: «Игра окончена! Мы сдаемся, иссякли. Больше не

можем быть покупателями на ваших аукционах по продаже облигаций.» Затем звоним нашим коллегам в этой сфере бизнеса. Они отвечают, что делают то же, что и мы. Практически все они закрываются, уходят с рынка. Наконец достигнута точка, когда все ушли — все, кроме, может быть, двух самых крупных дилеров по облигациям с самыми глубокими карманами: *Merrill* и *Salomon*. И вот, в какой-то день продавец облигаций от *Merrill* звонит продавцу облигаций от *Salomon* и говорит: «У меня есть лот облигаций Казначейства на сумму 20 млн долларов. Мне позарез надо продать их тебе сегодня.» А парень от *Salomon* ему отвечает: «Да-а? А у меня их на 30 млн, и мне надо продать их тебе.» Они были похожи на двух одиноких малышей на углу, продающих друг другу шарики, туда и обратно. Больше никто уже не участвовал в этой игре!

— Ладно. Но как это повлияло на Казначейство, на Правительство США?

— Вы еще не поняли? Если дилеры не могут продать облигации населению, не могут даже продать их друг другу, то как, черт побери, Правительство США собирается продавать свои новые облигации? Обычно дилер может продать облигаций Правительства США на сотни миллионов долларов почти мгновенно. Но 11 февраля 1980 г.\* они уже не в состоянии найти покупателя на сравнительно небольшой лот стоимостью всего 5 млн долларов. Есть несколько хитроумных продавцов, но даже если они весь день будут продавать этот лот, им все равно не удастся от него избавиться. Нет покупателей. Весь рынок правительственных облигаций умер или умирает.

— И что же они придумали?

— Они собираются вместе и едут в Вашингтон, чтобы поговорить с Картером и его советниками. Не знаю точно, что они там говорили, но позвольте мне передать голую до костей суть этого разговора. Они, по сути, сказали: «Либо вы предпринимаете что-нибудь решительное, чтобы положить конец этому кошмару с рынком облигаций, либо все кончено. Если мы не сможем продать ваши облигации, то правительство не сможет профинансировать дефицит бюджета. Вы должны сделать что угодно, чтобы убить страх перед инфляцией, даже если это будет означать гибель экономики.»

— И каков же был ответ Картера?

— Картеру это, конечно, не понравилось\*\*. Он демократ и готовился в том году к переизбранию. Последнее, чего он хотел бы, это спад экономики в год его выборов. Но дилеры по облигациям настаивают. «Послушайте, — говорят они. — Если вы не сможете набрать де-

нег, вы не сможете оплачивать ваши счета. Не сможете выплатить по платежной ведомости правительства. Чеки на получение заработной платы всем сенаторам и конгрессменам будут возвращены банками за отсутствием средств на счетах. Даже ваш чек будет возвращен!» Картеру это понравилось еще меньше. Он решает что-то сделать, чтобы убить страх перед инфляцией *здесь и сейчас...* чтобы *потом* повысить свои шансы на выборах. Он поручает Председателю ФРС Фолькеру установить строгий контроль за кредитными картами и другими формами кредита — чего никогда не делалось в истории Америки. Они, по существу, раздавили экономику, и Картер проиграл выборы. Но они спасли рынок облигаций.

Джонстон и не представлял, что инвесторы в облигации и дилеры по этим бумагам обладают таким влиянием на судьбы страны. Но это выглядело логично — они были кредиторами Америки. И подобно тому, как обычные инвесторы в акции могут создать или уничтожить руководство корпорации, инвесторы правительственных облигаций могут, в конечном счете, повернуть экономическую политику Вашингтона и даже поставить или убрать его администрацию.

Дилер прервал поток его мыслей:

— Если что-нибудь подобное произойдет когда-нибудь снова, то конечный результат будет таким же. Конкретные обстоятельства могут быть другими, но одно несомненно: президент пожертвует всем — экономикой, прибылями корпораций, рабочими местами, даже следующими выборами — ради защиты своей возможности продолжать свободно заимствовать на открытом рынке. У него просто не будет выбора. Вот что произошло в 1980 г. и что повторится и в следующий раз.

— Значит, вы говорите, что...

— Что... — дилер по облигациям помолчал немного, затем свернул к более широкой проблеме. — Большинство людей думает, что правительство всемогуще и может выручить компании, попавшие в беду, поддержать экономику, удержать стабильность рынков. «Не волнуйтесь, — говорят они. — Дядя Сэм спасет всех.» Но это неверно. В тот момент Дядя Сэм будет слишком занят, спасая себя!

## Глава 10

# Пузырь рынка недвижимости

В 2000 г. упали акции компаний технологического сектора, завершив экономический бум 1990-х гг.

В ответ *Федеральный резерв закачал в экономику большие суммы свежих денег, сбросив процентные ставки\** в рекордные 11 раз в 2001 г.

В том же году низкие процентные ставки побудили миллионы американцев броситься за получением вторых кредитов по своим закладным на дома, что помогло резко повысить цены на жилье.

Можно ли было назвать это пузырем? Если это и был пузырь, то он стал бы явным только *после* того, как лопнет. К тому же клиенты не получили предупреждений от своих брокеров и агентов по недвижимости.

Так что не стал сюрпризом тот факт, что когда Дэдини начали переговоры о покупке дома для родителей Гэбриэла, то встретили со стороны риэлторов абсолютно единодушное и решительное мнение о том, что цены на недвижимость будут расти и дальше.

Женщина, которая недавно помогла Гэбриэлу и его жене продать их летний дом, была прекрасным тому примером. В течение 20 лет она работала агентом по недвижимости с лицензией от штата Вирджиния. За все это время у нее *ни разу* не было клиента, который потерял бы деньги, купив и сохранив жилую недвижимость. Согласно ее опыту, дома для среднего класса в пригороде большого столичного района, типа района города Вашингтон в округе Колумбия, были надежной сделкой, насколько это только возможно.

Гэбриэл позвонил в офис этому агенту. Она предложила ему дом в спокойном районе в графстве Фэрфакс, но ему хотелось чего-нибудь еще дальше от гула городских автомобильных потоков, в еще более уединенном и безопасном районе.

Сначала она предлагала ему более крупные и престижные участки с домами. Наконец, она предприняла решительный штурм, вытащив лист с наклеенными на него заметками, которые она вырезала из разных информационных бюллетеней, и вывалила на него кучу рекламных объявлений.

— Видите, как взлетают до небес цены на жилье по всей стране? — взволнованно спросила она.

— Это где же?

— Да прямо здесь, в Арлингтоне например.

— Ну, это всего лишь один поселок в одном штате, — возразил Гэбриэл.

— Нет, нет. По всей стране, всюду. Взгляните на Лонг-Айленд! На 13% за один только 2002 г. Посмотрите на Форт Лодердэйл. Проверьте Провиденс, Род-Айленд. То же самое! Цены на дома поднялись на 13, 14 и даже на 15%! И это всего только за *один* год!

— Да, но все же...

— Вирджиния не Калифорния, но посмотрите, что произошло за более долгий промежуток времени! Сан-Франциско — цены на дома поднялись более чем на 70%. Сан-Хосе — 80%. Сан-Диего, Санта-Крус, Санта-Барбара, Санта-Роза — тоже 80%. А немного раньше вы могли бы купить ранчо с тремя спальнями за 60 тыс. долларов или за 70 тыс. Интересно узнать, сколько они стоят сейчас?

— Около 300 тыс.?

— Ха! Не угадали. Те же самые дома, что продавались за 60 тыс., теперь идут за 840 тысяч в Малибу, за 790 тыс. в Берлингеме, за 742 тыс. в Бэверли Хиллз, 727 тыс. в Ла Джолла, 882 тыс. в Кармеле и...

— И какое это имеет отношение ко мне?

— То же самое будет и здесь. Даже с учетом инфляции, цена среднего американского дома за последние семь лет поднялась быстрее, чем в любой предыдущий период с 1945 г. Тогда как раз вернулись домой солдаты со Второй мировой войны и подняли цены на жилье выше крыши. Сейчас у нас нет возвращающихся солдат. Но у нас есть кучи денег, поступающих от новых закладных, — и *все они вкладываются в дома\**. У нас есть кучи денег, поступающих с рынка акций, они тоже идут в дома...

Он нервно закашлялся, но она продолжала:

— Даже если в этом районе цены на дома поднимутся только наполовину по сравнению с другими районами, то скажите мне, куда вы можете сунуться, какие вложения вы можете сделать, чтобы они росли *хоть примерно* с такой же скоростью? Никаких акций! Никаких

облигаций! Я призываю вас подумать об одном — только об одном — варианте, который даст вам все сразу — тот же эффект доходности и плюс ту же безопасность. Взгляните на этот прекрасный дом с четырьмя спальнями. Площадка для игры в гольф, раздевалка для спортсменов, караульное помещение с ультрасовременными средствами обеспечения безопасности... ваши родители водят машину?

— Ага.

— Хорошо. Всего в полумиле от выезда на шоссе — стоянка для машин, охраняемая на 100%, а еще...

Казалось, она будет продолжать до бесконечности, но в этот момент в дверь позвонили. Гэбриэл извинился и вышел, оставив трубку болтаться на крючке. Вернувшись, он еще раз извинился и пообещал агенту позвонить позже.

Он был настроен скептически. Он принадлежал к породе тех немногих людей западного мира, которые еще недавно были свидетелями резкого падения стоимости объектов недвижимости — в окрестностях Буэнос-Айреса в Аргентине, где сейчас жили его родители. Из-за банковских каникул ни у кого не было наличных денег. Поэтому там не было покупателей ни на что, не говоря уж о недвижимости. Отчаявшиеся продавцы были повсюду, и цены на дома среднего класса резко упали, особенно в переводе на американские доллары. Снижение цен на 60, 70 и даже на 80% не было редкостью — и все это лишь за несколько месяцев.

Но то была Аргентина. А как насчет Соединенных Штатов? Каковы шансы, что и здесь произойдет то же самое? Процентом 10? Или больше? Он попытался позвонить консультанту Линды, но тот признался, что не является экспертом по недвижимости.

— Что бы вы ни сделали, не полагайтесь на агентов. Вы можете вспомнить случай, чтобы агент по недвижимости сказал вам: «Нет, не покупайте сейчас. Сейчас плохое время для покупки»? Они никогда так не говорят. Когда рынок вялый, с тенденцией к понижению цен, они могут сказать: «Сейчас самое время покупать, потому что рынок вялый». Если рынок на подъеме, они скажут: «Видите — рынок на подъеме. Пользуйтесь этим сейчас, пока можете!»

— Ага, я заметил.

— Подождите-ка — я как раз вспомнил кое-что. — Гэбриэл услышал постукивание по клавиатуре компьютера консультанта. — Вот он, — сказал консультант. — Позвоните этому человеку. — И он дал Гэбриэлу его телефонный номер.

Гэбриэл дозвонился в тот же вечер. Абонент находился где-то на западном побережье Флориды. Слушая гудки, Гэбриэл размышлял о том, что консультант сказал ему об этом человеке. «Это 85-летний старик, ушедший на пенсию, но так и оставшийся трудоголиком. И он настоящий аналитик в сфере недвижимости. Один из немногих во всей стране, кто прожил достаточно долго, чтобы лично наблюдать крупные обвалы цен на рынке недвижимости. Первое, что он скажет вам, это то, что цены на объекты недвижимости *отнюдь не всегда* растут.»

После шести звонков трубку, наконец, сняли. Первые несколько минут старик на том конце провода был немногословен и старался отвечать уклончиво. Но едва Гэбриэл упомянул о своем опыте в Южной Америке, он взорвался, как нефтяной фонтан.

— О, хорошо. Тогда я могу поговорить с вами.

— Почему так?

— Вы не представляете, каково мне здесь. Если вы скажете кому-нибудь, что «рынок акций катится на саночках прямо в преисподнюю», ну... может быть, вы заведете не так уж много друзей, но вас все же будут еще считать человеком. Но если вы станете говорить людям: «Будьте внимательны — *стоимость жилья* скоро начнет тонуть», — забудьте о друзьях и о людях вообще: вас будут считать крысой, разносящей бубонную чуму. Так что я предпочитаю заниматься только своими делами. Провожу свое исследование. Пишу свою статью для газеты. Затем иду спать. Просыпаюсь. Продолжаю свое исследование. Пишу другую статью. Так и живу.

— Тонуть? — Гэбриэл превосходно владел английской лексикой, но он не смог понять смысла этого слова в данном контексте.

— Все верно. Не просто опускаться на 1–2% — вы увидите, как они начнут падать на 20, 30, 40%, а может быть и больше, в зависимости от множества факторов.

— Я понял. Но здесь, в Соединенных Штатах Америки? Я хочу сказать — разве для нас это обычное явление? Разве это *уже* случилось?

— Это не обычная практика, но все же...

— В таком случае когда?

— В любом районе время от времени возникало вздутие цен на недвижимость, за которым следовал откат местной или национальной экономики.

— Например?

— В 1990 г. у нас был обвал цен на недвижимость на Гавайях. У нас был обвал в сфере жилищного строительства в Калифорнии —

тоже в 1990 г. В 1987 г. случился обвал цен на недвижимость в Техасе. Здесь, во Флориде, нас поразила тяжелейшая спад в 1975 г. Можно я вернусь еще дальше во времени? В 1962 г. произошел обвал на рынке недвижимости в Сан-Диего. Дайте-ка я посмотрю. Вот, падение цен на землю в 1926 г., вероятно, худшее за всю историю Америки. А еще падение в Лос-Анджелесе 1889 г. Чикаго получил свое в 1842, 1877 и в 1932 гг\*.

— Но разве большую часть времени в большей части страны цены на недвижимость не поднимались все время вверх, вверх и вверх?

— Да, да. Это так. Но случалось, что цены на дома падали также в масштабе всей страны — в любой период, когда за длительным спекулятивным подъемом на рынке акций следовало большое падение. Точно так, как это происходит как раз сейчас.

— И насколько это было плохо, на самом деле?

— Опустошительно. После фиаско 1929 г. цены на недвижимость упали чуть ли не до нуля и держались на этом уровне целое десятилетие. После медвежьего рынка 1974 г. мы были свидетелями самой серьезной депрессии в сфере недвижимости второй половины двадцатого столетия. А сейчас акции упали сильнее, чем в 1974 г. Сегодня единственное спасительное благо — это низкие процентные ставки. Но если процентные ставки снова поднимутся, даже ненамного... тогда прощай последняя рубашка! Это такой же пузырь — как и на рынке акций.

В комнате старика послышался женский голос — словно женщина на что-то жаловалась. Отвечая ей, аналитик прикрыл микрофон рукой, но он говорил громко, и все было слышно.

— Успокойся! Наконец, я нашел живого человека, который не думает, как ты, что я всего лишь сумасшедший старый пердун!

Гэбриэл улыбнулся про себя и затем спросил:

— Но где пузырь? Я что-то не вижу никакого пузыря.

— Конечно, не видите. Вряд ли кто-нибудь видит. Но я вижу его. Это же ясно, как день.

— Где же?

— В закладных. В огромных долгах. Я здесь живу уже очень долго. Еще в 1940 г. я был не намного моложе, чем сегодняшние покупатели своего первого дома. Ну-ка угадайте, какой процент собственного капитала вкладывала тогда в среднем американская семья в свой дом?

— Не знаю — 50%?

— А вот и нет — 85%! На каждые, скажем, 10 тыс. долларов стоимости дома семья владела 8500 долларами, а ее долг составлял только 1500 долларов. Это в среднем. А сейчас дело обстоит иначе; если дом

стоит 100 тыс. долларов, то из них средняя семья владеет только 55 тыс. долларов, а жуткие 45 тыс. — это долг. Средняя величина долга за дом утроилась!

— Хм. 55 тыс. долларов — это собственные средства в доме ценой 100 тыс. долларов? Это звучит не так уж плохо. Масса людей пошла бы на убийство ради таких кредитных условий.

— Вот именно. В этом вся проблема. Это лишь средняя величина. А тем временем миллионы людей не имеют вообще ничего. Масса людей истратила все свои денежные средства, полученные с помощью повторных закладных на свои дома или займов под собственную часть недвижимости, с помощью ссуд под закладные. Да, они получили кучу денег. Но сейчас большая часть этих денег уплыла. Куда они вложены? Они истрачены! Истрачены на отпуска, роскошные автомобили, лодки и другие игрушки. Многие даже потратили свои наличные деньги, чтобы поиграть с акциями технологических компаний.

Гэбриэл с трудом проглотил слюну. Игра на бирже на поступления от продажи недвижимости — это было как раз то, что проделали они с женой.

— У вас есть под рукой факс? — спросил аналитик по недвижимости.

— Да.

Аналитик подбежал к своему факсу, отправил факс Гэбриэлу и вернулся.

— Я отправил вам график. Он показывает долю собственности, принадлежащую владельцам домов в Америке, и ее изменение во времени. Посмотрите, как с каждым годом эта величина снижается — все ниже, ниже и ниже. Самое низкое значение приходится на середину столетия — как раз тогда рынок акций показал нам, что следует ждать впереди каких-то по-настоящему трудных времен.

— И все же 55%-ная, в среднем, доля владельцев в стоимости их домов\* звучит для меня совсем не плохо. Что в этом плохого?

— Вы все еще не понимаете. Когда вы посмотрите на этот график, я хочу, чтобы вы вспомнили один-единственный крайне важный, поразительный факт: все эти годы доля владельцев в стоимости их домов падала несмотря на то, что общая стоимость жилья росла!

Он немного помолчал, а затем спросил:

— Если вы начнете, имея дом стоимостью, скажем, 100 тыс. долларов при ипотечном кредите на него в сумме около 70 тыс. долларов, то каков в нем ваш реальный собственный капитал?

— 30 тыс. долларов — 30%.



— Верно. А теперь предположим, что стоимость вашего дома выросла вдвое — до 200 тыс. долларов. Какая часть в его стоимости принадлежит вам?

Гэбриэл помолчал с минуту, производя в уме расчеты. — Мой дом стал дороже на 100 тыс., значит, у меня теперь 130 тыс. долларов — 60%. Нет, извините, 65%.

— Видите? Ваша доля собственности на дом *более чем* удвоилась. Это то, что должно было произойти во всей стране за все эти годы. Но этого не произошло. Чем выше поднималась стоимость жилья, тем больше люди увеличивали объемы своих займов. Поэтому даже когда стоимость недвижимости росла, доля собственности владельцев домов падала. Именно это и опасно — очень, *очень* опасно.

— Но почему же?

— Потому что когда стоимость домов начнет падать, она может в мгновение ока уничтожить долю вашей собственности, оставив сумму, составляющую ваши долги. Все окажутся в долгах выше головы. А затем уже не будет источника для ссуд под залог вашей обесценившейся доли собственности на дом. Люди перестанут вкладывать деньги в недвижимость. Когда они потеряют свой доход, они уйдут из своих домов. Оставят свои ключи у риэлтора и уедут из города, или что-нибудь еще похуже.

Гэбриэл на время прервал разговор, сказав, что ему нужна минутка, чтобы вынуть материал из факса, просмотрел его и попытался переварить все, что узнал. Он снова позвонил через полчаса. Пожилая женщина сняла трубку, вздохнула и сразу же позвала аналитика к телефону.

— Ну как, посмотрели мой материал? — спросил аналитик.

— Да, благодарю вас. Скажем так, я признаю тот факт, что недвижимость — это мыльный пузырь. И вот что я хочу знать: когда конкретно он лопнет?

— Он уже лопнул! Прямо сейчас, пока мы разговариваем. Но вы это еще не видите, потому что это сначала ударит по коммерческой и промышленной недвижимости. Затем это распространится во все стороны.

И аналитик стал описывать, с живыми подробностями, три четких фазы в падении цен на недвижимость.

Он сказал, что в первой фазе падение рынка акций сделает невозможным для многих компаний привлечь капитал, в результате чего они вынуждены будут сворачивать свои проекты по расширению. Вскоре после этого они начнут сокращать площади, которые занима-

ют их офисы, фабрики и склады, а также отменять проекты нового строительства, оставив пустыми миллиарды квадратных футов. Если они обанкротятся, будет выброшено на рынок еще больше площади.

— Именно это произошло в прошлый раз, — пояснил аналитик. — Количество новых коммерческих объектов, законченных строительством, упало с более чем 100 млн квадратных футов во второй половине 1980-х гг. до всего лишь 28 млн квадратных футов в первой половине 1990-х гг. Вслед за этим упали и все доходы от сдачи внаем помещений — арендные ставки, рента, объемы продаж и цены. Именно это, по-видимому, происходит и сейчас.

Далее он сказал, что во второй фазе падения доходов от недвижимости компании, испытывающие трудности, увольняют сотни тысяч рабочих, и что эти уволенные рабочие не смогут выплачивать долги по своим закладным.

— Сколько же пройдет времени, прежде чем это начнется, как вы думаете? — спросил Гэбриэл.

— Вы не шутите? Вы разве не следите за последними известиями? Сейчас около 10 млн граждан США и постоянно проживающих в стране лиц не имеют работы и бьются за то, чтобы сохранить крышу над головой. У нас сейчас рекордный за последние 30 лет *уровень просрочек выплат по закладным\**! У нас сейчас самый большой уровень лишения прав выкупа закладной на жилье за последние 52 года! У нас рекордное за всю историю *число случаев* лишения прав выкупа закладной на жилье — 640 тыс. за один только квартал! Это начинается уже сейчас, хотя и считается, что экономика находится в стадии подъема.

— Ладно, а что представляет собой третья фаза?

— Третья фаза заставит спад в сфере недвижимости 1970 г. выглядеть, как воскресный пикник. Рынок жилой недвижимости распадется, как картонный домик.

— А как же все эти деньги, которые должны полииться из рынка акций и влиться в рынок недвижимости? Куда еще могут люди вложить эти деньги?

— Какие деньги? Большинство людей вмерзло в рынок акций, как волк в прорубь в известной сказке. Но посмотрите на то, что происходит с людьми, которые выходят из игры? В данный момент, когда они забирают свои деньги с Нью-Йоркской фондовой биржи, сколько, по-вашему, они могут получить? Я это знаю, потому что я сам инвестор и могу сказать вам, сколько я сам могу получить. Я могу получить только 63 цента за каждый доллар, который я вложил во время пика. Если бы я вложил свои деньги в акции S&P 500, было бы еще хуже: я не

смог бы получить с них больше 50 центов за доллар. А один доллар, который я вложил в Nasdaq в период его пика? Ну, это шутка. Он бы стоил сейчас только четверть от своей первоначальной стоимости! Неужели вы всерьез думаете, что при всех этих потерях люди кинутся вкладывать деньги в недвижимость\*?

— Думаю, что нет.

— Посмотрите вокруг повнимательнее. Понаблюдайте за летними коттеджами. Они первыми пойдут на продажу. В кипучие 1990-х гг. многие зажиточные американцы покупали второй или даже третий дом. Они покупали домики в горах для проживания во время отпуска. Они покупали бунгало недалеко от пляжей. Это было в хорошие времена. А сейчас подходят плохие времена. И вот, они видят, как их портфели акций тонут. Они встревожены, как бы не потерять свою работу. И что же они делают? Они продают свои домики в горах. Продаются свои дома около пляжей. А цены все равно падают.

— А дальше, — продолжал аналитик, — следите за ставками процента по закладным. Если они начнут подниматься, вы имеете все основания для первоклассной, всеобщей паники на рынке жилья. Это то, что ударит рынок в его самое слабое место.

— То есть...

— То есть по всем этим людям, которые воспользовались регулируемыми ставками процента по закладным — особенно по людям, которые воспользовались более низкими расценками ипотеки с регулируемыми процентными ставками<sup>47</sup> для покупки более дорогого жилья, чем они могли бы себе позволить при других условиях. Если процентные ставки повысятся, множество людей не сможет выплачивать свои взносы по закладным. Если люди начнут терять работу, то еще больше людей прекратят выплаты взносов. Многие захотят немедленно продать свою недвижимость. Они будут готовы назначить за свои дома смехотворно низкие цены. Цены рухнут с грохотом, и от этого падения пойдут широченные круги.

— Понимаю.

— Еще одно слово, последнее. Это не рынок акций. Вы не сможете в один прекрасный день позвонить своему агенту по недвижимости и заявить: «Продайте мой дом на рынке — сегодня!» Здесь чтобы продать вашу собственность требуется время. К тому же, время требуется и для

<sup>47</sup> Ипотека с регулируемыми процентными ставками — ипотека, условия которой предусматривают в течение периода ее погашения возможность изменения ставки в связи с изменением рыночных условий. — *Примеч. ред.*

того, чтобы ценовые тенденции достигли вашего района. Поэтому гроза может и не разразиться у вас по соседству на следующей неделе или даже в следующем месяце. И все же вам следует начать процесс как можно скорее. Вы достали мой материал из факса, да?

— Да. Я получил еще две лишние страницы. Что это за материал?

Аналитик объяснил, что недавно написал рассказ для местной газеты — для ее воскресной части с разделом по недвижимости, но он так и не был напечатан. Его первоначальное название было: «Что делать, пока ваша недвижимость не превратилась в мусор.» Редактор газеты настоял, чтобы это название изменили на другое: «Что делать, когда рынок недвижимости становится вялым.» Поэтому аналитик отослал ее обратно в газету под заголовком: «Что делать, когда падают цены на недвижимость.» Но после всех этих пересылок туда-сюда история со статьей так и осталась в кабинете редактора.

— Первое, что вы должны сделать, — сказал аналитик, — это настроиться на то, что вы не собираетесь покупать этот новый дом. Остальное все там, в этом материале. Просто прочтите его. Звоните мне в любое время.

#### ЧТО ДЕЛАТЬ, КОГДА ПАДАЮТ ЦЕНЫ НА НЕДВИЖИМОСТЬ

**Шаг 1: Подождите — не бросайтесь покупать!** Пока падает рынок акций и экономика слабеет, очень вероятно, что вы сможете позже заключить гораздо более выгодную сделку на аналогичную собственность. Даже если к тому времени поднимется ставка процентов по закладной, сумма, которую вы сэкономите, может оказаться в несколько раз больше, чем любые дополнительные проценты, которые вам придется платить.

Однако если вы вынуждены покупать сейчас, не берите на себя большей задолженности, чем можете себе позволить без особого напряжения для семейного бюджета. Низкая процентная ставка по закладной может соблазнить вас, но никогда не забывайте, что общая задолженность, которую вы приняли на себя сегодня, останется с вами на многие годы.

**Шаг 2: Seriously обдумайте вопрос о продаже коммерческой собственности.** Как правило, ее стоимость начинает падать первой вслед за обвалом рынка акций. Старайтесь активно следить за ценами на объекты недвижимости, чтобы быстрее от них избавиться, но не отдавая при этом за бесценок. Забудьте о том, сколько, по вашему мнению, должна стоить ваша собственность. Определите на рынке хорошую, реальную цену за собственность, которую вы хотите продать, и назначьте свою цену ниже. Если вы пытаетесь получить больше рыночной цены или даже столько же, вы рискуете постоянно находиться на один шаг позади рынка, пропустив своих возможных покупателей и удерживая имущество, стоимость которого все равно продолжает падать.

**Шаг 3: Серьезно обдумайте вариант продажи своего второго дома.** Второй дом может оказаться среди первых объектов жилой недвижимости, цены на которые пойдут вниз. Действуйте быстро, следуя тем указаниям, которые были даны в Шаге 2.

**Шаг 4: Следующим объектом продажи может быть сдаваемая внаем собственность.** Не теряйте себя надеждой, что ваши сегодняшние съемщики — независимо от уровня своих доходов или кажущейся уверенности в сохранении работы — возобновят аренду или даже продолжат своевременно выплачивать свою ренту. Серьезно обдумайте вариант продажи.

**Шаг 5: Ваше основное жилье — просто здание или домашний очаг?** Тщательно обдумайте и обсудите со своей семьей следующие три вопроса:

- ✓ Является ли ваш дом прежде всего обителью семьи, и у вас нет другого места, где бы вы могли жить счастливо? Если это так, то о продаже не может быть и речи. Независимо от того, будет ли рыночная стоимость дома расти или падать, вы твердо решили остаться на месте.
- ✓ Вы уже как-то обсуждали вопрос о переезде куда-нибудь? Если да, то лучшее время для продажи дома наступает тогда, когда у вас есть хорошее основание считать, что цены могут упасть еще ниже — как, например, после сильного падения цен на рынке акций, — но в тот момент, когда цены все же недалеко от своих пиковых уровней.

Если это точно описывает текущую ситуацию в вашем районе, сделайте все возможное, чтобы воспользоваться этим кратким периодом времени и осуществить продажу своей недвижимости. Если цены уже начали падать, назначьте цену ниже рыночной, чтобы быстро избавиться от собственности.

- ✓ Вы уже вышли на пенсию или на подходе к этому событию? Рассчитываете ли вы на свою недвижимость, чтобы финансировать существенную часть своих расходов на жизнь после ухода с работы? Если да, то обдумайте возможность продажи сейчас. Это трудное и мучительное решение, но оно может оказаться более разумным, чем риск наступления событий, которое может сорвать все ваши планы.

**Шаг 6: Выясните, находитесь ли вы в «зоне пузыря».** Если вы находитесь на границе (этой зоны), пытаясь взвесить все за и против продажи или сохранения вашей недвижимости, один единственный довод, который может помочь вам прийти к окончательному и верному решению, это — определение того живете ли вы в районе, который пережил в свое время бум недвижимости. Отбросив остальные факторы, можно сказать, что чем выше был последний скачок, тем резче будет спуск, когда цены на недвижимость начнут падать.

## Глава 11

# Выигрывающее меньшинство

В мире политики большинство выигрывает, а меньшинство теряет. В мире инвестиций все обстоит с точностью до наоборот, особенно на крутых виражах его исторического развития.

Многие из тех, кто поддался буму на рынке акций, могут оказаться раздавленными, когда в момент катастрофы толпа бросится к выходу. И наоборот, те немногие, кто владеет секретами получения прибыли во время кризисов, могут подчас заработать больше денег в моменты спада, чем большинство других заработали во время предшествовавшего ему бума.

Линда Дэддини происходила из семьи, знавшей больше других о бизнесе и финансах. И все же у них никто и никогда не говорил о кризисах, не говоря уж об извлечении из них прибыли.

Кризисы принадлежали к явлениям, существовавшим в строго определенном историческом прошлом, которые современное общество давным-давно научилось предупреждать. В самом худшем случае, кризис представлял собой некое отклонение, которое не могло длиться долго, и которое давало возможность быстро заключить сделки до того, как рынок снова начнет свой почти вечный подъем. Представление о возможности фактического *зарабатывания денег* в периоды спада было совершенно чуждо для большинства людей, включая Линду Дэддини.

Классический способ зарабатывать на кризисах состоит в том, чтобы играть на понижение<sup>48</sup>. Но этот термин «играть на понижение» не вошел в число предметов, о которых она вообще когда-либо думала, разве что в разговорном смысле. «Никогда не играй сама с собой на понижение,» — говорила ее мать, а еще: «Всегда уважай свою семью; никогда не

<sup>48</sup> Продавать что-либо по сегодняшним ценам в расчете на их снижение в будущем. — *Примеч. ред.*

играй ею на понижение.» В данном контексте термин «игра на понижение», очевидно, обозначал неподходящую форму поведения.

До недавнего времени она оставляла бремя принятия решений об инвестициях своего капитала, в основном, на совести других людей, — например, ее брокера. Но сейчас опустошительные потери на рынке акций не оставили ей иного выбора, кроме самостоятельного углубления в науку инвестирования. Стоящий в гостиной телевизор, который обычно что-то бубнил на каналах «Disney Channel», «Nickelodeon» или MTV, теперь гудел, передавая беседы на канале CNBC. Домашнему коккер-спаниелю, любимым занятием которого, по утрам было рвать «Washington Post», теперь приходилось выполнять двойную работу — рвать как «Post» так и «Wall Street Journal»<sup>49</sup>.

Однажды вечером, когда Линда сосредоточенно просматривала стопку тестов по элементарной механике, ее внимание привлекли два слова, произнесенные в ток-шоу на канале CNBC: «кризис» и «прибыли».

О кризисе она знала все. Она сама пережила его. О прибылях она знала, что это — то, что обещал ей ее брокер, но так и не выполнил. Но «кризис» и «прибыли» в одном предложении? Такое сочетание показалось ей совершенно несуразным.

Она тут же забыла об этом, пристально посмотрела на стопку все еще не проверенных тестов, вздохнула и взяла в руки очередной лист: *Физика, 1-й курс. Раздел 1 — Механика. Вопрос 1. Рычаг — это инструмент, который передает и изменяет силу, приложенную к двум его точкам, и поворачивается вокруг третьей точки. Привести три примера из вашей повседневной жизни и пояснить, как они соответствуют этому определению.*

Вопрос был легкий. Отсутствие ответа в тесте могло бы означать только то, что студент предпочел сразу перейти к более трудным вопросам, для которых требовалось развитое умение решать задачи. Она прочла часть ответов. *Лом, домкрат, катапульта, ложка при стрельбе из нее промокашкой...* «Да!» или «Остроумно!» — писала она свои замечания на полях в то время, как где-то на заднем плане доносились звуки продолжающейся беседы на канале CNBC.

И вдруг, они прозвучали снова! Все те же два слова, вылетевшие из колонок, которые обычно извергали продукцию «Backstreet Boys» или Бритни Спирс: «кризис» и «прибыли» плюс еще одно слово — «рычаг».

<sup>49</sup> «Wall Street Journal» — популярное периодическое издание, содержащее, в основном, экономическую информацию и биржевые сводки. — *Примеч. ред.*

Рычаг? На рынке акций? При катастрофе? Создание прибылей? «Хватит! — сказала она себе. — «Брось эти тесты и, хотя бы для разнообразия прислушайся-ка к тому, о чем там говорят!»

Однако, когда она отложила в сторону тесты и прислушалась повнимательнее, вместо объяснения, которое она надеялась получить, на нее полился новый поток жаргонных слов: «короткие позиции»... «обратные индексные фонды»... «пут-опционы»..., а затем, неожиданно, в третий раз «кризис!... прибыли!»

Нет нужды говорить о том, с какой темы началась ее *следующая* беседа с консультантом.

— Я абсолютно поражена тем, что услышала вчера о прибылях, получаемых во время кризисов, — сказала она, позвонив ему домой необычно рано. — Об этом говорили по телевизору. Сначала я не обращала внимания, но эти слова словно выскочили оттуда и схватили меня, когда я была погружена в свою работу.

Сначала ей показалось, что он был ошеломлен так же, как она.

— Заработать на кризисе? О чем вы говорите?

— Нет, это не совсем точно. Сначала я услышала слово «кризис», а *затем* они сказали что-то еще, а *потом* прозвучало слово «прибыли». Но это было сказано практически на одном дыхании. Я думаю, что индекс Dow упал позавчера пунктов на 300, правильно? Поэтому я сначала подумала, что они говорят о каких-то конкретных акциях, которые взлетели вверх, несмотря на спад рынка. Я поняла так, что они имели в виду получение прибыли, *несмотря на* общую катастрофу. Вот почему я позвонила вам прямо сейчас. Извините, что я потревожила вас так рано.

Консультант пропустил ее извинения мимо ушей, объяснив, что он ранняя пташка и что, в самом деле, разрешил ей звонить ему домой.

— О каких конкретно вложениях вы говорите? — спросил он.

— У меня нет об этом ни малейшего представления. Все, что я знаю, это то, что некоторые из них подскочили в цене в пять раз. Вы можете поверить в такое? 500% прибыли!

— Ну, это не совсем верно. Если стоимость акций возрастает в пять раз, то это фактически означает прибыль в 400%. Например, если стоимость вашего пакета повышается со 100 долларов до 500, то ваша прибыль будет равна 400 долларам, или 400% вашего первоначально-го вложения.

— Вот оно! — решительно сказала она. — Это именно то, что они сказали, или почти то. Были какие-то акции, о которых они говорили, что их стоимость подскочила от 100 долларов до 250. А еще одни подпрыгнули

со 150 долларов до почти 800. И все это за один день! Мне ужасно нужно узнать больше об этих вложениях. Пожалуйста, скажите мне, что это?

Советник немного подумал, прежде чем ответить.

— Есть только один вид инвестиций, которые могли возрасти в стоимости со 150 до 800 долларов в день кризиса. У них очень мощная отдача. Иначе говоря, подобно большому рычагу, потенциально они способны дать очень большие доходы при очень малых вложениях. Обычно они дешевы. А еще они очень изменчивы и спекулятивны — рассчитаны на скорую и легкую наживу, но могут быть и забавой при условии, что вы не придаете им чрезмерного значения. Но прежде чем я скажу вам больше, я должен знать: что вы хотите сделать? Какова ваша цель?

Она вздохнула.

— Я, в сущности, не знаю. Все, что я знаю, это то, что я напугана. Мы не должны ни при каких обстоятельствах продавать наш дом в горах. Мы не должны никогда вкладывать эти деньги в акции. Нам уже крепко досталось. После этого всякий раз, когда мы пытались отыграться, мы теряли еще больше. Мы должны быстро возместить наши потери, но как?

Она немного помедлила, закусив губу.

— Кроме того, у меня еще одна плохая новость. Помните, я рассказывала о моем деду и его портфеле ценных бумаг?

— Да.

— Мы так и не продали его. И причиной этого был не столько мой дед, сколько мои братья. Оба они врачи. Они знают о рынке акций не больше меня, но они *считают*, что знают все. По их мнению, продавать акции после того, как рынок уже упал, это все равно, что запереть сарай после того, как лошадь убежала. Они говорят, что мы должны *покупать и дальше*.

— А как насчет того списка, что я вам дал?

— Списка? Хм, не помню. Думаю, что никто не захотел взяться за это дело. Кроме того, я не хотела воевать с ними из-за этого, а они не хотели воевать из-за этого со мной. Так что мы оставили это дело, и оно как-то само заглохло. Я боюсь, что сейчас уже слишком поздно заниматься этим.

— Нет-нет, еще не слишком поздно. Совсем не поздно. Большая часть «голубых фишек»<sup>50</sup> все еще ненадежна во многих отношениях.

<sup>50</sup> «Голубые фишки» — компании с внушительной капитализацией и долголетней историей (называются так по цвету самых дорогих фишек, используемых при игре в покер). — *Примеч. ред.*

В этом портфеле слишком большая доля вложений в акции. Лучше позже, чем никогда.

— Еще одна плохая новость, — сказала она с грустью. — Врачи сказали, что дедушке осталось жить всего несколько недель.

— Что же хочет предпринять семья?

— Они... то есть мы... не знаю. Если мы продадим акции сейчас, логи на прибыль с дохода будут огромные. Но это еще цветочки. Хотя мы обладаем некоторым влиянием, мы не имеем полного контроля над этим портфелем. Я думаю, что пройдут месяцы, прежде чем суд утвердит завещание. Мать говорит мне, что портфель упал в цене более чем на 10% только за последние две недели. Что нам делать? Просто сидеть и смотреть, как их стоимость стекает в канализацию, точно так же, как это произошло с нашими собственными вложениями в акции компаний телекоммуникационного сектора?

Консультант ответил обнадеживающе:

— Вы ведь уже ликвидировали все акции в своем портфеле, верно? Вы уже перевели эти деньги в ценные бумаги Казначейства или во что-то равноценное, так? Да? Очень хорошо. Это снимет с вас огромную тяжесть. Вы остановили кровотечение. А теперь вы и ваша семья имеете перед собой две оставшихся цели.

## Защита от кризиса

— Неужели?

— Да. Первая цель — возместить потери. Вторая цель — для вас и других наследников — защитить от следующего рыночного кризиса акции в ожидаемом вами наследстве. Защита — это ваш приоритет номер один. Что вы знаете об игре на понижение?

— Ничего! — твердо ответила она, вкладывая в ответ свое отвращение к этому термину.

— Поймите меня правильно. Я не собираюсь рекомендовать вам играть на понижение стоимости акций, но вам нужно понять, как эта система работает. Суть ее в том, что вместо того, чтобы покупать по низкой цене и продавать по высокой, вы просто меняете порядок операций. Сначала вы продаете акции по высокой цене, а затем покупаете по низкой.

— Но как же можно продавать акции, которых у вас нет?

— Вы берете их в займы. Скажем, акции компании *Exxon* продаются по 35 долларов за акцию. Вы идете к своему брокеру, берете займы

1 тыс. этих акций и быстро продаете их. Это дает вам 35 тыс. долларов кредита на вашем счете. Это вам пока понятно?

— Конечно. На моем счете имеется 35 тыс. долларов.

— Нет, не наличных — только *кредита!*

— О, ладно. Я имею 35 тыс. долларов кредита на моем счете. Продолжайте.

— Далее, *Еххон* падает до 15 долларов за акцию. Вы покупаете 1 тыс. акций по 15 долларов каждая, чтобы вернуть их брокеру. Сколько вы должны вычесть из ваших 35 тыс. долларов кредита, чтобы заплатить за эти акции?

— Тысяча акций по 15 долларов каждая? 15 тыс. долларов, как я думаю, но...

— Просто потерпите немножко. Итак, сколько эта операция оставит на вашем счете?

— 20 тыс. долларов?

— Точно. Это ваш доход — 20 тыс. долларов. Естественно, что если после того, как вы продадите взятые в долг акции, их стоимость поднимется, вы понесете убытки.

— Интересно, — сказала она без воодушевления.

— А теперь позвольте мне объяснить вам основания, по которым я *не рекомендую* большинству инвесторов играть на понижение. Если проданные акции сильно поднимаются в цене, то возникает опасность, что вы можете, в конце концов, понести убытки, превышающие те суммы, которые вы вложили в эти акции. Я допускаю...

— Нет, спасибо! Я не могу пойти на такой риск. У меня есть семья, о которой я должна заботиться. У меня двое детей, которые заслуживают того, чтобы пойти когда-нибудь в приличный колледж. Да и в любом случае, я не хочу играть на понижение. Я бы ощущала себя стервятником, питающимся чужой болью и страданием. Я не могу пойти на это. Это и непатриотично и неправильно в моральном отношении.

Консультант, державшийся до этого момента весело и общительно, ответил серьезно:

— Это чистейший вздор!

Этот ответ напомнил ей о реакции ее отца всякий раз, когда она обижала его.

— Почему это? — спросила она сконфуженно.

— Позвольте, я объясню. Инвесторы, или, как их чаще называют, спекулянты, играющие на понижение, — могут быть даром богов для рынка. Они берегут свою покупательную способность. Затем, когда рынок находится внизу, они первые начинают покупать. Они похожи

на стартовый двигатель вашего автомобиля, который снова приводит все в движение. Без них рынок мог бы томиться и чахнуть месяцами на самом низком уровне. Запомните: все играющие на понижение играют в долг. Поэтому в какой-то момент им *придется* выкупить обратно все эти акции, так? Когда медвежий ход на рынке заканчивается, кто, по-вашему, будет вытаскивать нас из дыры? Кто запустит нас на дорогу к настоящему восстановлению и подъему? Эти самые спекулянты, играющие на понижение!

## Обратные индексные взаимные фонды

— Это замечательно, но я все же не могу позволить себе принять такой неограниченный риск, — сказала Линда.

— Вы не хотите и не должны. Наоборот, вам следует покупать только такие вложения, в которых ваш риск строго ограничен той суммой, которую вы сами определили.

— Приведите пример.

— Вы можете купить акции какого-нибудь специализированного обратного взаимного фонда, чтобы извлечь прибыль из падения цен. Если вы владеете акциями одного из таких фондов, вы никогда не сможете потерять больше, чем вы вложили — как и в любом другом взаимном фонде. Вы никогда не получите требования о внесении дополнительного обеспечения<sup>51</sup>. Иначе говоря, вас никогда не попросят вложить больше денег. И чем больше падает рынок, тем больше будут стоить принадлежащие вам акции этого фонда. Только представьте себе: с одной стороны, «голубые фишки» катятся вниз, и в то же самое время — ваши акции в обратном взаимном фонде поднимаются в цене.

Она немного задумалась, и ей представился образ качелей. С одной стороны доски лежали акции ее дедушки, опускающиеся вместе с рынком. С другой стороны находится обратный взаимный фонд, который поднимается вверх, компенсируя ее убытки.

— Как, вы сказали, называется этот вид фонда?

— Он называется «обратным индексным взаимным фондом».

— Почему он так называется?

<sup>51</sup> Требование о внесении дополнительного обеспечения — требование депонировать дополнительные средства на залоговый счет при уменьшении его остатка ниже уровня, установленного правилами. — *Примеч. ред.*

— Потому что эти фонды являются противоположностью обычных индексных фондов. Вы знакомы с индексными фондами?

Она ответила утвердительно, но нерешительно.

— Все-таки позвольте мне объяснить их сущность. Индексные фонды привязаны к главному фондовому индексу вроде индекса Dow 30 Industrial или S&P 500. Если вы хотите вложить свои деньги в растущий рынок акций, то вам пришлось бы туго, покупая все 30 акций Dow или все 500 акций S&P, верно? Поэтому индексный фонд делает это за вас, а вы могли бы купить всего лишь акции самого этого фонда. Они могли бы применить и другие способы, — но всегда стремились бы сохранять стоимость своих акций в жесткой взаимосвязи с рыночным индексом. Если, например, индекс возрастает на 20%, то и акции такого взаимного фонда поднимаются на 20%.

Он помолчал немного на случай, если у нее будут вопросы, затем продолжал:

— Фонды, о которых я говорил вначале, делают то же самое, но *наоборот*. Они играют на понижение по всем акциям, входящим в S&P 500 или в Nasdaq 100 и т. д.

— Как они это делают?

— Об этом я расскажу вам позже. А сейчас давайте поговорим о результатах. Рассмотрим, например, фонд, который занимается обратным направлением изменения стоимости акций S&P 500. Если акции S&P падают на 10%, акции этого фонда, согласно его правилам, *повышают* свою стоимость на 10%. Если акции S&P падают на 20%, вы должны заработать 20%. Чем больше падает рынок, тем больше денег вы зарабатываете.

— А существуют другие такие фонды?

— Да. Есть также еще один, который делает по существу то же самое, но для индекса Nasdaq 100. Если индекс Nasdaq 100 падает на 10%, ваши акции в этом фонде повышаются в стоимости на 10%.

— Звучит слишком хорошо, чтобы быть правдой.

— Это чистая правда, но не всегда все происходит так хорошо. Если рынок идет вверх, вы проигрываете. Если S&P вырастает на 20%, а вы вложились в фонд, являющийся зеркальным отражением S&P, то ваши акции падают на 20%. Впрочем, в этот момент акции вашего дедашки, вероятно, поднимутся в цене вместе с индексом. Может быть, и не точно доллар к доллару, но близко к этому.

— Я понимаю, что вы имеете в виду, — сказала она с ощущением полного понимания. — Это будут не точно уравновешенные качели. Ось шарнира может быть смещена от центра.

Она была очень довольна, а консультант пообещал дать ей названия и телефоны ряда обратных индексных фондов, а также указания о том, сколько, где и когда покупать.

Теперь ей дышалось легче. До сих пор она ощущала себя голой и незащищенной. Теперь она наконец-то могла спать ночами. Она дала себе обещание начать действовать согласно этим указаниям, как только окажется дома.

— Подробности я вышлю вам по e-mail, — сказал он. — Я назову эту инструкцию «Защита от кризисов». Просмотрите ее, и если у вас появятся какие-нибудь вопросы, дайте мне знать. А сейчас мне надо бежать. У меня свидание с дантистом...

— Нет, подождите! — воскликнула она прежде, чем он повесил трубку. — Как все-таки насчет вложения, которое может превратить 150 долларов в 800? Как насчет того, чтобы быстро возместить наши потери?

— Первым делом позаботьтесь о вашей защите — защите от кризисов. Затем, как только ваш тыл будет обеспечен, позвоните мне. В зависимости от состояния ваших финансов, вы сможете перейти в наступление и нацелиться на получение прибыли при кризисе.

#### ЗАЩИТА ОТ КРИЗИСОВ

Если вы не можете продать ненадежные акции, обдумайте следующие шаги:

**Шаг 1: Узнайте больше об обратных индексных фондах.** Если вы вложите свои деньги в обычный взаимный фонд, его управляющие будут, как правило, вкладывать их в различные акции, которые они выберут в зависимости от результатов своих исследований и конъюнктуры рынка.

Индексные взаимные фонды более ограничены. В них работа управляющих сводится только к покупке акций или других ценных бумаг, соответствующих столь близко, насколько это только возможно, составлющим определенного биржевого индекса, как, например, индекс Dow Jones, S&P 500 или Nasdaq 100. Обратные индексные взаимные фонды используют тот же принцип, но только действуют при этом наоборот. Их миссия заключается в том, чтобы помочь вам заработать не тогда, когда рынок поднимается, а тогда, когда рынок движется вниз.

Они вкладывают добрую часть ваших денег в безопасные инструменты типа ценных бумаг Казначейства, которые создают доход в виде процентов. Кроме того, они вкладывают часть ваших денег в инструменты типа фьючерсов (срочных контрактов) и опционов, которые повышаются в цене, когда рынок идет вниз, уравновешивая доли этих инструментов таким образом, чтобы ;

- ✓ В фонде всегда было достаточно наличных денег или их эквивалентов для покрытия любых убытков. Здесь вы не можете потерять больше, чем вкладываете.
- ✓ Стоимость активов фонда соответствовала изменениям индекса, но двигаясь в противоположном ему направлении. Если рынок идет вниз, вы получите прибыль, если рынок идет вверх, вы понесете убытки.

Вот несколько примеров:

Фонд **Rydex Ursa (RYURX; www.rydexfunds.com, 1-800-820-0888)**. Этот фонд устроен так, чтобы расти на 10% при каждом падении на 10% индекса S&P 500.

Вот как он работает: Фонд Rydex Ursa в основном сохраняет открытую короткую позицию по отношению к краткосрочному индексу S&P 500, используя рынки фьючерсов. Но эти позиции полностью обеспечены ценными бумагами Казначейства и различными денежными рыночными инструментами, зарабатывающими проценты. Этот процентный доход помогает покрыть комиссию при заключении сделок, операционные расходы<sup>52</sup> и гонорары управляющих.

Любой оставшийся после этих выплат доход выплачивается в виде дивидендов. Эти дивиденды помогают также в какой-то мере смягчить падение чистой номинальной стоимости активов во время периодов, когда рынок акций растет. В периоды падения рынка эти проценты, в зависимости от уровня процентных ставок, помогают еще более увеличить активы фонда (а значит и стоимость его акций).

**Предостережение:** Когда вы покупаете <акции> этого фонда, вы делаете ставку на падение цен на акции. Но если рынок вместо этого растет, вы можете потерять свои деньги.

Фонд **Arktos (RYAIX; www.rydexfunds.com, 1-800-820-0888)**. Этот фонд действует так же, как и фонд Rydex Ursa, но с одним существенным отличием: вместо того, чтобы следить за изменениями индекса S&P 500<sup>53</sup>, он следит за изменениями индекса Nasdaq 100. При каждом снижении индекса Nasdaq 100 фонд повышает стоимость своих акций на 10%. Поскольку индекс Nasdaq 100, в общем, более волатилен<sup>53</sup>, чем индекс S&P 500, то и случайные колеба-

<sup>52</sup> Операционные расходы — для инвестиционных фондов — вознаграждения за управление, расходы на ведение документации акционеров, на предоставление акционерам финансовой отчетности, на предоставление попечительских и бухгалтерских услуг. — *Примеч. ред.*

<sup>53</sup> Волатильность — разброс цен на рынке и их движения в пределах этого разброса. Обычно неустойчивость цен выражается в процентах. Большая волатильность соответствует сильным изменениям цены за малый промежуток времени. — *Примеч. ред.*

ния стоимости акций этого фонда тоже будут более резкими. Это обещает более высокие потенциальные прибыли, но и более высокий риск.

Аналогичные фонды, являющиеся, в основном, двойниками фондов iindex ([www.profundfunds.com](http://www.profundfunds.com), 1-888-776-3637).

**Шаг 2: Оцените оставшийся у вас портфель акций.** Он состоит почти целиком из акций технологических компаний? Или в основном из «голубых фишек» и других акций, с небольшим количеством технологических?

Если у вас есть акции «голубых фишек» или другие акции, которые вы не можете продать, подумайте о том, чтобы поместить небольшую часть ваших денег в акции фонда Rydex Ursa или какого-нибудь подобного ему. Таким образом, в случае, если ваш портфель акций падает в цене, ваши акции Ursa будут повышаться, помогая вам компенсировать потери.

Если у вас большой портфель акций технологических компаний, которые вы не можете продать, вы должны купить акции фонда Rydex Arktos. Тогда в случае, если ваши технологические акции будут падать и дальше, то, по крайней мере, ваши акции фонда Arktos будут расти в цене, помогая компенсировать потери.

**Шаг 3: Оцените риск своих потерь.** Никто не знает наверняка, будет рынок акций расти или падать, не говоря уж о том, насколько сильным и быстрым будет это движение. Но, основываясь на статистических данных, неразумно полагать, что портфель акций может упасть более чем на 50%. Если ваш портфель стоит около 100 тыс. долларов в какой-то момент времени, тогда ваш риск по этому сценарию составит 50 тыс. долларов. Если у вас есть 50 тыс. долларов, тогда ваш риск составит 25 тыс. долларов и т. д.

**Шаг 4: Решите, от какой части этого риска вы хотите защитить себя.** Если бы вы захотели защитить себя от потери всей суммы, вам следовало бы вложить приблизительно доллар в один из обратных индексных фондов на такой же доллар, вложенный в акции. Если это слишком много, подумайте о том, чтобы компенсировать только половину вашего портфеля. Тогда за каждый доллар текущей стоимости вашего портфеля акций вы должны вложить 50 центов в подходящий обратный индексный фонд (см. Шаг 1). Принимая, что ваш портфель акций стоит 100 тыс. долларов, вам нужно будет вложить в этот фонд около 50 тыс. долларов.

**Шаг 5: Найдите деньги для вашей программы защиты от биржевых кризисов.** Но где вам взять дополнительно 50 тыс. долларов? Вы можете взять их из своих денежных активов. Но если вы это сделаете, то фактически переместите деньги из надежного вложения в более рискованное, а это может быть нежелательно.

Вместо этого более благоразумной альтернативой является ликвидация по крайней мере большей части вашего оставшегося портфеля акций, чтобы профинансировать программу защиты.

Алгоритм действий прост: Если вам нужна программа, которая защитит вас от полосины вашего риска, а вы не хотите брать деньги из другого источника, вам следует ликвидировать одну треть ваших акций, чтобы добыть денег для вложения их в программу защиты.



## Глава 12

### Команда

Для экономистов Уолл-Стрит и Вашингтона это было печальное, напряженное время.

Еще недавно они считали, что долгосрочный подъем экономики закрепился и, в сущности, гарантирован. Ни один из выдающихся экономистов не отклонялся от этой позиции, а те, кто отклонялся, либо молчали сами, либо им приказали заткнуться.

Публично они расхваливали сильные «фундаментальные данные» экономики, а наедине с собой кусали себе ногти до мяса.

Одной из тех, чьи высказывания шли вразрез с «генеральной линией», была Тамара Бэлмонт. Несколько месяцев назад, когда она еще работала в *Harris & Jones*, она часто спорила с коллегами — аналитиками, но ее всегда разочаровывали правила этой игры: хотя в частных разговорах вполне допускалось говорить о будущем спаде, любой материал, предназначенный для распространения, был крайне сдержан, особенно если он мог попасть на глаза широкой общественности. Разговоры о спаде считались вредными для бизнеса.

Тамаре было трудно следовать этим правилам. Ее предки в Испании были в родстве со знаменитым тореро. Она не была склонна отступать перед бесчестными быками Уолл-Стрит.

Ее главный аргумент не был особо радикальным: спад не может считаться завершенным до тех пор, пока не исправлены *причины*, его породившие, пока экономика не очистилась от большей части эксцессов, нагромоздившихся во время предшествовавшего бума. Эти эксцессы включают спекуляцию, плохие вложения, плохие долги и плохих людей. Спад помогает отместить их прочь, очистить путь для новых идей, новых технологий, новых компаний, ожидающих своего часа. Это естественный процесс обновления, подобный лесному пожару, который вызывает к жизни новые ростки. Но пока что признаков такого очищения было очень мало.

Самые горячие споры происходили у нее с Доном Уокером, руководителем исследовательской группы фирмы *Harris*, который всегда следовал курсу компании. Она всегда могла отыскать его около охладителя для воды, из которого он выпивал несколько литров в день.

— Я думаю, что вы неправы в отношении перспектив нашей экономики, — заметила она ему однажды. Пока он глотал чашку за чашкой, она сказала вызывающе:

— Я думаю, что почти все здесь ошибаются, блуждая, словно лунатики по минному полю. Этот спад не закончился, отнюдь не закончился. Он никого не излечил от бухгалтерской болезни или от болезни долгов. Он не сдул пузырь переоцененных акций. Не улучшил ужасное финансовое состояние миллионов потребителей. Даже наоборот, непоплаченные долги и подделки в бухгалтерской отчетности гноятся еще сильнее. Доходы все еще хилые. Мало что изменилось. Вместо того, чтобы проложить путь к подъему экономики, тот спад, который вы видели, был только прелюдией к ее следующему большому обвалу.

— Докажите, — возразил он. — Поверьте мне, я не такой сторонник мнения о подъеме рынка. Докажите, и я склоню перед вами голову.

Через 24 часа она положила ему на стол это доказательство в виде тщательно документированного наброска отчета.

Уокер пробежал глазами вступительное словоблудие и затем, дойдя до раздела, озаглавленного «Послевоенные спады двадцатого столетия и спад 2001 г.: сравнение», стал читать медленнее. Несколько выдержек из этого доклада приводятся ниже.

«При всех послевоенных спадах этого столетия американцы имели намного меньшие долги. Во время спада 1973–1974 гг. средняя семья увеличила свой долг по займу только на 1,5% и держала его ниже уровня своих доходов. Подобным же образом, во время спада 1990–1991 гг. долг возрос только на 1,5%. Напротив, в начале 2000-х гг. долг семьи продолжал расти и сейчас достиг уровня, который значительно превысил доход: на каждые 100 долларов дохода, остающегося после уплаты налогов, потребители имеют 115 долларов долга.

После прошлых спадов американцы также пополняли свои сбережения. Однако самый последний экономический спад значительно отличается в этом отношении. *Американцы все еще сберегают меньше 2% своего дохода, что почти соответствует самому низкому за всю историю уровню\**.

В корпоративном секторе мы видим ту же закономерность. Во времена прошлых спадов корпорации сокращали свои долги или, по крайней мере, не увеличивали их. Сейчас мы видим противоположную картину. *Долги корпораций выросли до 57% от их собственного капитала\** — новый рекорд.

Если бы нынешний спад действительно закончился, мы также должны были видеть некоторое улучшение в показателях торгового дефицита. Например, еще во время спада 1973–1974 гг. мы начали падение с *дефицита* в 0,5% от величины валового внутреннего продукта (ВВП), а закончили его с *небольшой прибылью* в 1% от ВВП. Аналогично, в период 1978–1980 гг. 3 млрд долларов торгового дефицита превратились в 4 млрд профицита. А после спада 1990–1991 гг. мы радовались еще более резкому улучшению. Однако на этот раз дела идут не совсем так. При недавнем спаде дефицит торгового баланса сдвинулся от плохого к худшему, подойдя к цифре почти 465 млрд долларов, или к 5% ВВП, что в два раза больше того, что Америка тратит на оборону.»

Этот отчет также содержал широкий диапазон других проблем — например, бесполезность низких процентных ставок и ускорение спадов экономик за океаном.

— Вы уже прочитали его, да? — гордо спросила она Уокера во время их следующей встречи около охладителя воды.

Он взглянул на нее рассеянно, и она не смогла скрыть своей досады.

— Вы просили доказательств, и я их вам дала. Я дала вам доказательство того, что прошлые спады отсеяли эксцессы, вымостив путь к будущему росту. Я дала вам доказательство того, что этот спад не сделал ничего похожего. Как минимум, теперь у вас есть повод для размышлений о том, что этот спад, может быть, *еще не закончился*, что, возможно, он *едва начался*. Благодаря вашему поощрению, мой отчет готов теперь к тому, чтобы пойти дальше, к средствам массовой информации, к потребителям.

Уокер, экономист, закончивший Wharton, разрывался, не находя аргументов против. Ее доводы были стандартными, взятыми из учебников по экономике. Ее логика была безупречной, доказательства неопровержимыми. В интеллектуальном плане у него не было другого выбора, кроме как согласиться. Однако на практике логика и доказательства имели мало общего с тем, что публиковала фирма *Harris*.

Она настаивала на ответе, и он, наконец, согласился на ограниченное внутреннее распространение ее доклада при условии, что он смо-

жет отредактировать этот документ. Он попросил дать ему файл в электронном виде, пообещав вернуть доклад через пару дней. Неделию спустя она нашла на своем столе распечатку с инструкцией «Тщательно просмотреть, но не делать никаких изменений».

Отредактированная версия ошеломила ее. Она не сомневалась в том, что некоторые острые углы будут смягчены, но *не до такой же степени!* Некоторые ее выводы были удалены полностью, другие извращены. Только самые слабые из ее аргументов остались нетронутыми. А между тем она только что видела письмо, разосланное по электронной почте всему исследовательскому персоналу, призывающее их не публиковать сообщения под рубрикой «Перспективы спада в экономике».

Тамара решила больше не прятать свою гордость в карман. Ее родственники, проживающие в Памплоне, Испания, умели обращаться с быками, мчащимися по улице. Так же поступила и она. В конце дня, вернувшись после одного из своих частых походов в мужской туалет, Уокер нашел на своем стуле экземпляр первоначального ее доклада. Поперек заголовка значились два коротких и два длинных слова, написанных толстым маркером:

**Мои комментарии: Я УХОЖУ\*.**

После этого инцидента ни одна фирма на Уолл-Стрит больше не взяла бы ее на работу. Поэтому она решила переехать в Вашингтон и попытаться найти работу в каком-нибудь государственном учреждении.

Она обратилась в различные федеральные агентства, где, как ей казалось, проводились серьезные экономические исследования — Министерство финансов, Министерство торговли и органы Федеральной резервной системы, но безуспешно. Она попробовала обратиться в Главное контрольно-ревизионное управление США (General Accountability Office, GAO)<sup>54</sup>, беспристрастный ревизионный орган Конгресса, чьи отчеты раскрыли растраты в правительстве, незаконную деятельность брокеров, риски на финансовых рынках и многое другое. По-прежнему безрезультатно.

<sup>54</sup> Главное контрольно-ревизионное управление США (General Accountability Office — GAO) — независимое федеральное ведомство, созданное в 1921 г. Законом о бюджете и отчетности. Контрольный орган Конгресса США, осуществляет контроль за расходованием средств федеральной администрацией и проводит соответствующие ревизии и аудиты. — *Примеч. ред.*

Спустя три трудных и напряженных месяца, она с восторгом нашла в голосовой почте своего мобильного телефона сообщение от Оливера Даллеса: «Я достал экземпляр вашей речи “Мы лгали”, которую вы прочитали в Колумбийском университете, и нахожусь под большим впечатлением. Пожалуйста, позвоните насчет должности ведущего аналитика в CECAR». Он оставил два телефонных номера.

Она оставила все свои дела и подключилась к Интернету. Она попробовала выйти прямо на [www.cecac.org](http://www.cecac.org), но это было просто имя домена на продажу. Тогда она попыталась поискать через AltaVista и сразу же нашла адрес [www.cecac.org](http://www.cecac.org) — the Chief Executives' Committee for Accounting Reform (CECAR) (Комитет исполнительных директоров по проведению реформы бухгалтерской отчетности), «неправительственная организация, имеющая целью беспристрастное, свободное от конфликтов интересов управление, исследование и составление отчетности в частных и государственных учреждениях». Чем больше она читала об этой организации, тем больше она ей нравилась.

Однако, когда она дозвонилась до Даллеса, ей показалось, что он не сразу понял, кто она, и был очень занят, чтобы поговорить с ней. Ее сердце дрогнуло. Но едва она напомнила ему о своей речи «Мы лгали», он сразу же вспомнил.

— Виноват, помнится, я оставил это сообщение на вашем мобильном больше недели назад. Так что извините меня, если я забыл ваше имя, — сказал он деловым тоном.

— Я больше привыкла к электронной почте, — ответила она и удивилась, как это он узнал номер ее сотового телефона, но решила не спрашивать.

Он объяснил ей, что хотя этот комитет был основан главным образом для того, чтобы разоблачать манипуляции с бухгалтерской отчетностью в крупных акционерных компаниях, с течением времени он лично вдохновил его главу, Пола Джонстона, расширить круг исследовательских задач комитета, включив в него и государственный сектор — федеральный дефицит, деятельность органов Федеральной резервной системы и, совсем недавно, любое вмешательство правительства в функционирование рынков акций.

— Сначала нашим объектом были компании типа UCBS, но сейчас мы расширили наши горизонты, чтобы обнаруживать скрытые риски в экономике в целом, — пояснил он.

Он предложил ей сравнительно низкооплачиваемую должность, но пообещал невероятно привлекательную обстановку для исследований. У нее будет свой персонал из трех младших экономистов. У нее

будет прямой доступ к прославленным топ-менеджерам и профессионалам Уолл-Стрит, близким к ней по взглядам. Она даже сможет работать совместно с некоторыми из тех самых правительственных агентств, куда она стремилась попасть во время своих предыдущих поисков работы. О такой работе можно было только мечтать, и она схватилась за нее практически сразу.

Этот Комитет недавно переехал в здание Национального пресс-клуба, в двух кварталах от Белого дома. Ей дали угловой кабинет, выходящий окнами во внутренний двор трехъярусной галереи магазинов. Главные объекты ее внимания — органы Федерального резерва и эконономика. *Яйца выеденного не стоит*, — подумала она.

Однако ее первое задание захватило ее врасплох. Оно пришло к ней в виде следующего сообщения по электронной почте:

Тамара,

В свете событий на Уолл-Стрит и вспыхнувших дебатов в различных комитетах конгресса почти неизбежно, что в ближайшее время Администрация будет рассматривать последствия для экономической политики и выводы, вытекающие из более глубокого биржевого спада.

Наш комитет намеревается дать комментарий по этому вопросу, в частности, в отношении нетрадиционных интервенций.

Недавно объявленные Банком Японии операции *kabushiki kaiage*, а также разговор о *Stützungskäufe* акций Бундесбанком, также поднимают серьезные вопросы о возможных и вероятных реакциях соответствующих органов в США.

Вам поручается анализ существующих работ по этим вопросам, изучение любых возможных рисков на рынках и разработка разумного сценария для будущей экономики США с учетом самых неблагоприятных обстоятельств. Отчет должен быть мне представлен через 90 дней.

Удачи вам!

Оливер Даллес

P.S. Постарайтесь не исключать из Вашего исследования так называемую “группу защиты фондового рынка от спада”.

Это письмо словно прочистило ей мозги — не тем, что в нем говорилось, а тем, о чем в нем *умалчивалось*. На этом этапе своей карьеры, последнее, что она ожидала получить, был запрос на информацию, которую она не могла обработать. И вот она получает запрос, который она не могла даже *понять*.

Поиск значений японских и немецких терминов хотя и занял какое-то время, но оказался делом нетрудным. Слово *Stützung* означало по-немецки «поддержка»; *käufe* означало «закупки, покупки». Их сочетание означало «поддержка закупок (покупок)». Слово *kabushiki* означало по-японски «акции»; *kaiage* означало «закупать».

Она отпечатала запрос, в котором над каждым иностранным словом надписала карандашом его эквивалент, после чего облокотилась о спинку стула и перечитала его.

Теперь она могла понять. Ее босс имел в виду специальные операции, проводящиеся японскими и немецкими центральными банками по фактической покупке акций с целью поддержки рынков. Однако, понять текст было одним делом, а вот поверить ему — совсем иным. Общий замысел был одновременно и скандальным и наивным.

Неужели японцы и немцы действительно делают это? Она очень в этом сомневалась. Япония и Германия представляют собой передовые современные экономические системы, вторую и третью из самых крупных в мире, соответственно. В любой современной экономике такие открытые закупки акций центральными банками считались бы чрезвычайным, радикальным отходом от десятилетиями устанавливаемой, испытанной и проверенной политики.

Фактически это было бы равноценно частичной национализации целых отраслей промышленности — предложение, достойное «банановой республики». Это были ведущие нации мира, державы, которые столь пронзительно призывали правительства менее развитых стран держать свои грязные руки подальше от частного сектора, — или хотя бы *распродать* все остатки принадлежащих государству предприятий.

В то же время, насколько она могла припомнить, и Япония, и Германия находились еще под влиянием страшящихся инфляции консерваторов старого поколения, которые, несомненно, убежденно сопротивлялись бы прямому вмешательству правительства в их собственные рынки акций. Разве не попытались бы эти группы сделать политически невозможным для центральных банков своих стран отважиться на такие опасные предприятия?

Она покачала головой.

— Эта записка просто смешна! Не ошиблась ли я, присоединившись к этой группе? — спросила она себя. — Уж не гнездо ли это любителей конспирации?

Постскриптум вызывал особую тревогу. «Не исключать группу защиты?»

— Вернись к реальности! — сказала она себе, едва пошевелив губами. Может быть, это всего лишь обычная для Интернет-общения шут-

ка? Если это так, то почему она оказалась в явно серьезной служебной записке, попавшей в ее почтовый ящик в конце ее первого рабочего дня?

Худшие предположения следовало пока отставить в сторону. В первых, ей придется найти существенные доказательства, чтобы опровергнуть мысль о существовании или значимости этих *kabushiki kaiage*, *Stützungs käufe*, а также защитной группы. Вскоре, однако, она обнаружила, что ошибается в отношении, по крайней мере, двух из этих трех.

## Банк Японии покупает акции

Она явно ошиблась в отношении операций Банка Японии. В середине сентября 2002 г. Банк Японии объявил, что собирается покупать акции, чтобы поддержать рынок. Рынок окреп, а затем аккуратно упал обратно вниз на еще более низкие уровни. Это должно было послужить концом такого рода операций, подумала она. Однократная попытка, которая не удалась.

Но это не было финалом операций. Всего лишь через несколько недель, проводя в Интернете поиск материалов по японским банкам, она наткнулась на скандальную историю в газете «New York Times»:

ТОКИО, 11 октября. Банк Японии... заявил, что потратит 16 млрд долларов своих средств на осуществление нетрадиционного плана покупки акций у банков, которым грозит кризис... План, который предусматривает покупку акций компаний, имеющих инвестиционный рейтинг, которыми в течение, по меньшей мере, последних трех лет владеют около 10 банков, заставил удивленно поднять брови другие крупные центральные банки, которые тщательно стараются избежать вовлечения себя напрямую в действия на рынке акций.

Ей не удалось найти чего-либо конкретного относительно *Stützungs-käufe*, но и об этом плане было много слухов, поступавших, в том числе, и из надежных источников. Дыма без огня не бывает, — подумала она.

Ну а теперь как насчет «группы защиты фондового рынка от спада»? Она была ошеломлена, узнав, что ошибалась и в этом пункте.

Группа защиты от спада оказалась вполне реальной. Ее официальное название было «Президентская рабочая группа по финансовым рынкам». Она была создана Исполнительным приказом № 12631 и спущена на воду подписью Президента Рональда Рейгана 3 марта 1988 г.

Члены ее тоже были вполне реальные — и могущественные — лица. Комиссия имела в своем составе секретаря Казначейства, главу Федерального резерва, главу Комиссии по ценным бумагам и биржам и председателя Комиссии по срочной биржевой торговле (Commodity Futures Trading Commission, CFTC)<sup>55</sup>. Кроме того, эта группа имела право призвать к себе — с уведомлением о немедленной явке — еще более широкий круг влиятельных лиц, принимающих решения, в том числе председателя Экономического совета при президенте, Контролера денежного обращения, а также президента Федерального резервного банка Нью-Йорка. Все члены комиссии имели у себя домашние телефоны друг друга и личные адреса электронной почты. Случись любая крупная неприятность на рынках — и они смогли бы немедленно связаться друг с другом.

Тамара улыбнулась при мысли о том, как ей следовало назвать их в ее итоговом отчете. Почти все главные официальные органы Вашингтона уже имели свои псевдонимы: «компания» (ЦРУ)<sup>56</sup>, «бюро» (ФБР)<sup>57</sup>, «комиссия» (Комиссия по ценным бумагам и биржам) и много других. Поэтому, рассудила она, для этой группы подойдет простое название «команда».

Один за другим, она перебрала все контакты, которые дал ей Даллес, оставляя сообщения на телефонных автоответчиках, рассылая электронные письма и попадая вникуда. Наконец, через несколько дней после начала своей работы в этом проекте, она получила ответный звонок от одного достойного уважения аналитика из Главного

<sup>55</sup> Комиссия по срочной биржевой торговле (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) — независимое федеральное ведомство, занимающееся вопросами регулирования биржевых операций — фьючерсов, опционов и т. п. Создана в 1974 г. Находится в Вашингтоне. — *Примеч. ред.*

<sup>56</sup> ЦРУ — Центральное разведывательное управление (Central Intelligence Agency, CIA). Федеральное ведомство, руководящее внешней разведывательной деятельностью; координационный центр гражданской и военной разведок США, подчиняется Совету национальной безопасности. Создано в 1947 г. Законом о национальной безопасности. — *Примеч. ред.*

<sup>57</sup> ФБР — Федеральное бюро расследований (Federal Bureau of Investigation, FBI). Подразделение Министерства юстиции США. Создано в 1908 г. под названием Бюро расследований, современное название с 1935 г. Занимается расследованием нарушений федеральных законов (кроме тех, контроль за которыми возложен на другие агентства), а также ведет контрразведывательную деятельность. На бюро также возложена борьба с коррупцией и организованной преступностью. — *Примеч. ред.*

бюджетно-контрольного управления, который представился как «эксперт по внутренним кризисам». Сначала она хотела получить от него только сведения об истории этой антикризисной группы, но скоро обнаружила, что он может оказаться также и ценным источником для разработки сценария на худший случай.

## Кризис 1987 г.

— Эта команда впервые появилась накануне биржевого кризиса 1987 г., — заявил аналитик. — Некоторым может показаться, что это было давным-давно, но только не мне. Я присутствовал при этом событии, и оно все еще свежо в моей памяти. Странно, однако, что многие люди *не помнят* — или не хотят, чтобы *вы* помнили, — что тогда произошло на самом деле. Поэтому большинство людей не понимает, что кризис 1987 г. в некоторых отношениях фактически был хуже, чем кризис 1929 г.

Далее он изложил ей несколько фактов, которые подкрепляли его мысль. Еще в 1929 г. самое резкое падение цен на рынке акций за один день произошло в Черный вторник, 29 октября 1929 г., когда индекс Dow Jones упал на 12,8%. В 1987 г. столь же резкое падение стоимости акций было почти в два раза сильнее: пробирающая до костей цифра 22,6% — самое страшное дневное падение за всю историю.

Эксперт по кризисам также отметил, что в 1929 г. самые крупные фирмы на Уолл-Стрит имели необходимые финансовые средства, чтобы выдержать огромные убытки, которые они понесли в Черный вторник. А вот после Черного понедельника 1987 г. некоторые из крупных фирм Уолл-Стрит получили такой удар и потеряли столь большой капитал, что оказались на грани банкротства — и все это только за один или два торговых дня.

В 1987 г. Тамара еще ходила в школу, поэтому она была озадачена.

— Не понимаю. Рынок акций время от времени впадает в состояние кризиса. Так из-за чего же весь этот шум?

— Когда говорят «кризис рынка», то неизбежно имеют в виду кризис *внутри* рынка. То, о чем я говорю сейчас, означает кризис *самого* рынка.

Она не поняла разницы и спросила:

— С точки зрения реальных последствий, в чем тут разница?

— Разница состоит в том, что большинство кризисов представляет собой резкий спад *цен*. Это нормально. Но в 1987 г. власти наблюдали гораздо более страшного зверя — крах *самого* рынка.

— Хорошо, но...

— Возьмем, к примеру, сельский рынок, — сказал он с оттенком некоторой снисходительности, что задевало ее репутацию как экономиста. — И вот, скажем, произошло затоваривание рынка помидорами. Цены на помидоры падают, так? Это кризис *внутри* рынка. Как только затоваривание прошло, цены на помидоры снова поднимаются. Не так уж сложно, правда?

— Но я же не об этом, — возразила она с вызовом.

— А теперь представим себе, что некоторые из оптовых покупателей прекращают платежи. Фермеры разоряются. Покупатели не показываются у ларьков и палаток. И через несколько недель какая-нибудь строительная фирма сносит их бульдозерами, чтобы построить на их месте кондоминиум. Вот это будет кризис *самого* рынка!

— Так, хорошо. Теперь я понимаю, что вы пытаетесь сказать.

— Хорошо. Потому что это именно та участь, которая ждала нас во время катастрофы 1987 г. Если бы брокеры стали разоряться, кто осуществлял бы торговлю акциями? Кто делал бы рынок? Вся наша система рынков акций была близка к остановке сердца.

— И что же они сделали, чтобы остановить это?

— Сначала они не были уверены, какого черта тут вообще можно сделать.

Чувствуя, что это может оказаться центральным аспектом ее исследования, она попросила аналитика Главного бюджетно-контрольного управления представить ей подробную, день-за-днем, хронологию событий, сопровождающих этот кризис. Он попросил ее подождать с минуту, пока он не достанет некоторые из своих бумаг.

— Так, — сказал он через минуту. — Давайте начнем сначала. Первым этот крах затронул облигации Ginnie Maes. Это облигации, выпущенные Правительственной национальной ассоциацией по операциям с закладными (Government National Mortgage Association)<sup>58</sup>, правительственным органом. Они являются частью национального долга, но, по иронии судьбы, не входят в национальный бюджет. Но это уже другая тема. Эти облигации Ginnie лопнули 15 апреля 1987 г. А когда я говорю «лопнули», я действительно имею в виду, что они

<sup>58</sup> Правительственная национальная ассоциация по операциям с закладными (Government National Mortgage Association) — государственная корпорация, которая гарантирует ценные бумаги, обеспеченные ипотеками ветеранской и федеральной жилищных администраций, а также занимается куплей-продажей ипотек. Основана в 1968 г. — *Примеч. ред.*

*лопнули!* Скатились вниз на целых 10 пунктов! Не спрашивайте меня, почему. Одним из факторов, может быть, стала цепочка неудачных сделок у крупных ссудо-сберегательных касс, ликвидировавших свои портфели. Этим они подорвали позиции облигаций Ginnie Mae на рынке. Это был самый худший за всю историю крах государственных облигаций, даже хуже, чем в 1980 г.

— А потом?

— Через пару месяцев в Японии аналогичный крах\* поразил их самые долгосрочные правительственные облигации — десятилетние kokusai. Они попадают в штопор. Затем паника бумерангом снова перелетает через океан и бьет по рынку облигаций США и, наконец, по доллару США. К лету все три этих рынка — облигации США, японские облигации и доллар США — оказались в смятении.

— Я делаю заметки. Не могли бы вы называть мне дату, событие и затем давать свои комментарии?

— Ладно. Среда, 14 октября 1987 г. Министерство торговли США объявляет очередные цифры огромного торгового дефицита: Америка импортировала на 16 млрд долларов больше автомобилей, видеотехники, одежды и других товаров, чем экспортировала. Индекс Dow падает на 95 пунктов, или на 3,8%, — потрясающая цифра. Но официальные лица в Вашингтоне и на Уолл-Стрит спокойны и благодушны. Они изо всех сил стараются показать, что «нет никаких признаков тревоги».

— Четверг, 15 октября. Рынок игнорирует официальные успокаивающие заверения. Индекс Dow падает на 58 пунктов.

— Пятница, 16 октября. Dow падает на 108 пунктов, или на 4,6%. А это уже *много!* Спады, выражающиеся трехзначными цифрами индекса, случались в то время очень редко — это равноценно падению на 400 пунктов на современном рынке. И все же большинство людей настроено оптимистично или не представляет, что происходит. На следующее утро Тим Метц и Беатрис Гарсия, репортеры газеты «Wall Street Journal», описывали биржевые настроения в следующих выражениях: «К 8 часам вечера в баре «У Гарри», оазисе Уолл-Стрит, орды преуспевающих молодых брокеров и трейдеров были явно больше озабочены предстоящими вечерними свиданиями, чем катастрофой на рынке.» Им не случалось еще сталкиваться с действительно большим рынком. Большинство из них слепо убеждены, что в понедельник он снова подскочит на 100 пунктов.

— Продолжайте, пожалуйста, — попросила она.

## Черный понедельник

— Черный понедельник, 19 октября. В утренних газетах нет и намек на нависшую катастрофу. Но падение рынка начинается сразу же, цены на акции стабильно падают прямо с открытия рынка. Перед полуднем продажа идет столь лихорадочно, что новый высокоскоростной компьютер Нью-Йоркской биржи отстает на рекордные 85 минут<sup>59</sup>. Даже без учета отставания, объем заключенных сделок взлетает выше своего предыдущего рекорда не менее чем на 340 млн акций, а ведь останется еще целых три часа работы биржи.

— 3.30 дня, все еще черный понедельник. Попытка подъема к концу торгов провалилась. Рынок обрушивается каскадами, приближаясь к кульминационному паническому финишу, ведомый погрязшими в тяжких долгах фирмами Уолл-Стрит, которым грозит полное финансовое разорение. Никто не знает, на каком уровне находится рынок, или какую цену они получают за свои акции. Инвесторы, пробивающие символы акций на своих котировочных машинах, получают цены, устаревшие на три часа, что равноценно месяцам при нормальном рынке. Но они все равно продают, стремясь избавиться от своих акций за любую цену.

— После полудня. Бесплатные телефонные линии взаимных фондов страны перегружены, а их главные коммутаторы не в состоянии обрабатывать звонки. К тому времени, когда рядовые инвесторы в своем стремлении продать дозванивались наконец до живого человека, большая часть кризиса была кончена; когда их приказы на продажу были, наконец, выполнены, стоимость акций упала еще на 10 или 20%. Большинство не понимало, что когда вы вкладываете деньги во взаимные фонды, то даже если вы продаете свои акции *в начале* рабочего дня, вы получаете «рыночную цену», которая отражает общий спад цен в течение *всего* дня.

— 5 часов вечера, все еще Черный понедельник. Биржа официально закрыта, пока на один час, но пройдет еще много часов, прежде чем будут рассортированы все заказы. Индекс Dow Jones упал на 508 пунктов, или на 22,6%.

Тамара перебила его.

— Дайте-ка, я посмотрю. Принимая, что величина Dow равна приблизительно 8 тыс., получается, что на сегодняшнем рынке это будет

<sup>59</sup> Имеется в виду время, проходящее с момента заключения сделки до момента ее регистрации главным компьютером. — *Примеч. ред.*

эквивалентно... Нет! Что же, я ошиблась в арифметике? Тысяча восемьсот пунктов?

Он вытащил калькулятор, чтобы проверить.

— Все верно. Индекс Dow, в пересчете на нынешние цены, упал точно на 1808 пунктов, и это *за одну торговую сессию*. Поэтому падения на 200 или даже на 300 пунктов, которые вы видели в последние годы, это просто икота по сравнению с тем кошмаром. Как я уже говорил, он почти *в два раза* превзошел масштабы 1929 г. Могу я продолжать?

— Да, да, пожалуйста.

— Рассвет вторника, 20 октября. Вот что появилось в «Wall Street Journal»: «Настроения, царящие на Уолл-Стрит среди трейдеров, управляющих активами и финансовых аналитиков компаний, — это ошеломленное неверие... В то время как стоимость акций падала, Правительство США бессильно наблюдало... Официальные лица совещались в Белом доме, Федеральном резерве и Комиссии по валютному контролю. Но поскольку рынок продолжал падать, они пришли к выводу, что лучшее, что они могут сделать, — это спокойно наблюдать за паникой на Уолл-Стрит... Оптимистичные заявления звучали все более гулко и пусто по мере того, как ордера на продажу вливались на Уолл-Стрит.»

— Утро вторника, 20 октября. Заключение сделок со многими основными акциями — такими, как *IBM, Merck*, плюс множество менее крупных — заморожено. Даже если вы владеете этими ликвидными, активно торгуемыми акциями, вы уже не можете от них избавиться. Акционерные опционы и фьючерсы на несколько часов просто перестали продаваться и покупаться. Маркет-мейкеры фондовой биржи, которые, как считается, должны покупать или продавать конкретные акции, чтобы помочь сохранить упорядоченность рынка, сами опустошены в финансовом отношении. Почти весь их капитал исчез. Банки, напуганные общим крахом, отказываются продлевать кредиты, в которых так отчаянно нуждаются брокеры. Другие и вовсе отзывают свои предыдущие займы.

— 10 часов утра в тот же день. Джон Филан, глава Нью-Йоркской фондовой биржи, хочет закрыть рынок акций. Он не может придумать *ничего* другого, чтобы намертво остановить кризис в его разрушительном шествии. Конечно, закрытие было бы отчаянной и опасной мерой, но он чувствует, что альтернатива может быть еще страшнее. Он боится, что если они не предпримут *хоть что-нибудь* — и притом немедленно, — рынок продолжит свое падение. А если рынок будет продолжать падать, это разорит большинство фирм, являющихся членами

NYSE (Нью-Йоркской фондовой биржи). Тогда вся деятельность биржи будет под угрозой.

— И они это сделали? Закрыли ее? Я не помню такого.

— Нет, они не закрыли ее. Давайте посмотрим все в хронологическом порядке, и вы сами увидите.

— 11 часов утра. Индекс Dow уже упал *еще на 10%* дополнительно к тем *22%*, что были потеряны накануне. Поразительно: всего за 30 часов *третья часть* всего богатства Америки, представленного на рынке акций, была уничтожена. Если бы фирмам Уолл-Стрит пришлось оценивать свои портфели в этот момент, то оказалось бы, что многие из них *уже* исчезли, стерты, что им пришел капут. Люди, занимающие высокие посты, подобные Филану, в панике. Но Э. Джералд Корриган, глава Федерального резервного банка Нью-Йорка, настроен решительно против закрытия рынка акций.

— Почему? — спросила Тамара почти шепотом.

— Потому что он убежден, что это все равно что останавливать машину как раз в тот момент, когда ей нужно больше масла. Он доказывает, что реальная, главная проблема состоит не столько в падении цен, сколько во внезапной нехватке наличных денег и капитала в больших фирмах Уолл-Стрит. Он чувствует, что самая непосредственная опасность состоит вовсе не в том, что инвесторы будут больше продавать, а в том, что крупные фирмы Уолл-Стрит не смогут расплачиваться по наличным расчетам.

Она спросила эксперта GAO, как бы он объяснил все это в сообщении для неэкономистов.

— Когда вы звоните своему брокеру, чтобы он купил, скажем, 100 акций компании *General Motors*, он не платит за них немедленно. На самом деле *он может не выкладывать деньги в течение пяти рабочих дней\**. Поэтому в любой заданный период времени сотни миллиардов долларов находятся в процессе осуществления сделок, которые уже совершены, но еще не были оплачены. Если крупной фирме не удается вовремя оплатить сделку, это может вызвать цепную реакцию неплатежей и может уничтожить рынок столь же эффективно, как отказ закупщиков платить деньги фермерам разрушил бы фермерский рынок.

— Продолжайте, пожалуйста.

— Все еще 20 октября. Аргументы Корригана одерживают верх. Власти не закрывают биржу. Вместо этого они пытаются решить проблему с деньгами. И делают это следующим образом: ФРС вливает миллиарды в банковскую систему. В то же время они звонят крупным

банкирам и убеждают их одолжить эти миллиарды брокерам. Всякий раз, когда власти замечают трещину, которая может вызвать расплавление системы, они вливают туда больше денег. Рынок выравнивается, и срочный кризис преодолевается.

— И в этом все дело?

— Не совсем. Отголоски ударной волны катастрофы продолжают накатываться на рынок еще несколько месяцев. И именно после этого мучительного, почти смертельного опыта они решают больше ничего не оставлять на волю случая и создают команду защиты от резкого спада на бирже.

Тамара задала самой себе тот вопрос, который часто превращался в бессмысленное клише: *а не может ли это повториться снова?*

Эксперт по кризисам из GAO думал о том же.

— А сейчас, — сказал он, — они хотят, чтобы вы поверили, что кризис 1987 г. никогда больше не повторится. Но само сегодняшнее существование команды защиты от катастроф опирается на молчаливое допущение, что власти все еще боятся чего-то, что *может* случиться снова.

— А оно может?

## На волосок от катастрофы

— Нет, но у нас уже были предпосылки. В 1998 г. одна компания, о которой раньше никто и не слышал, — *Long Term Capital Management* — потеряла свой капитал на экзотических, весьма рискованных деривативах и практически запустила цепную реакцию неплатежей, которая могла потопить рынки и финансовые организации во всем мире. Команда остановила ее и отрезала на ходу. Затем в 2001 г. это произошло *снова!* После атак 11 сентября власти опасались, что рыночный кризис будет еще сильнее, чем в 1987 г. На этот раз они действительно *закрыли фондовую биржу\**, но под предлогом ремонта внутри здания биржи.

— А как насчет торговли на «неофициальных биржах»\*\*\*? Я все время слышу об этом на CNBC.

— Ха! Все знают, что это шутка. Это говорится о тех видах сделок, которые проводятся с помощью прямого доступа к биржевому компьютеру через торговое программное обеспечение. Еще в конце 1980-х гг., после тщательного анализа и продолжительных обсуждений, власти решили, что этот способ совершения сделок был существенным фак-



тором кризиса 1987 г. Насколько значительным? Никто не знает. Но это не остановило власти от разработки целого ряда безумных правил, имеющих целью контролировать такие сделки.

— Будут ли они работать?

— Кто знает? Как вы можете реально это проверить? Суть вопроса заключается в том, что ни одно из этих ограничений или правил не может остановить продажи в реальном — и гораздо более обширном — мире, который существует вне ограниченных пределов биржи. Предположим, вы получили целую лавину ордеров на продажу от учреждений США, из Европы, из Японии. Никакие ограничения тут не помогут.

— А как насчет закрытия? Как насчет правил, которые позволят в таких случаях просто закрывать торги?

Эксперт по кризисам, казалось, разволновался.

— Не думаю, что вы понимаете это. Пока все эти приказы на продажу все еще ждут своей очереди на выполнение, закрытие биржи только ухудшит положение. Намного ухудшит. Приведет к разрастанию опухоли.

— Но почему же?

— Потому что люди продают по причинам, не имеющим ничего общего с проблемами биржи. Они продают вследствие действия экономических сил, которые находятся вне контроля биржевых властей. Если вы скажете этим продавцам, что торги окончены, что им *нельзя* продавать, это заставит их продавать *еще более отчаянно*. То есть вызовет еще более тяжелые последствия.

— Да? И насколько?

— Как только рынок закроется, никто не будет иметь ни малейшего представления о *реальной* цене акций. Предполагается, что для любой акции в момент окончания торгов цена покупки и цена продажи отражают итоговое соотношение всех приказов на продажу и покупку, которые остались нереализованными к моменту закрытия, так?

— Конечно.

— Но если они закроют биржу раньше времени — именно потому, что осталось слишком *много* неисполненных поручений на продажу, — то уже из этого, по определению, следует, что цена при закрытии биржи как раз и *не отражает* все поручения на продажу.

Тамара все еще не могла понять всех последствий этого.

— Ну и что же?

— А то, что тем самым подорвалось бы самое основание, принципы работы всех рынков с незапамятных времен — *начиная с самых древних базаров и систем прямого обмена.*

— Не могли бы вы дать мне какой-нибудь пример из практики?

— Несомненно. Я могу дать вам *очень* практический пример. Предположим, что произошел биржевой кризис и биржу закрыли слишком рано, с большим запасом невыполненных поручений на продажу. И допустим, что в начале следующего дня миллионы инвесторов решили реализовать паи своих взаимных фондов. Они ожидают получить, как это положено по закону, приходящуюся на их долю стоимость активов фонда, которая, в свою очередь, должна определяться в соответствии с ценами акций при закрытии торгов предыдущего дня. Но если эта *цена из-за преждевременного закрытия торгов оказалась выше\**, чем должна была быть в случае реализации всех заявок на продажу, то фонды завершат этот день, отдав слишком много наличных денег и истощив свои ресурсы. В результате, на долю тех акционеров фонда, которые *не взяли* свои деньги в этот день, вместо активов останутся лишь непропорционально большие убытки.

— Что ж, кто-то находит, кто-то теряет, — прокомментировала Тамара.

— Тут не только это. Здесь нарушается основной принцип честности ведения операций, а как только это становится известным, доверие инвесторов будет попросту уничтожено.

— Ну и что же здесь нового?

— Нет-нет, это другое. Скоро вы бы услышали, как люди говорят: «Единственный способ избежать того, чтобы тебя надули, — это обратиться раньше остальных.» Как вы думаете, к чему бы это привело на рынке?

— К панической давке у выходов?

— Поверьте моим словам! Это вызвало бы как раз ту реакцию, которой чиновники стараются избежать прежде всего!

Бэлмонт кивнула.

— Понимаю. Вот вы раньше сказали, что «это приведет к разрастанию опухоли». Что вы имели в виду?

— Если инвесторы не смогут продавать свои акции на Нью-Йоркской бирже, они ринутся продавать их на какой-нибудь другой бирже. Придется организовать целенаправленное закрытие всех рынков акций в США. Затем, если инвесторы не смогут продавать свои акции в США, они кинутся продавать их в Лондоне, Франкфурте или в Токио. Как только и этот выход будет закрыт, они найдут что-нибудь другое для продажи — муниципальные облигации, даже правительственные облигации. И так будет распространяться так широко и быстро, что

скоро вам придется закрыть все рынки акций в мире. Как это звучит для сценария на самый плохой случай?

— Надуманно.

Аналитику по кризисам не очень понравился ее ответ, но все же он попытался быть вежливым.

— Слушайте, я хочу помочь вам. Но если ваша цель состоит в том, чтобы исследовать пессимистические сценарии, вам следует сохранить разум незамутненным. Вы не должны отклонять ни одну потенциальную возможность. В частности, вы должны исследовать те рынки, которые центральные банки *не* контролируют, которые не подвластны административным средствам контроля над рынками, их нельзя даже закрыть.

— И что вы имеете в виду?

— *Деривативы!* Проследите цепь событий, которые могут произойти в случае, если лопнет рынок деривативов, и вот тогда вы получите свой сценарий худшего случая развития событий.

## Глава 13

### Скрытые риски

Следующие 60 дней жизни Тамары были подчинены исключительно сбору информации.

Она поручила одному из своих помощников по исследованиям раскопать все, что только можно найти, о биржевых кризисах начала двадцатого столетия, паниках и спадах экономики. Другого своего помощника она послала на Капитолийский холм посоветоваться с экономистами из банковских комитетов обеих партий. А третьего своего помощника, отставного продавца облигаций, она отправила в командировку на Манхэттен проинтервьюировать специалистов по главным финансовым рынкам — акций, корпоративных и правительственных облигаций, иностранных валют, японских ценных бумаг, бразильских долгов и многого другого.

Ее указания помощникам всегда были одинаковыми: «Встречайтесь частным образом. Обещайте анонимность и строжайшую конфиденциальность. Поощряйте свободную дискуссию. И обязательно задавайте один главный вопрос: *Что может случиться самое худшее?*»

Самое трудное задание — исследование рынка деривативов — она оставила для себя. «Что вы знаете о деривативах?» — спрашивала она всех и каждого в SECAR. Поскольку этот офис был невелик и в его неформальной обстановке было невозможно *не* знать всех, кто там работал. Поэтому она даже задавала тот же вопрос и Оливеру Даллесу, и Полу Джонстону. Она даже расспросила свою бывшую соседку по общежитию колледжа, которая имела финансовое образование. И вскоре на ее стуле оказалась копия отчета — от неизвестного ей лица или группы лиц. Наверху документа стояли слова «GAO, Генеральный бухгалтерский офис США. Отчет по запросам конгрессменов». Ниже, ближе к центру располагались заголовок и подзаголовок: «ФИНАНСОВЫЕ ДЕРИВАТИВЫ. Действия, необходимые для защиты финансовой системы». Далее следовала эмблема GAO и, в левом нижнем углу, кодовый номер — GAO/GGD-94-133.

Она прочла этот отчет от первой до последней страницы, после чего сразу бросилась к телефону.

## Long Term Capital Management

Через три часа она сидела на стуле с прямой спинкой, лицом к лицу с одним из авторов отчета, в здании GAO на G-Стрит.

Он был и удивлен и доволен ее интересом.

— Нам казалось, что единственный, кто вообще читает наши отчеты, это один из членов Конгресса, который запрашивает их, и — *может быть* — еще один, постоянно выступающий против первого. Нет, вру: *даже они* не читают его. Обычно это делает кто-нибудь из работников аппарата, который затем дает конгрессмену список вопросов, которые тот задает при слушании. Мы вкладываем в эти отчеты много человеко-часов, а люди даже не знают, что они существуют. Как вы смогли найти этот отчет, который мы написали еще в 1994 г.?

— Он просто приземлился на мой стол сегодня утром. Даже не представляю, кто мог положить его.

Тамара внимательно слушала, как соавтор отчета 1994 г. излагал ей его историю.

— Мы выпустили этот отчет, чтобы предупредить Конгресс — и весь мир — о том, что может случиться с мировой финансовой системой, если деривативы лопнут, если неожиданно, среди бела дня, произойдет внезапный кризис. Никто ни разу не уделил им ни капли внимания. А через четыре года — бах! Россия прекратила платежи. *Long Term Capital Management* всплывает кверху брюхом. А деривативы начали лопаться — точно так, как мы предостерегали, — и...

— Подождите, подождите! *Long Term Capital Management*? Я слышала о нем что-то неопределенное. Так что же там *на самом деле* произошло?

— Это был крупный оффшорный хедж-фонд для умудренных опытом богатых инвесторов. Незастрахованный, но обладающий хорошими связями. Играющий на разнице, то есть на расхождении между двумя типами облигаций — с одной стороны, у них была позиция по облигациям, выпущенным, как предполагалось, русским правительством; с другой стороны, у них была позиция по облигациям, выпущенным Казначейством США. Их теория состояла в том, что расхождение между ценами этих облигаций не превысит определенного исторического максимума. И вот Россия прекращает платежи. Расхождение поднимается выше кры-

ши. Они сталкиваются с огромными убытками. Они уже готовы сами прекратить платежи по своим обязательствам крупным учреждениям США. Они боятся, что это может спровоцировать общий крах.

— Пойдите, пойдите, пойдите! Вы мчитесь со скоростью в 100 миль в час. Притормозите и рассказывайте подробно.

Ее собеседник заморгал и замолчал; затем, через несколько секунд, заговорил снова.

— Представим себе, что я — это *Long Term Capital Management*. А, скажем, вы — ну, не знаю, — *Morgan Chase*. Пойдите, нет! В то время это была бы фирма *Morgan Guaranty*, пойдет?

— Вы — это *LTCM*, а я — *Morgan*.

— Правильно. Я покупаю иностранные облигации, особенно русские. В то же время...

— Разве это не рискованно?

— Вам не нужно говорить об этом *мне*. Я — *LTCM*. Мне положено *знать* это. Именно поэтому я одновременно с покупкой еще и *играю на понижение*, продавая эквивалентные количества облигаций высокого качества, такие как, например, облигации Правительства США. Я беру в долг облигации Правительства США у банков вроде вашего и продаю их. Вы понимаете механизм игры на понижение с облигациями, верно?

— Это то же самое, что игра на понижение с акциями. Вы берете их в долг, продаете по сегодняшней цене и надеетесь, что они начнут падать. Если они и в самом деле начинают падать, вы опять покупаете их по более низкой цене, возвращаете владельцу и оставляете себе получившуюся денежную разницу.

— Именно так. То же самое и с облигациями. Итак! Вернемся к *LTCM*. Я владею русскими облигациями, правильно? И я должен банку взятые у него на время и проданные мной облигации США, правильно? Так что я считаю, что мое положение уравновешено. Как на весах. Если цены на облигации в целом идут вниз, я теряю на русских облигациях, но это не страшно, поскольку я имею прибыль по коротким позициям в облигациях США. Если цены на облигации повышаются, тоже нет проблем: я теряю на короткой позиции в облигациях США, но выигрываю в русских. В любом случае, мне это неважно. Я всего лишь делаю ставку на то, что разница в ценах между ними — между русскими и американскими облигациями — будет уменьшаться. Так я извлекаю свою прибыль.

— Ясно. А дальше что?

— А дальше в России происходит дефолт, и мои русские облигации падают, как метеориты. Далее, мои убытки от русских облигаций

столь велики, что я практически разорен. А тем временем облигации США тоже падают, но очень медленно, как снежинки. Или еще хуже — не падают совсем. Я могу получить крохотную прибыль на своих коротких позициях, но она покрывает только малую часть моих убытков. Теперь я нахожусь в глубоком провале — так же, как и вы.

— А почему я?

— Вы не помните? Вы — один из тех банков, которые дали мне в долг все эти облигации США. Но в этот момент у меня просто нет достаточного количества денег, чтобы купить их и отдать вам мой долг. Я почти готов отказаться от своих обязательств по отношению к вам. Поэтому мои убытки становятся вашими убытками. Вы — *Morgan*. Поэтому для вас это, может быть, и небольшая потеря. Но я заключил аналогичные сделки с десятками других игроков на рынке, и они были бы смертельно ранены моими проблемами. Хуже того: если я откажусь платить им по своим обязательствам, они, вероятно, не смогут платить по обязательствам *своим* партнерам по *своим* сделкам. Причем вероятнее всего — внезапно.

— Принцип домино? — спросила она.

— Нет. Ядерная цепная реакция.

— Итак, *каков же был окончательный результат с LTCM\**? Ее выручил Федеральный резерв?

— Да. Но они не признали этого, официально. Они *не могут* признать это. *LTCM* не была застрахована. Она была даже оффшорной. Вы можете себе представить политические последствия, если бы правительственные чиновники признали, что они фактически вкладывают деньги налогоплательщиков в незастрахованную оффшорную корпорацию? Но, как я уже вам говорил, руководители *LTCM* имели хорошие связи. Один из них раньше был чиновником Федерального резерва. Очевидно, он связался с нью-йоркским отделением ФРС, и власти немедленно предприняли спасательную операцию.

— И это помогло?

— Да.

— Так в чем же проблема?

— Проблема в том, что потенциально имеются тысячи других инвесторов, которым могут потребоваться аналогичные средства спасения, но у них *нет таких* хороших связей. Если они позвонят в Нью-Йорк, в ФРС, они не прорвутся дальше секретарши. И даже если бы они прошли, то как могла бы ФРС организовать скоординированное спасение для столь многих? Ведь власти даже не знают, у кого какие деривативы, когда и где он их получил.

Чиновник GAO предложил Тамаре чашку кофе, но она отказалась. Он извинился и отошел, чтобы принести кофе для себя, а Тамара снова стала перелистывать отчет GAO 1994 г. Когда он через несколько минут вернулся, она задала ему свой стандартный вопрос:

— Что самое плохое может произойти в будущем?

— Вы прочли этот отчет, — ответил он. — Там все сказано. Мы изложили очень тщательно цепь событий, которая может сокрушить финансовые рынки.

Тамара попробовала сыграть «адвоката дьявола».

— Вы говорите о деривативах так, словно это ругательное слово, — сказала она. — Но вы не хуже меня знаете, что они могут играть и положительную роль. При правильном использовании, они могут помочь *защитить* инвесторов от риска. Почему бы вам не оценить и положительную сторону?

Он ответил без промедления:

— Я могу, если хотите.

— Хорошо.

— Но ведь, по вашим словам, не в этом состоит ваша цель. Когда вы позвонили мне сегодня утром, вы сказали, что ваша цель состоит в том, чтобы обрисовать сценарий для самого худшего случая, выискать те финансовые учреждения, которые, возможно, применяют деривативы *неправильно*, навлекая на себя чрезмерные риски. Почему-то минуту назад вы не спросили меня: «А что может случиться *самого хороше-го*?» Вот в этом и заключается особенность анализа рисков. Он как раз и состоит в постановке тех вопросов, которые большинство людей боится задавать. Этот же подход мы применили и в своем отчете. Наши результаты не претендуют на то, чтобы быть «предсказаниями» или «пророчествами». Это просто ответы на вопросы типа «а что если», основа для старого доброго и разумного планирования непредвиденных обстоятельств. Итак, можем мы сохранить этот курс?

— Конечно.

— Во-первых, — сказал ветеран GAO, — мы предупредили о «*внезапной неплатежеспособности или несостоятельности в результате совершения операций на рынке капитала*». Это точная цитата из нашего отчета 1994 г. О'кей, с тех пор произошел целый ряд крупных банкротств. Этим отличился Таиланд в 1997 г. Россия прекратила платежи в 1998 г., вызвав крушение *LTCM*, о чем мы только что говорили. В конце 2001 г. прекратила платежи Аргентина — крупнейший в истории случай отказа платить долги. А через несколько дней Аргентина провела девальвацию своей валюты, послав дополнительные волны по-

трясения по «позвоночнику» финансового мира. Три месяца назад два гигантских угнанных самолета врезались во Всемирный торговый центр, а еще один рухнул на Пентагон. Здорово! Если все это нас хоть чему-нибудь научило, так это готовиться к неожиданностям.

Ветеран GAO помолчал, затем прибавил:

— И не забывайте об *Enron!*

— *Enron?* Но ведь...

— Да, *Enron*. Когда эта компания получила нокаут, большой новостью посчитали обман в бухгалтерской отчетности. Именно это привело в шоковое состояние комитеты Конгресса. Именно из-за этого так шумел председатель *вашего* комитета. Но все словно забыли о деривативах! Я думаю, что *истинная причина разорения компании Enron\** заключалась не столько в бухгалтерском крюкотворстве, сколько в том, что многие из ее сделок с энергетическими деривативами лопнули. Они сделали слишком большие ставки на нефть, газ и электроэнергию. Игра пошла плохо, и они потеряли свой капитал.

Тамара была на грани отчаяния. С одной стороны, все — начиная от ее боссов до внешних источников информации — говорили ей, что деривативы играют чрезвычайно важную роль, что они, возможно, имеют центральное значение, определяя судьбы мировой экономики. С другой стороны, почти все, что имело отношение к этой теме, было окутано мраком тайны. «Нет ли у вас чего-нибудь, — умоляла она, — ну, дайте мне хоть что-нибудь более конкретное на эту тему.»

Тамара терпеливо ждала, пока ветеран GAO раздумывал, что же ей ответить.

— Да, — сказал он наконец. — Посмотрите на Большую восьмерку — на те банки, которые контролируют весь бизнес с деривативами в США. В последний раз, когда я интересовался их делами, *риск потенциальных убытков некоторых из них составлял где-то от 100 до 600%\*\**. Я уж не говорю о раздутой номинальной стоимости деривативов. Я говорю строго о действительном риске, который берут на себя эти банки.

— От 100 до 600%? Вы хотите сказать, что на каждый доллар их капитала имеется риск в 6 долларов за счет деривативов?

— Проверьте мои данные: они находятся на сайте Управления контролера денежного обращения (Office of the Comptroller of the Currency, OCC), — ответил он и дал ей подробные указания, как найти эту важную информацию.

Встреча закончилась, и Тамара собиралась взять такси, чтобы вернуться в свой офис. Но погода была приятная, и она решила пройтись. Это даст ей время подумать. Что же *на самом деле* представляют собой

эти таинственные деривативы и как они вписываются в общую картину? Она отбросила весь профессиональный жаргон и просто сосредоточилась на существе дела: *деривативы — это обязательства, всего лишь одна из форм долга.*

Следующий вопрос был: *что происходит с учреждениями, имеющими слишком много долгов?* Ее ум на мгновение вернулся к кладбищу крупнейших корпораций с громкими именами, которые заявили о своей несостоятельности в последние несколько месяцев — *Bethlehem Steel, Pharmor, Polaroid, Kmart, Global Crossing, Enron, WorldCom, Adelphia Communications, US Airways* и многие другие.

Какова общая закономерность, которая связала их вместе? Первым в голову пришел образ пузыря — компании росли слишком быстро, занимая слишком много денег и тратя почти каждый цент. Затем пришел образ иглы, которая прокалывала этот пузырь, — разоблачение обмана, коллективные судебные иски или просто обычное снижение объема продаж.

Идя по Пенсильвания-Авеню, она начала представлять себе другой — гораздо больший пузырь, но этот образ все еще оставался размытым.

Вернувшись в свой офис, она сразу же зашла в Интернет и набрала тот адрес, который дал ей ветеран GAO: [www.occ.treas.gov/deriv/deriv.htm](http://www.occ.treas.gov/deriv/deriv.htm).

В верхнем левом углу экрана появились слова «Comptroller of the Currency, Administrator of National Banks» (Контролер денежного обращения, Управление национальных банков), а правее — «Quarterly Derivatives Fact Sheet» (Квартальная сводка состояния деривативов). Она изумилась тому, что за все годы ее исследовательской работы она ни разу не посетила этот сайт. Ей показалось, что он может оказаться поворотным для любого пессимистического сценария развития событий.

Внизу экрана она заметила список отчетов и щелкнула мышью на самом последнем — «OCC Bank Derivatives Report, Second Quarter 2002» (Управление контролера денежного обращения США. Отчет по банковским деривативам за второй квартал 2002 г.). Ей показалось, что каждая появляющаяся строчка, каждый факт выскакивают из экрана, словно электрическая искра.

Всего деривативов в портфелях коммерческих банков США — 50,1 трлн долларов.

Часть их, сконцентрированная в руках семи крупнейших банков, — 96%.

Часть, не находящаяся под надзором регулируемых бирж, — 90,1%.

О, господи! — подумала она. — Пятьдесят триллионов! Это почти в пять раз больше валового внутреннего продукта США. Да, это число делает риск огромным. Но что же тогда можно сказать о том, что почти все это целиком сосредоточено в руках всего семи крупных коммерческих банков? Конечно, во всем мире нет способа, который можно было бы истолковать как благоразумное распределение риска в экономике. Но чтобы 90% деривативов находились вне контроля какой-либо официальной биржи? Если возникнет кризис на рынке акций, то группа защиты от кризисов могла бы координировать свои действия с Нью-Йоркской фондовой биржей. Но с какой биржей могла бы работать группа в случае кризиса на рынке деривативов? Нет такой биржи.

Она прокрутила отчет до десятой страницы и в полушоке уставилась на экран: Таблица 5а. Процентное содержание выявленных деривативов, связанных с неблагонадежным капиталом. *J. P. Morgan Chase* — 589%. *Bank of America* — 169%. *Citibank* — 199%.

Вот это то, что надо! Это было свежее доказательство мощного пузыря, которое ни один экономист, находящийся в здравом уме, не мог бы отрицать. В случае банка *J. P. Morgan Chase*, с каждым долларом его чистого капитала (исправленного с учетом различных факторов риска) был связан риск величиной 5,89 долларов только в одних деривативах. Другими словами, достаточно была убытка в 17% в этой области, чтобы уничтожить весь капитал банка.

Она закрыла глаза и попробовала представить себе этот сценарий. Что произошло бы с рынком акций? Что произошло бы с миллионами американских акционеров? Рассеянно она взяла со стола папку в переплете из манильской бумаги, оставленную кем-то из ее научных сотрудников. Снаружи к ней была прищиплена скрепкой памятная записка, которую она жадно прочла:

Кому: Тамаре Бэлмонт

Касательно: Неприятности у *J. P. Morgan Chase*; а также у крупнейших немецких и японских банков.

23 мая 2002 г. акции *J. P. Morgan Chase* продавались по цене 38,66 доллара за штуку. К 9 октября они упали до 15,26 доллара за акцию. Ровно 60,5% рыночной стоимости банка — 46 млрд долларов — испарились. Это больше, чем общая рыночная стоимость *Wachovia Bank*, и больше, чем общие убытки, которые понесли инвесторы в результате банкротства *Adelphia Communications*, *Kmart* и *Polaroid* вместе взятых. Все в одном банке. Всего за 139 дней.

В это трудно поверить, правда? *J. P. Morgan Chase* — это второй по величине банк Соединенных Штатов, имеющий целых 742 млрд долларов в различных активах, 900 филиалов, свыше 30 млн индивидуальных клиентов. И вот он теряет почти две трети своей общей рыночной стоимости меньше чем за пять месяцев. Причина одна: в сентябре *Morgan* объявил, что его убытки от просроченных ссуд возрастут в четыре раза, подскочив с 302 млн долларов во втором квартале 2002 г. до 1,4 млрд — в третьем.

Но если вы думаете, что ситуация с банком *Morgan* плоха, то поглядите, что делается за океаном. Стоимость *Deutsche Bank*, крупнейшего банка Германии, упала на рынке акций еще ниже. *Mizuho Holdings*, самый крупный банк Японии, по мнению многих аналитиков-экономистов, уже является банкротом.

Далее этот отчет подробно обосновывал неизбежность краха японской банковской системы с катастрофическими последствиями для американских и европейских банков. Отчеты, полученные от других ее помощников, рисовали аналогичную картину почти во всех главных секторах экономики США. Потребители, корпорации и правительства — все погрязли в долгах. У всех были похожие пузыри. Наконец тот образ, который долго ускользал от ее сознания, стал четким: вся мировая экономика, включая некоторые из крупнейших банков мира, представляет собой гигантский пузырь. А иголкой является незавершенный спад, о котором она писала в своем отчете бывшему хозяину Дону Уокеру. Если экономическая ситуация ухудшится, то пузырь лопнет.

Оставался только один вопрос: могут ли правительства трех крупнейших экономических систем мира — Соединенных Штатов, Японии и Германии — продолжать подпирать свои экономические системы и оберегать свои пузыри? И она пришла к выводу, что ответ на этот вопрос открыл бы самые жизненно важные тайны о том, что ожидает нас в будущем.

## Два пессимистических сценария дальнейшего развития событий

Спустя ровно 90 дней после того, как он отправил свою памятную записку Тамаре Бэлмонт, Оливер Даллес услышал сигнал своего компьютера о поступлении нового сообщения по электронной почте. Он

проверил почту в программе Outlook и обнаружил письмо от Тамары. Тема была обозначена коротко — «Отчет», и он открыл его немедленно.

«Имеется приложение. Пожалуйста, откройте мой файл, закрытый с помощью согласованного нами ранее пароля. Там содержатся краткие тезисы моего отчета. У меня есть его полная версия в твердом переплете, с графиками и таблицами. С нетерпением жду возможности обсудить его с Вами лично.»

Приложенный файл имел заглавие «Сценарии». Он встал со стула, запер дверь, открыл файл с помощью пароля, и стал читать его на экране. Ниже следуют выдержки из него.

**Сценарии худшего случая развития событий:  
Риски возникновения кризиса и польза от кризиса**

*Тезисы. Тамара Бэлмонт с сотрудниками*

В силу противоречивых сигналов относительно текущего направления денежных, фискальных и нетрадиционных форм вмешательства правительства в экономические и финансовые рынки, невозможно составить единый и уникальный сценарий худшего варианта развития событий. Вместо этого, исходя из решений и действий лиц, делающих политику, предвидятся два пессимистических сценария.

*Сценарий А. Короткий, но ужасный*

Правительство проводит, в основном, политику невмешательства. Оно не растрчивает драгоценные ресурсы на поддержку обанкротившихся учреждений частного сектора. Оно не пытается искусственно поддерживать рынок акций. Не наводняет банковскую систему избыточным количеством денег и не снижает без разбора налоги. Оно не контролирует валютный рынок для предотвращения валютного краха и бегства капиталов. Вместо этого оно сосредоточивается почти полностью на осмысленных структурных реформах, чтобы восстановить доверие инвесторов и потребителей. Лидеры обеспечивают полную и честную открытость относительно серьезности спада и возможных потерь, которые он может вызвать.

*Последствия.* В результате огромных долгов, низкой ликвидности и взаимопереплетения сложных договорных обязательств, волны финансовых и нефинансовых банкротств среди корпораций временно парализуют мировую экономику.

Падение стоимости акций США достигнет примерно того же масштаба, как в 1929–1932 гг. Обвал рынка загонит экономику в депрессию продолжительностью от 3 до 5 лет. Безработица превысит 10%. На большинстве финансовых рынков ликвидность вообще временно исчезнет — даже в отношении таких ликвидных ценных бумаг, как акции «голубых фишек» и долгосрочные государственные облигации.

Чтобы покончить с кризисом, потребуется, возможно, объявить общенациональные банковские и рыночные каникулы продолжительностью в одну-две недели. Однако через разумный промежуток времени последует экономическое оздоровление.

*Сценарий Б. Долгий и тревожный*

В страхе перед более обширным коллапсом правительство решительно и часто вмешивается в затянувшуюся войну с кризисом. Оно периодически выручает банки, брокерские фирмы и другие корпорации, считающиеся «важными» в структуре финансовой системы. Оно старается прямо и косвенно поддерживать финансовые рынки масштабными закупками акций и облигаций, выпущенных корпорациями. Оно наводняет банковскую систему деньгами и дико сокращает налоги. Оно начинает строго контролировать валютный рынок, чтобы воспрепятствовать вывозу капитала из страны и предупредить крах доллара. Оно откладывает назревшую реформу и засовывает под сукно реальные структурные проблемы. Лидеры продолжают верить, что действуют в лучших интересах страны, отгораживая общественность от информации, которая могла бы вызвать озабоченность и страх.

*Последствия.* Спад растягивается на много лет, с несколькими кратковременными подъемами, пробуждающими неоправданные надежды и ожидания, за которыми следуют дальнейшие спады. После затянувшегося, по крайней мере, на десятилетие кризиса, ликвидные ресурсы страны оказываются исчерпанными, а ее способность к восстановлению истощена.

Курс акций США продолжает зигзагообразно изменяться, с множественными долговременными периодами промежуточного подъема, захватывающими дополнительные средства инвесторов и еще больше истощающими накопления домохозяйств. Однако к концу этого длительного общего спада средние рыночные показатели колеблются приблизительно на том же уровне, что и

в сценарии А — с уровнем убытков, соответствующим периоду с 1929 по 1932 гг.

Однако падение экономики окажется гораздо более глубоким, чем в сценарии А. Его глубина проявится не только в процентах сокращения реального внутреннего валового продукта, но и в долговременном структурном уроне для производительности и психологии масс.

Для большинства граждан потери от экономического спада будут менее суровыми в краткосрочном масштабе, но гораздо большими в долгосрочном. Социальные и политические последствия спада окажутся более масштабными, еще сильнее осложняя задачу восстановления экономики.

Многие рынки — как внутри страны, так и во всем мире — фактически закроются на протяженные периоды времени в результате хронического финансового паралича и социального брожения. В конце концов, мировая экономика восстановится, но только после темного периода, который продлится несколько десятилетий.

Оливер Даллес прочитал Тезисы четыре раза, сопровождая чтение ворчанием, прежде чем отвернулся от монитора. Это он в свое время помог разоблачить махинации с бухгалтерской отчетностью. Именно он помог раскрыть огромный дефицит федерального бюджета и потенциальную опасность пузыря рынка акций. Так что страшные сценарии были ему не в диковинку. Кроме того, в начале своей карьеры, которая так и не расцвела, он серьезно и страстно изучал психологию. Поэтому он понимал, что такое безумие толпы. Он знал, как она может вывернуть наизнанку почти любую экономическую теорию.

И все же, он не был готов к *такому!*

В обоих сценариях рынок должен был упасть приблизительно так же, как это было в 1929–1932 гг. И сколько же это будет? Около 90%. И на какой отметке окажется индекс Dow? Чуть выше 1 тыс.? Абсолютно невероятно для нашей современной экономики, подумал он.

В обоих сценариях предусматривается частичный или полный развал банков и финансовых рынков. Когда это произошло в последний раз? Когда ФБР закрыло все банки в 1932 г.? Столь же невероятно!

При первом чтении ему было ясно, что сценарий Б был еще хуже, чем сценарий А. По крайней мере, в «короткой, но ужасной» версии еще теплилась надежда. В «долгой и тревожной» было гораздо меньше надежды, даже предполагались «темные десятилетия». Что она подразумевала под *этим?*

Он сразу же попросил ее прийти к нему в кабинет и приготовился задавать вопросы об аргументации ее выводов. Когда она пришла, он вскочил и торопливо убрал с гостевого стула стопку бумаг, чтобы она могла сесть. Затем стал просто смотреть на нее, покачивая головой, то ли улыбаясь, то ли ухмыляясь.

— Что это вы прислали мне? — спросил он, наконец. — Вы что, с ума сошли?

— Вы просили составить сценарий *для самого худшего случая*, разве не так?

— Конечно, но если бы вы тщательно прочитали мои инструкции, то заметили бы, что моя просьба имела в виду *разумный* сценарий для самого худшего случая. Как вам это в голову пришло? — Он улыбнулся.

## Короткий и страшный сценарий кризиса

Тамара не заметила улыбку и проигнорировала выпад.

— Все мы стараемся избегать штампов, верно? И все же нередко прописные истины являются источником правды. Пример: «История повторяется, и те, кто не усвоил ее горьких уроков, обречены на повторение ошибок.»

— Значит, *это* является обоснованием для ваших сценариев? — спросил Даллес. — Все те же старые исторические аргументы, на основании которых на наши головы десятилетиями сыплются пророчества конца света?

— Если в качестве закуски перед обедом, то да. Необходимо только учитывать, что каждый исторический цикл добавляет новое измерение, новый изгиб или скрытое примечание, чтобы смутить исследователей. Но я вижу сходные закономерности в структуре и механизме. Вижу повторяющиеся темы. И кроме того, разве не является исторический прецедент стандартным механизмом установления параметров для тестирования сценария на худший случай?

— Предположим, да. Продолжайте.

Тамара держала на коленях экземпляр полного отчета. Она также принесла с собой еще три папки, по одной от каждого из ее помощников. Она положила папки с материалами на его стол рядом с бумагами, которые он только что убрал со стула...



— Позвольте мне начать с паники 1901 г., — попросила она.  
 — А обязательно забираться *так* далеко в прошлое?  
 — На самом деле, мне, вероятно, следовало бы забраться еще дальше. Однако с начала двадцатого столетия мы смогли детально изучить лишь четыре конкретных случая, но при тех временных ограничениях, которые вы нам задали, мы чувствовали, что этого пока вполне достаточно. Могу я продолжать?

— Конечно, конечно. Продолжайте.

— *Паника 1901 г.* вращалась вокруг попытки захвата Северной Тихоокеанской железной дороги, достигнув кульминации в битве между группами *Morgan-Hill* и *Harriman-Kuhn Loeb* за достижение контроля над дорогой. Сегодняшняя ситуация: как и в 1901 г., мощные корпоративные группы использовали огромные долги для захвата контроля над корпоративными гигантами с помощью слияний и поглощений.

— *Коллапс 1907 г.* впоследствии получил название «паника среди богачей». Последовал после неожиданного повышения цен на ряд товаров, особенно на медь и кофе, плюс медные рудники. Сегодняшняя ситуация: спекуляция товарами стала широко распространенной. Разница лишь в том, что на этот раз она сосредоточена в индексах стоимости акций, иностранной валюте, облигациях и ряде других финансовых инструментов, которые превратились в товары для виртуальной торговли на наших современных фьючерсных биржах.

— *Кризис 1920–1921 гг.* явился результатом накопления избыточных материально-производственных запасов после Первой мировой войны. Производители автомобилей и шин, поставщики сахара и фермеры-хлопководы понесли самый тяжкий урон. Сегодняшняя ситуация: многие предприятия снова оказались перегружены материально-производственными запасами — как, например, производители персональных компьютеров, сетевых маршрутизаторов, микрочипов и компонентов беспроводной связи.

Даллес перебил:

— Я всегда подозревал, что эти сопоставления полны дыр, и вы только что продемонстрировали превосходный пример. Имеется огромное различие между нашей современной системой создания запасов «на всякий случай» и тем, что существовало в 1920-х гг. Паника такого масштаба от избытка материально-производственных запасов просто немыслима.

— Я тоже так думала, — возразила она. — Но она все равно происходит. Взгляните на огромные избыточные производственные мощности, которые мы имеем в сегодняшнем мире! Посмотрите, как легко

оказывается заокеанским производителям продавать повсюду свои товары по демпинговым ценам! Кто контролирует эти реальные или потенциальные запасы?

— Не хочу сейчас спорить с вами. Дальше!

— *Кризис 1929 г.* пришел по пятам десятилетнего побивающего все рекорды бума, который очень напоминает бум 1990-х гг. Вызван обрушением неустойчивой пирамиды на рынке акций, построенной брокерами, банками, магнатами и индивидуальными инвесторами, напоминающими сегодняшних. Огромные долги, напоминающие нынешние. Обман и банкротства корпораций, также подобные сегодняшним.

— И вы думаете, что эти события прошлого имеют значение?

— Да. Разумеется, есть огромная технологическая и культурная разница, отделяющая начало двадцатого столетия от начала двадцать первого. Конечно, прямые сопоставления таят в себе опасность. Но некоторые совпадения *до такой степени* говорят сами за себя, что они, по определению, являются существенными.

— И это действительно так?

— Во-первых, за себя говорит тот факт, что в начале двадцатого столетия федеральное правительство либо было неспособно, либо не желало предотвратить катастрофы и панику.

Даллес кивнул.

— Очевидно. В противном случае они не случились бы.

— Во-вторых, очевидно, что все четыре кризиса представляли собой опустошительную панику, которая фактически сровняла рынок акций с землей, и все же — это мой главный тезис — *она не помешала здоровому восстановлению экономики в последующие годы.*

— В-третьих, ясно, что частный сектор неоднократно играл принципиальную роль в процессах восстановления экономики. Я говорю о весьма *состоятельных действующих лицах\**. Я говорю о богатых финансовых организациях. Они вышли на сцену. Они купили пострадавшие от кризиса активы. Они снова запустили страну в движение.

— И кто же это, к примеру?

Тамара взяла в руки одну из папок и пролистала несколько копий страниц из старой книги о паниках и кризисах. Затем прочла места, отмеченные желтым маркером. «В 1907 г. на сцену вышел, прежде всего, *J. P. Morgan*. Затем, в 1920–1921 гг., *Du Pont* и мощные банкирские дома поддержали *General Motors*, *Goodyear* и др. В 1930-е гг. экономика оказалась в более жесткой ситуации, но все же была жизнеспособной. Масса крупных промышленников вроде *General Motors* извлекла уроки из катастрофы 1929 г. и создала большие запасы наличных денег. Это,

да еще плюс федеральные программы и, наконец, война вытащила экономику из депрессии.

— Ну, и в чем же ваш главный вывод?

— Мой вывод гласит: *паника и катастрофы, даже самые опустошительные, не являются фатальными.*

— Понимаю. Но в сценарии А вы говорили о резких экономических спадах. Что вызывает эти спады?

— Два порочных круга. Первый — связь между спадом на рынке акций и снижением уровня расходов потребителей. Когда стоимость акций падает, потребители тратят меньше. Затем, когда потребители тратят меньше, они тянут вниз прибыли корпораций — а значит, и стоимость акций — еще больше вниз.

Она снова заглянула в свой полный отчет и продолжила:

— Второй порочный круг — это связь между *дефляцией и банкротствами*. Компании вынуждены продавать свои товары со скидкой, так? Поэтому они приходят к более низким ценам на свои продукты и более низким доходам. Далее, вследствие снижения доходов, они не могут оплачивать свои счета. Поэтому они разоряются, что ведет к дальнейшим пожарным продажам с целью спасти свое положение, а в результате — к дальнейшим банкротствам... и к новым поспешным продажам.

— Вы можете привести еще какие-нибудь факты в пользу этого?

Взгляд Даллеса стал напряженным. Тамара почувствовала, что начинает овладевать его вниманием — что его скептицизм и неверие ослабевают. Она решила повременить с ответом на этот вопрос.

— Конечно, но сначала позвольте мне дать вам обзор тревожного и долгого сценария.

## Долгий и тревожный сценарий

— Ладно. Каков главный исходный пункт для вашего долгого и тревожного сценария?

— Япония. Это крупнейший экономический кризис, поразивший мир после 1930-х гг. Сумма долгов оценивается в 1,4 раза выше запасов всей ее экономики — почти в 3 раза больше долга Аргентины, когда там в начале 2002 г. произошел дефолт. Япония пережила, по крайней мере, четыре спада после 1990 г. — это повторяющаяся депрессия. Уровень безработицы — самый высокий после Второй мировой войны. Ее рынок акций падал с 1990 г. и все еще продолжает падать — упав уже почти на 78% от максимального уровня. Ее крупнейшие бан-

ки, брокерские фирмы и компании по страхованию жизни столь близки к разорению, что единственное, что поддерживает их на плаву, это слабое правительство, которое удерживает другой конец веревки. В последнее время дела пошли настолько плохо, что губернатор Токио решил забрать деньги этого города из банка *Mizuho*, крупнейшего банка Японии, из опасения, что они превратятся в дым.

Даллес знал, что дело плохо, но не знал, что *до такой степени*.

Тамара подходила к существу дела.

— Вы можете в это поверить? Более десяти лет медвежьего рынка! Депрессия в стиле американских горок, которая длится больше десяти лет! Это не история, это факт настоящего времени. Это существует здесь и *сейчас*, и нельзя повернуть время вспять.

— Как вы думаете, *почему японскую экономику так колотит\** все эти долгие годы?

По мере того, как Даллес явно приближался к пониманию ее точки зрения, Тамара обретала все больше уверенности в своей речи.

— В силу как раз тех самых ошибок и грубых промахов, которых должно избежать наше правительство. Потому что окопавшаяся японская бюрократия упорно сопротивляется проведению рыночных реформ. Потому что японское правительство постоянно пытается поддерживать свои шаткие банки. Потому что они искусственно поддерживают свой рынок акций. И так, каковы же последствия? Экономика ковыляет, словно «живой труп». Рынок акций скачет вверх и вниз по спирали, которая тянется, насколько хватает глаз. Вместо того чтобы оторвать бинт от своих ран одним быстрым рывком, японские лидеры предпочитают с мучениями отщипывать его по ниточке.

Даллес протестующе поднял руку.

— Пойдите-ка. Я не эксперт по японской экономике, но одно знаю точно: Япония и Соединенные Штаты так отличаются друг от друга структурно, что любое сравнение будет очень некорректно.

Тамара широко улыбнулась, но сразу же стала серьезной.

— Согласна. Но посмотрите! Вся эта моя аргументация заключается в сценарии Б! А в сценарии Б *Соединенные Штаты становятся все больше похожими на современную Японию* — с точки зрения экономической политики, даже структурно. У нас уже есть многие похожие элементы. У нас огромная, окопавшаяся правительственная бюрократия, очень похожая на их бюрократию. Мы почти так же, как и они, имеем административный ресурс, чтобы любой ценой препятствовать финансовому коллапсу. У нас есть команда защиты от кризиса и все возможные механизмы на местах, чтобы прямо вмешиваться в функ-

ционирование рынков, как это делают они. Так что берегитесь: мы, возможно, уже гораздо больше похожи на Японию, чем это представляет себе большинство населения.

## Меньше боли, больше страдания

Даллес еще раз пробежал глазами тезисы ее отчета.

— Вы говорите о банкротствах в Японии, о безработице и дефляции (снижении цен). Почему же тогда вы говорите, что сценарий Б *менее* мучителен в краткосрочном плане?

— Когда вы в последний раз были в Японии?

— Никогда.

— Съездите туда в ближайшие дни. Вы не увидите там очередей за хлебом. Вы не увидите признаков упадка городов или разрухи. Вы увидите народ, который действительно выглядит относительно преуспевающим — но все это лишь на поверхности. Микки Кантор, бывший министр торговли США, недавно поехал в Токио. Хотите узнать его впечатления? Вот что он сказал: «Банковская система страдает, расходы потребителей снижаются, экономика главного партнера США падает, цены на нефть находятся на уровне 30 долларов, налицо дефляция, политический затор, отсутствие реформ, — а в остальном дела идут превосходно.» Думаю, что это довольно хорошо резюмирует состояние дел. Похоже на *выигрыш в покер на «Титанике»\**.

Даллес вздохнул.

— У меня к вам еще несколько вопросов, но они очень важны.

— Давайте.

— В обоих сценариях вы говорите, что «падение акций США будет примерно того же масштаба, что и в период 1929–1932 гг.». Я произвел расчеты. Что касается индекса Dow Jones Industrials, то это означает Dow 1 тыс. с мелочью. Не кажется ли вам, что это дикая натяжка? Как вы дошли до этой величины?

— За последние 100 лет есть только один экономический период, в который имел место подобный нынешнему, побивающий все рекорды бычий рынок перед тем, как началось катастрофическое падение цен на акции... падение рынка, подготовленное обманом со стороны корпораций и массовыми банкротствами... аналогичные картины на рынках акций во всем мире... и падение процентных ставок, подталкиваемое все ниже и ниже Федеральной резервной системой в провалившейся попытке помешать медведю и оживить быка. Таким был кризис 1929–1932 гг.

— Но 90%?

— Да, вы правы, в 1929–1932 гг. индекс Dow упал на 89%. Сегодня он упал бы примерно до 1300. Вы говорите, что это немыслимо, невозможно, и мой ответ будет *в точности* таков же, как и ваш. Это не может случиться. А потом я мысленно возвращаюсь назад всего на несколько лет. И я вспоминаю: не точно ли так *все* экономисты-аналитики на Уолл-Стрит — даже самые последние из них — думали об индексе Nasdaq, когда он достиг своего пика? А теперь взгляните! Индекс Nasdaq *уже* упал почти так же, как упал в начале 1930-х гг. индекс Dow (рис. 13.1).

— Кое-кто возразил бы, что Уолл-Стрит извлекла уроки из прошлого и что все работает по-новому. Что бы вы им ответили?

— Все, что изменилось, так это высота тона высказываний этих скептиков: «О да, Nasdaq был *явным* пузырем, — говорят они. — Но только не Dow. Dow — это совсем другое дело.» Истина в том, что тот факт, что Nasdaq — это пузырь, стал очевиден им только *после* того, как Nasdaq рухнул. В моих двух сценариях то же самое можно было бы отнести и к Dow. Они не распознали бы пузырь в графике изменения индекса Dow даже после того, как он упал.

Отвечая, Тамара почувствовала, что за ее спиной кто-то вошел в комнату, но посмотрела на вошедшую только после того, как та заговорила. Это была Линда Дэдини.

Линда извинилась за неожиданное вторжение и попросила у Даллеса разрешения просмотреть кое-какие статьи, которые она оставила для него на стуле. Взяв то, что ей было нужно, она собралась выйти, но затем остановилась в нерешительности.

В последние месяцы она стала чаще бывать в офисе своего отца — сначала ради советов относительно вложения денег, а позже из чистого любопытства к удивительной науке, которая, по ее словам, в конечном счете соответствовала многим принципам физики, с которыми она была хорошо знакома.

Даллес запоздало отмахнулся от ее извинения.

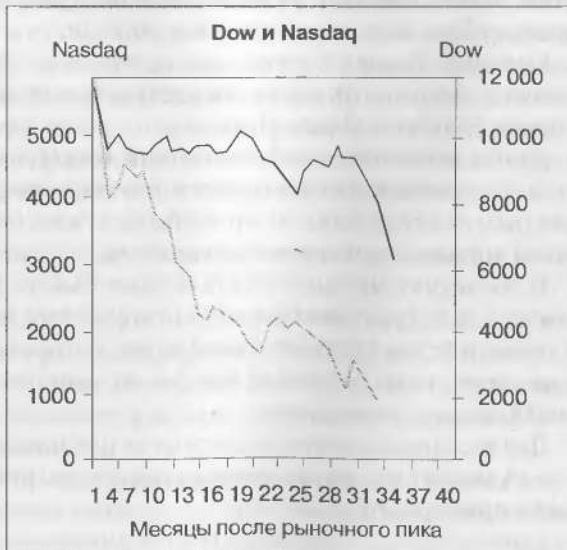
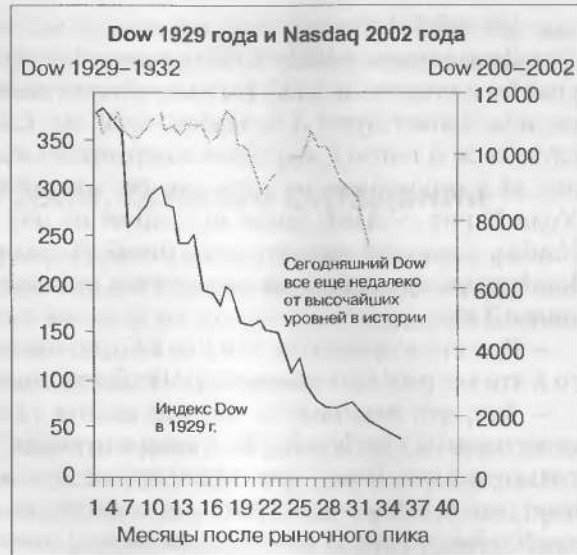
— А мы тут как раз разговариваем о сценариях на будущее. Может быть, присоединитесь?

## Стоимость и психология

Ее глаза загорелись. Ничто так не восхищало Линду Дэдини, как экономические прогнозы. Она вышла в соседнюю комнату за сту-

**Рис. 13.1.** Не существует безотказных эталонов для разработки разумного сценария развития событий для самого худшего случая. Тем не менее специалисты по анализу рисков ссылаются, как правило, либо на (1) наихудший исторический опыт в современной эре, либо на (2) худший современный опыт, имевший место в сопоставимой среде. Верхняя диаграмма иллюстрирует исторический подход — в ней сравниваются значения индекса Dow Jones за 2000–2002 гг. с индексом Dow в начале 1930-х гг. Если бы значения индекса Dow претерпели падение приблизительно такого же масштаба, как в начале 1930-х гг., то он упал бы приблизительно до уровня порядка 1000–1500 пунктов. Нижняя диаграмма иллюстрирует современное развитие событий — на ней сравниваются значения индекса Dow за 2000–2002 гг. с индексом Nasdaq за тот же период. Если бы значения индекса Dow претерпели спад приблизительно того же масштаба, как значения индекса Nasdaq при спаде 2000–2002 гг., то он упал бы приблизительно до уровня 2500–3000.

Если бы это были конкретные прогнозы, то можно было бы предложить различные доводы для поддержки или опровержения их значимости. Однако в качестве сценариев на самый худший случай эти оценки согласуются с широко применяемыми принципами анализа рисков.



лом, вкатила его и спокойно уселась, образовав неравносторонний треугольник с Даллесом и Тамарой.

Даллес снова повернулся к Тамаре и заявил:

— Вы — экономист и аналитик. Я — бухгалтер-эксперт. Мы оба знаем, что *стоимость* — это то, вокруг чего, в конечном счете, вертится рынок. Кроме того, я являюсь психологом по образованию. Так что я *знаю*, что *восприятие* стоимости важно в меньшей степени. Вы это приняли во внимание?

— Да. Индекс Dow сейчас торгуется в двадцать раз выше реальной стоимости активов.

— Разве для этого нет оснований?

Линда, вспомнив, как она заплатила в 20 раз больше за акции UCBS, хотела покачать головой, но сдержалась.

— Это зависит от обстоятельств, — ответила Тамара. Во времена великих медвежьих рынков вроде нынешнего величина индекса Dow может упасть в шесть или семь раз, прежде чем достигнет своего нижнего предела. Одно это уже подразумевает, что Dow *может упасть до уровня 2500*. А ниже этого уровня, принимая во внимание доходы корпораций, уже не будет. Но сейчас доходы 30 компаний, по которым исчисляется индекс Dow, *все же* падают.

— И каков же самый низкий уровень доходов?

Тамара вдруг вспомнила, как обсуждала в *Harris* эти вопросы с экономистами-аналитиками. — В каждом из моих сценариев я уверена, что все на Уолл-Стрит были бы озабочены этим вопросом. Но факт в том, что не существует абсолютно четкого нижнего уровня доходов. Даже нулевые доходы — это не абсолютно четкий нижний уровень. Взгляните на то, что случилось с акциями, входящими в Nasdaq!

Тамара снова открыла папку и вытащила график с названием «Падение прибылей Nasdaq». Она быстро показала его Линде, которая благодарно кивнула ей, а затем передала его в руки Даллеса (рис. 13.2).

— Вижу, но что этот график выражает? — ответил Даллес.

— Точка А показывает пик почти семилетнего накопления прибылей 4200 компаний Nasdaq — всего 160 млрд долларов. Точка В показывает, что эта прибыль была полностью уничтожена всего лишь за 15 коротких месяцев. Я не говорю о средних цифрах, не говорю и только о каком-нибудь одном прибыльном годе. Я говорю о каждом пени прибыли, которая была получена каждой компанией, входящей в Nasdaq, за весь этот период.

— Постойте-ка, — сказал Даллес. — Позвольте мне убедиться, что я вас правильно понял. Допустим, все эти компании все эти годы откла-



**Рис. 13.2.** Прибыль, накопленная почти за семь лет, исчезла! Между 1 апреля 1994 г. и 31 июня 2000 г. (точка А на графике) все компании, входящие в Nasdaq, заработали 159,8 млрд долларов. Однако между 1 июля 2000 г. и 31 сентября 2001 г. компании Nasdaq потеряли 161 млрд долларов. Эти убытки уничтожили каждый пенни из прибылей, которые они получили за предыдущие семь лет вместе взятые. Это уничтожение было обусловлено, главным образом: 1) разоблачением бухгалтерских хитростей при завышении прибылей; 2) уменьшением объемов продаж; 3) дефляцией — понижением цен на их продукты.

дывали все свои прибыли на один и тот же счет в одном мировом банке. И допустим, что они за это время не истратили из этих денег ни единого пенни. Сколько они тогда имели бы на этом счете?

— Как я уже сказала, 160 млрд долларов.

— И вы говорите, что сейчас все эти деньги уничтожены убытками?

— Пуффф! Испарились с лица Земли! До единого пенни.

— Вы ведь не утверждаете, что то же самое могло бы случиться с акциями, входящими в Dow, верно?

— Нет, не утверждаю. Но давайте рассмотрим некоторые другие факторы. — Тамара взяла в руки свой график Dow и показала на линию, обозначенную как «Dow сегодня». — Чего вы не видите на этом графике, — решительно сказала она, — так это всего того, что происходит позади этих линий, на других финансовых рынках — на рынке корпоративных облигаций, например.

— Объясните, пожалуйста.

— Здесь у меня есть данные рейтингового агентства Moody's Investors Service. Они утверждают, что кредитоспособность американских компаний чрезвычайно слаба, что она падает уже в течение 18 кварталов подряд. Это означает *четыре с половиной года убыточных бухгалтерских балансов\**! Это означает, что их активы падают, а их долги растут. И все это касается массы первоклассных компаний, акции которых входят в индекс Dow! Этот график предупреждает нас, что многие из акций «голубых фишек» тоже могут оказаться пузырем, который вот-вот лопнет!

— Неужели все действительно так плохо? — вслух удивился Даллес.

— Посмотрите. Здесь это все написано черным по белому! В самом последнем квартале агентство Moody's понизило рейтинг для 124 компаний, а повысило всего лишь для 35. Это означает, что они понизили рейтинг почти *четырёх* компаний на каждую компанию, рейтинг которой они повысили.

— Речь идет о мелочевке или о компаниях, заслуживающих вложений?

— И о тех, и о других! Вот как это получается: для более сильных компаний становится все дороже — и все *труднее* — найти деньги, которые им нужны для расширения или хотя бы для сохранения своего уровня. Для более слабых компаний эти повторные снижения кредитного рейтинга делают почти *невозможным* получение кредита, что потенциально угрожает самому их существованию. Они идут к разорению, когда и прибыли, и цены акций реально начинают падать по спирали.

— Некоторые утверждают, что рейтинговые агентства слишком жестко подходят к компаниям. Что вы думаете об этом?

— Не уверена. Может быть, они просто пытаются реабилитироваться за свои прошлые ошибки. Ведь в некоторых случаях, как в случае с *Enron*, они явно были излишне мягкими. В общем и целом, я должна сказать, что действительное ухудшение в балансах могло быть и *хуже*, чем можно предположить на основании из одних только рейтингов.

— Почему вы так считаете?

— Потому что компании по уши в долгах. Потому что некоторые из них не могут оплачивать даже текущие счета. Потому что *совокупный долг корпораций\*\** сейчас достиг 4,9 трлн долларов, или 57,1% капитализации корпораций, — они должны более половины своего акционерного капитала! Потому что компании, выпустившие первоклассные акции, под ровный барабанный бой маршируют в суд по делам

несостоятельных должников, — *Enron...WorldCom... Adelfia... US Airways... Global Crossing*. Но это еще не конец.

Тамара помолчала, взглянула на слушателей и снова вернулась к своим материалам.

— Даже в 1974 г., — продолжала она, — как раз перед самым сильным спадом и самым глубоким медвежьим рынком второй половины двадцатого столетия, *бремя частных долгов\** в этой стране было гораздо менее тяжелым, чем сейчас. Тогда на каждый доллар валового внутреннего продукта приходилось *меньше* одного доллара частных долгов. А сейчас приходится уже около двух долларов. Неудивительно, что компании то и дело разоряются! Неудивительно, что столь многие компании, как безумные, увольняют своих рабочих! Неудивительно, что люди подают заявления о своем личном банкротстве!

— Хорошо, теперь я вижу, что лежит в основе вашего прогноза о поведении Dow, — сказал Даллес, несколько раз кивнув головой.

Но Тамара покачала головой.

— Вы все же кое-что упустили.

— Что же?

— Вы ни разу не спросили меня о прогнозе — а только о *сценарии на самый худший случай*.

— Виноват. — Он помолчал, а затем добавил: — Возможно, мне придется показать эту информацию кое-каким важным персонам. Если бы можно было прорезюмировать *одним словом* ваш самый страшный сценарий, то каково было бы это слово?

— Дефляция! — ответ прозвучал словно выстрел, без малейшего колебания. — Но извините меня. Я должна ответить на один телефонный звонок.

## Глава 14

### Дефляция

Пока Даллес ждал, ему вспомнилась одна старая комедия, которую он смотрел несколько десятилетий назад. Дело было в 1930-х гг. Некий человек из очереди за хлебом спрашивает своего соседа:

— Как по-вашему, что лучше — инфляция или дефляция?

Сосед отвечает:

— Дайте мне просто фляцию. Простую голую фляцию.

К сожалению, тоска общества по стабильности цен — без инфляции и дефляции — так и не была удовлетворена в большинстве экономических систем мира за всю историю.

Во второй половине двадцатого столетия инфляция наблюдалась повсюду. Была инфляция, связанная с ростом заработной платы, инфляция спроса и инфляция, вызванная инфляцией. Была ползучая инфляция, галопирующая инфляция, безудержная инфляция и гиперинфляция.

Затем, после того как закончилось двадцатое столетие и началось новое, впервые более чем за шестьдесят лет высунула свою голову и стала наносить удары по ключевым регионам или секторам мировой экономики другая, старая, но мощная сила. Это была *дефляция* — падение цен, противоположность инфляции. По иронии истории, на нее почти не обращали внимания. Люди большей частью были слишком погружены в свои повседневные заботы, чтобы почувствовать ветер перемен.

Дефляция на уровне производства ощущалась уже давно. Но падение цен на товары потребления — тот вид дефляции, который средний человек чувствует непосредственно в своей жизни — впервые появилось далеко за океаном — в 2000 и 2001 гг.

В Бразилии совершенно новый автомобиль VW «Passat», который обычно стоил 15 тыс. долларов, можно было купить за 7 тыс. Бразильский VW «Santana», другой популярный седан, стоил еще меньше, его самая дешевая модель шла даже ниже 5 тыс. долларов. Цена на роскошные кондоминиумы упала со 150 тыс. до 80 тыс.

В другой части света, в Японии, дефляция была распространена еще шире и была более постоянным явлением. В течение 2000, 2001 и 2002 гг. цены на товары потребления падали почти безостановочно. Цена гамбургера за год упала наполовину. Хлопчатобумажные рубашки «поло» стали дешевле на 60%. Цены на недвижимость в ключевых районах снизились более чем на 50, 60 и даже 80%.

Однако в Северной Америке в период с 2000 по 2002 гг. *дефляция\** проявлялась не повсеместно. На одни товары, особенно на дома и медицинское обслуживание, цены все еще продолжали расти, тогда как в других секторах экономики — таких как, например, технологические — они уже стали падать. Текущая цена регистрации имени интернетовского домена упала с 70 долларов до семи. Можно было купить почти новые компьютерные серверы производства *IBM*, *Compaq* или *Sun* по цене 30 центов за доллар. Цена одной платы памяти DRAM емкостью 128 мегабайт, используемой почти во всех персональных компьютерах, всего за 10 месяцев упала с 14 до 2 долларов.

— Дефляция! — повторила Тамара вслед за Даллесом, окончив телефонный разговор. — И все же люди большей частью даже не знают, что это такое. Они думают, что это то же самое, что депрессия, то есть застой. Но мы с вами знаем, что это не так. Это падение цен, которое может сопровождать или не сопровождать депрессию. Падение цен на бакалею. Падение ренты. Снижение зарплаты. Снижение во всем.

— Это пугает, — заметил Даллес.

— Да. Но разве, в конечном счете, более низкие цены и более дешевые товары — это так уж плохо? Не обязательно. Да, дефляция является неотъемлемой частью короткого, но страшного сценария, но эта же дефляция является ключом, который делает возможным и достижимым последующее восстановление экономики. Почему? Потому что покупательная способность денег — доллара — будет восстановлена. Потому что обычные люди, которые упорно трудятся, чтобы сэкономить сравнительно небольшие суммы денег, смогут купить намного больше на заработанные деньги. Суть проблемы состоит...

— Да?

— Суть проблемы состоит в том, что дефляция относится к тем явлениям, которых почти все в правительстве и в промышленности больше всего боятся. Она неприемлема политически.

— Согласна.

— Несомненно, что безудержная инфляция гораздо, гораздо хуже, чем дефляция. Более того, в период действия сценария Б инфляция возвращается с какой-то мстительностью, и она убивает. Она стирает

производительность труда, разъедает ткань общества. Подрывает шансы на восстановление.

## Меньшее из зол

Даллес размышлял над дилеммой. То, что говорила Тамара, было столь верно, что, вероятно, ни один экономист не мог бы не согласиться. Очевидно, что дефляция была меньшим из зол, и для людей, имеющих накопления или устойчивый заработок, она могла принести с собой значительные преимущества. Тем не менее на высочайших вершинах Вашингтона, Уолл-Стрит или Мэйн-Стрит дефляция казалась *самой* страшной из экономических сил. Он знал почему. Людям, обладающим властью, есть что терять гораздо в большей степени, чем средним гражданам, у которых к тому же есть возможность не потерять, а даже приобрести.

— Как же дефляция действует в вашем коротком, но ужасном сценарии? — спросил Даллес.

— Падение цен, которое вы наблюдали в некоторых секторах экономики, начинает распространяться. Я уже рассказывала вам раньше о порочном круге «банкротство—дефляция». Так вот, в этом порочном круге ничто не может избежать падения цен. Оно затрагивает даже такие предметы, стоимость которых, по мнению многих, *никогда* не снижается — визит к доктору, обучение в колледже, билет на метро в Нью-Йорк Сити.

— Это напоминает мне кое о чем, — заметил Даллес. — Я попросил вас привести дополнительные свидетельства о связи дефляции и банкротств, но вы так и не дали ответа.

— Извините. Вот газетная вырезка, не очень старая. Позвольте мне прочесть короткую выдержку: «По мере того как количество заявлений о банкротстве, поданных общественными компаниями, растет, приближаясь к рекорду, компании все в большей степени вынуждены прибегать к ликвидации вместо реорганизации... чтобы продать части своего бизнеса тем, кто предлагает самую высокую цену.»

— А когда это было напечатано?

— 11 ноября 2001 г. Видите? Уже тогда дефляция начиналась в нескольких секторах. Вместо того чтобы прибегнуть к банкротству как к средству улучшения своего бухгалтерского баланса, многие компании просто закрывались и распродавали свои активы. Они продавали свои материально-производственные запасы, дебиторскую задолженность, недвижимость, оборудование, мебель, технологии, списки клиентов — все и почти за любую цену.

— А дальше?

— А дальше в сценарии А этот вид продажи создает дефляцию худшего вида — ту, которая распространяется с яростью лесного пожара. Этот вид дефляции захватывает врасплох даже самых умных экономистов. Но такая дефляция проходит сравнительно быстро. А как только она проходит, кризис *действительно* заканчивается — не остаются никаких скрытых мин, которые могут взорваться спустя месяцы или годы.

Даллесу снова припомнились времена его бухгалтерской деятельности.

— Так что в долгосрочном плане такая дефляция есть явление положительное. Я это понимаю. Но разве не может она играть положительную роль в короткие отрезки времени? Скажем, я занимаюсь каким-нибудь бизнесом. Не значит ли это, что я могу рассчитывать на более дешевую рабочую силу, более низкие затраты на материалы?

— Кратковременная дефляция — вредна, *долговременная* — полезна.

Даллес на мгновение закрыл глаза. *Тамара права*, — подумал он. — *На каждый доллар снижения расходов типичное предприятие должно потерять 2, 3 или 4 доллара прибыли вследствие дефляции.*

Бухгалтер-эксперт вспомнил одного производителя компьютерных серверов, с которым они одно время консультировались. Сам он не входил в команду аудиторов, но был знаком с цифрами.

В один год на одной конкретной производственной линии этот изготовитель производил в среднем 1 тыс. единиц в месяц, которые продавал по цене около 4 тыс. долларов за каждую единицу. Объем месячных продаж составил 4 млн долларов.

На следующий год продавалось только 400 единиц в месяц — 30%-ное снижение по сравнению с предыдущим годом. Это уже было довольно плохо, но затем пришла дефляция. Компания была потрясена 50%-ным снижением средней цены за каждую единицу продукции, то есть убытком в 2 тыс. долларов на каждую единицу. В результате доходы были загублены, упав с 4 млн долларов до жалких 1,4 млн.

Конечно, стоимость комплектующих тоже упала. Но затраты на маркетинг и накладные расходы едва сдвинулись с места. Если раньше, когда серверы продавались по цене 4 тыс. долларов за штуку, общие затраты производителя на единицу продукции составляли 3500 долларов — то есть прибыль на единицу составляла 500 долларов, то теперь, хотя серверы продавались по цене 2 тыс. долларов, затраты на

единицу продукции по-прежнему равнялись 3 тыс. долларов — убыток в 1 тыс. долларов при каждой продаже. Чем больше предприятие производило серверов, тем больше оно теряло. «Мы теряем деньги, но мы компенсируем эти убытки за счет увеличения объема продаж» — такова была установка компании для широкой публики. Потеря денег, но компенсация этой потери за счет объема? Какой же старой калошей было такое объяснение! И все же это было типично для того, что происходило в технических отраслях промышленности в 1990-х гг.

А сейчас короткий, но ужасный сценарий, сформулированный Тамарой Бэлмонт, говорил об общей картине, постепенно распространяющейся на всю экономику. Впервые Даллес почувствовал, что может полностью согласиться с возможностью такого сценария. Он попросил Тамару сделать ему три экземпляра ее полного отчета, объяснив ей, что собирается пойти с ним к самому Джонстону и весьма подробно обсудить все пункты. Она, казалось, была очень довольна и ушла в свой кабинет.

Даллес повернулся на своем вертящемся кресле и стал смотреть через окно на 14-ю улицу. Как лучше всего подойти с этим отчетом к Джонстону? Очевидно, это должна быть тема *дефляции цен в технологическом секторе*. Это был конек Джонстона. Он знал об этой теме все, и в прошлом они часто ее обсуждали. Еще до того, как Джонстон ушел из UCBS, дефляция цен в технологическом секторе начала проникать во все возможные подразделения компании — и, вероятно, *все еще* продолжала опустошать компанию при новом руководстве.

И все же большинство людей, работающих вне отрасли, — и даже многие *внутри* отрасли, не понимают, насколько серьезным могло оказаться для компании падение цен в технологическом секторе. Они не понимают, что этот фактор уже сыграл однажды важную и разрушительную роль. Именно он лежал в основе худшего со времен Великой депрессии коллапса в прибылях корпораций (когда каждый пенни из *всех* прибылей, полученных 4200 с лишним компаниями, включенными в Nasdaq, после середины 1994 г., был уничтожен) и привел к величайшим убыткам отдельного предприятия в мировой истории (*JDS Uniphase* и *AOL*) и к самому быстрому в истории уничтожению капитала инвесторов (5 трлн долларов пропало в Nasdaq всего за 11 месяцев).

Он снова взглянул на оставленный Тамарой график, показывающий общее падение корпоративных прибылей компаний, входящих в индекс Nasdaq. Одной из причин краха явились, конечно, манипуля-



ции с бухгалтерской отчетностью. Начать с того, что прибылей там и не было. Поэтому, когда выплыли на свет разоблачения бухгалтерских манипуляций, мираж рассеялся, как туман под лучами солнца. Но дефляция все же была вторым крупным фактором — фактором, о котором говорили немногие.

Дефляция была кошмаром технической индустрии. Теперь, в коротком, но ужасном сценарии, она должна была стать кошмаром и для других отраслей промышленности — автомобильной, приборостроительной, в строительстве и даже в сфере услуг. Это будет шок, который одновременно станет *лекарством от кризиса*.

Тамара связывала дефляцию с банкротствами, и Даллес интуитивно чувствовал, что она попала как раз в точку. И в самом деле, оглядываясь назад, он вспомнил, что большая часть обанкротившихся компаний, которые он знал как консультант, были поражены дефляцией в той или иной форме. У них были большие долги, сроки выплаты по которым истекали с каждым днем. Но они кое-как справлялись с этим. Однако они рассчитывали на все более высокие цены и все более высокие доходы, чтобы оплатить эти долги. А затем — словно столкнулись два встречных грузовых поезда: долги и дефляция. И компании полетели под откос.

Его мысли вернулись к некоторым из его собственных исследований — не распутанные клубки, которые когда-то озадачивали его, теперь стали приобретать осмысленное решение.

Не удивительно, что столь многие компании, выпускавшие облигации с высоким рейтингом типа ВВВ, были впоследствии понижены в рейтинге ниже инвестиционного уровня (ВВ и ниже) — *American Greetings, Providian Financial, Lucent Technologies, Royal Caribbean Cruises, AMR, Delta*, плюс десятки других зарегистрированных компаний.

Не удивительно, что многие компании, выпустившие бросовые облигации, прекращали платежи, оставляя рекордные долги! Компания *Bethlehem Steel* не выплатила 179 млн долларов по облигациям, выпотрошив портфели тысяч инвесторов. Компания *Swiss Air* не выплатила 1,5 млрд долларов, уничтожив состояния других тысяч несчастных. *Chiquita*, производитель бананов, прекратила платежи, оставив долгов на 700 млн долларов. Компания *Metricom*, оператор беспроводной связи, оставила долгов на 300 млн долларов в высокодоходных 13%-ных облигациях, срок оплаты которых истекал в 2010 г. Очевидно, 13% звучали для тысяч инвесторов как музыка. Но что хорошего они принесли им? Они так и остались невыплаченными!

## Источники финансирования высыхают

Затем мысли Даллеса перенесли к тем финансовым проблемам, которые стояли теперь перед многими из его бывших клиентов. Даже если они все еще были в хорошей форме, у них все равно будут трудности с получением кредита.

Где и когда это началось? Он быстро вспомнил: все началось с венчурного капитала<sup>60</sup>. Каждый знал кого-нибудь, кто потерял состояние на первых выпусках акций компаний, которые больше не существуют. Чего люди не знали, так это сколько крупных венчурных капиталистов заплатили еще дороже.

И в самом деле, в 2001 и 2002 гг. фирмы, созданные на венчурном капитале, переживали свои худшие годы *в истории*. Объем нового инвестиционного капитала, вложенного венчурными капиталистами, упал в 2001 г. на невероятную величину 62% и еще *дополнительно* на 92% в 2002 г.

Он мысленно вернулся в 1999 г. Это тогда компания *Chase Manhattan*, используя свои преимущества, ворвалась в венчурный капитал, купив инвестиционную компанию *Hambrecht & Quist*, финансировавшую небольшие компании. Впоследствии, когда *Chase* уже слилась с компанией *Morgan*, она все еще страдала от последствий этой катастрофически неудачной сделки.

Вспомнил он и *случай с Safeguard Scientifics\**, одной из немногих акционерных компаний с венчурным капиталом. Это была фирма, имевшая звездную и колоритную 50-летнюю историю. Но это не имело ровным счетом никакого значения, когда пузырь Интернет-компаний лопнул, сбросив *Safeguard* с уровня 99 долларов за акцию к уровню 1,03 доллара в октябре 2002 г.

Все эти факты не были примером «точной бомбардировки». Проблема исчезновения источников финансирования, которая поразила дот-комы<sup>61</sup>, начинает теперь поражать почти каждую отрасль промышленности в Америке. В обоих вариантах пессимистических сце-

<sup>60</sup> Венчурный капитал — долгосрочные инвестиции, вложенные в ценные бумаги или предприятия с высокой или относительно высокой степенью риска, в ожидании чрезвычайно высокой прибыли. — *Примеч. ред.*

<sup>61</sup> Интернет-компания. Такие компании почти всегда использовали в своих названиях символику «.com» — читается как dot com. Отсюда пошло общее для всех Интернет-компаний название «дот-комы». — *Примеч. ред.*

нариев вкладчики средств в облигации должны забрать свои деньги из любой компании, не имеющей самого высокого рейтинга. Большие банки должны будут в ужасе отшатнуться от нового, повышенного риска предоставления дополнительных ссуд компаниям, уже перегруженным долгами.

Даллес раздумывал над тем, не начался ли уже этот процесс фактически. Разве не заявил уже публично *Wachovia Bank*, что будет строже подходить к предоставлению ссуд авиакомпаниям, поставщикам запчастей для самолетов, отелям и поставщикам пищевых продуктов для ресторанов на Восточном побережье? Разве *Bank of America* не закрыл критически важные кредитные линии для торговых подрядчиков?

Если это уже происходит, то что должно случиться дальше согласно одному из сценариев Тамары? Он смог легко себе представить, что все банки должны будут ограничить размеры предполагаемых кредитных линий, поднимая плату за услуги и требуя большего дополнительного обеспечения. Он мог представить себе, как повсюду закрываются кредитные линии и гаснут огни у компаний, которые полагались на этот кредит так, как наркоман надеется на наркотик.

Как в технологическом секторе, так и у производителей средств дальней связи, ничто не могло потопить привязанную к кредиту компанию быстрее, чем прекращение денежных инъекций — внезапное изъятие этого кредита. Впрочем, до сих пор кредитный пресс ощущался, главным образом, мелкими и средними компаниями. «Голубые фишки» все еще имели доступ к новым кредитам.

## Искусство, антиквариат и объекты коллекционирования

Думал Даллес и о своих собственных любимых активах. Он не был богат, но все же собирал кое-какие предметы искусства и антиквариат. Он вспомнил, как однажды прочитал, что еще в 1930-х гг., когда богатые семейства столкнулись с нехваткой наличных денег, они продавали на аукционах редкие произведения искусства и антиквариат по цене нескольких пенни за доллар. Аналогично, после кризиса 1987 г. произведения искусства и антиквариат на крупных аукционах упали в цене на 30 и даже на 50%. Это падение цен продолжалось не очень долго, но оно проиллюстрировало, насколько сильно эти предметы чувствительны к дефляции.

Если предложенный Тамарой сценарий окажется верным, то что случится с ценой торшера от Тиффани? С американской маркой авиапочты 1918 г. с изображением Кертиса Дженни? С бейсбольной карточкой с автографом Джеки Робинсона? С китайской вазой эпохи династии Мин? Все они были очень уязвимы по отношению к крутым падениям цен, почти в той же степени, что и рынок акций.

Будет ли снижение цен постепенным или резким? Заденет ли оно богатых покупателей Америки, Японии, Гонконга и Ближнего Востока? Когда дефляция ударит по их предприятиям и другим активам, не начнут ли и они продавать? Конечно, это вполне возможно.

Он представил себе дефляцию в образе снежного кома, который сам питает себя и растет, скатываясь по склону горы. Этот образ мало отличался от того неистовства и безумия продаж, которые он наблюдал на бирже: цены падали потому, что люди продавали, а люди продавали потому, что цены падали. Они продавали бы по любой причине — может быть, потому что их побуждало к этому какое-то внутреннее чувство или толкало внешнее давление, или просто потому, что другие делали это.

Даллес молил Бога, чтобы ни один из двух сценариев не осуществился, но если бы ему пришлось выбирать между тем или другим, то он выбрал бы, несомненно, сценарий А, короткий, но ужасный. «Покончить бы со всем этим разом! Не вытаскивайте это на свет божий! Давайте двигаться к лучшему времени!» — прошептал он, обращаясь неизвестно к кому.

## Опасность сверхдоходов

Одной из причин заинтересованности Линды Дэдини в разговоре в офисе Даллеса, при котором она присутствовала, была ее глубокая озабоченность в отношении рынков валюты, облигаций, депозитных сертификатов и т. п. Когда она поняла, что ничто из этого не было главной темой обсуждения, она ушла. Кроме того, в час дня у нее должно было состояться свидание с консультантом, а дорожная обстановка на шоссе в Балтимор всегда была непредсказуема.

По дороге, сидя за рулем, она переключила свои мысли на разработку стратегии, которая без увеличения риска дала бы ей большие доходы, в которых она так нуждалась.

— Эти облигации Казначейства просто убивают меня, — заявила она консультанту по телефону, когда предупреждала его, что немного запоздает. — Нет, я не жалею. Слава богу, я больше не теряю денег. Но

посмотрите на эти низкие проценты! Это же мошенничество, воровство! Кроме того, я должна платить налоги со своих процентов, так? К тому же, я теряю на инфляции. Какой сейчас уровень инфляции?

— Может быть, 2% или меньше.

— Мне кажется, что это неправильно. Ну ладно, мы сможем поговорить об этом, когда я доберусь к вам.

Она остановила машину на подъездной дорожке его дома, подошла к двери и позвонила. Пока они шли к кабинету, она продолжила разговор, начатый по телефону.

— Я не верю тем низким показателям инфляции, которые все время сообщает нам правительство. Мои страховые счета растут намного быстрее. В этом году они опять подняли плату за обучение детей в школе. Цены и не думают останавливаться.

— А как насчет дефляции? — спросил консультант. — Вы когда-нибудь думали о такой перспективе? При дефляции, даже если у вас нулевой процент по вкладу, стоимость ваших денег возрастает, иногда даже не по дням, а по часам. Вы уже видели это на рынке акций. За тот же доллар вы теперь можете купить в *четыре* раза больше акций UCBS, чем раньше. Какой процент дефляции это означает? Что-то около 97%? Когда-нибудь вы сможете увидеть, что она распространится на ваши счета за бакалею и даже на счет за электроэнергию.

Линда не могла с этим согласиться. Она никогда не встречалась с подобным на практике.

— Это просто теория, — возразила она. — В данный момент я абсолютно точно знаю, что должна получать больший доход, чем приносят эти облигации Казначейства. Итак, вот моя идея. Я найду облигации, выпущенные какой-нибудь корпорацией, с рейтингом, скажем, ВВВ. Они ведь еще довольно надежны, верно?

— Да, это самый низкий рейтинг облигаций, при котором они все еще считаются неспекулятивными — «заслуживают вложения». Все те, что ниже этого уровня, вроде ВВ или ниже, считаются спекулятивными или бросовыми.

— Хорошо. Тогда я беру ВВВ. Если они получают рейтинг ниже, я продам их. Пока они будут держаться на этом уровне, я тоже буду держать их и получать по ним более высокие проценты.

На консультанта произвело впечатление то, как много она узнала об облигациях, но, ощущая ответственность за своего клиента, он хотел убедиться, что она понимает и опасность, сопряженную с ее планом.

— Это *может* оказаться правильным решением, но я хотел бы предостеречь вас о двух подводных камнях, — сказал он с искренней тре-

вогой. — Первый подводный камень состоит в том, что множество компаний оказываются банкротами совершенно неожиданно.

— Я знаю. Я сама пережила это, имея дело с компаниями *Global Crossing* и *WorldCom*. Я хочу пойти на этот риск, следуя рекомендациям агентств *Moody's* и *S&P*. *Уж они-то* предупредят меня, верно?

По мнению консультанта, *рейтинги облигаций, присваиваемые этими агентствами*, наверняка меньше *были подвержены воздействию взяток\**, чем оценки инвестиционных корпораций Уолл-Стрит. Но «менее субъективные» оценки все равно недостаточно надежны. Понижение рейтинга все еще запаздывало по сравнению с реальным положением дел в компаниях. В условиях быстро разрастающейся волны банкротств, понижение рейтингов могло оказаться слишком незначительным, слишком запоздалым, чтобы это имело практическое значение для инвесторов.

— Вы все знаете о компании *Enron*, а знаете ли вы, что происходило с рейтингами их облигаций во время крушения компании? — спросил консультант.

— Нет. А что с ними происходило?

— Я скажу вам. — Продолжая говорить, он встал со стула, подошел к шкафу с папками, поискал и вытащил папку с надписью «*Enron*». Он вынул из папки газетную вырезку с отметкой «Послать почтой» и заголовком «Рейтинги облигаций *Enron*» и снова сел.

— Даже когда рейтинговым агентствам стало абсолютно ясно, что финансы *Enron* находятся в полном беспорядке, — сказал он, пробегая глазами текст вырезки, — эти агентства отказывались снизить рейтинг компании до отметки «бросовые» и настаивали на оценке «заслуживает вложения». Подождите. Я кое-что ищу в статье из «*New York Times*». О, вот это место. Оно гласит, я цитирую: «Руководители крупных страховых фирм, которые хотели извлечь выгоду из этой сделки, — они говорят о сделке с фирмой *Dynegy* с целью спасения *Enron*, — оказывали давление на *Moody's*, чтобы удержать рейтинги на уровне «заслуживает вложения», даже когда облигации *Enron* упали до уровней, указывающих на то, что размер задолженности стал весьма рискованным.»

— Переведите, пожалуйста.

— Иными словами, всем было настолько очевидно, что облигации *Enron* это мусор, что на открытом рынке эти облигации продавались по бросовым ценам. И тем не менее и *Moody's* и *S&P* игнорировали этот факт.

— А потом?

— Потом за каких-нибудь 24 часа рейтинговые агентства объявили, наконец, резкое снижение рейтингов. Moody's срезало рейтинг компании *Enron* на 5 уровней. S&P сбросило свой рейтинг для *Enron* на 6 уровней, а Fitch превзошло всех, снизив рейтинг *Enron* сразу на 10 уровней. Все три агентства отбросили свою старую оценку *Enron*, словно горячую картофелину. К этому времени цена облигаций *Enron* упала с более чем 100 до 22 центов за доллар, сформировав убыток в 78% от максимального уровня цены, всего лишь четырехмесячной давности.

— Похоже, моя идея держать облигации корпораций до тех пор, пока их рейтинг не упадет до уровня «бросовые», оказалась не слишком удачной!

— Я рад, что вы отказываетесь от нее. В данное время эта идея сопряжена с рядом опасностей. Может быть, в будущем, когда мы пройдем через худшую фазу кризиса и все снова вернется на свои места! Кстати, есть ли в портфеле вашего дедушки какие-нибудь облигации?

— Фактически да, раз уж вы вспомнили об этом. Но я даже не думала говорить о них, поскольку, мы тогда сосредоточились на акциях.

Консультант, казалось, несколько помрачнел.

— Это хорошо. Просто помните, что мы вступили в очень суровое время. Вы не можете оставить на месте ни один камень. Мы должны проанализировать все, чем вы владеете, чтобы определить, насколько ваша собственность может быть уязвима, и тщательно взвесить все риски. Облигации корпораций, как мы только что выяснили, определенно могут нести в себе риск при падающей экономике. Как насчет вашего плана пенсионных накоплений<sup>62</sup>?

— Мой план пенсионных накоплений? Вот это да! Я действительно забыла о нем, верно? — сказала она.

— Совсем наоборот. Это я забыл спросить вас о них раньше. Вот. У меня есть общие инструкции для этих двух видов инвестиций: «Что делать с вашими облигациями и как обращаться с вашим планом пенсионных накоплений в условиях падающего рынка?» Используйте их по мере необходимости.

<sup>62</sup> План пенсионных накоплений (401 k) — американская программа пенсионного накопления с отложенным налогом, которую развивает компания для своих сотрудников. Включает вложение денег сотрудников в ценные бумаги по их выбору или выбору экспертов. В России подобием такого инструмента может служить недавно появившаяся в обиходе так называемая накопительная часть страховой пенсии. — *Примеч. ред.*

### ЧТО ДЕЛАТЬ С ВАШИМИ ОБЛИГАЦИЯМИ

Все облигации могут упасть в цене в результате повышения существующих процентных ставок. Кроме того, процентные ставки всех облигаций, кроме облигаций Казначейства США, могут упасть в цене и по другим причинам, таким как понижение рейтинга и прекращение платежей корпорациями, выпустившими эти облигации. В условиях кризиса облигации могут упасть в цене и вследствие их продажи владельцами, стремящимися получить наличные деньги — часто для того, чтобы оплатить текущие счета.

Есть два способа защитить себя от падения цен на облигации:

- ✓ **Ищите облигации лучшего качества.** Естественно, чем выше рейтинг облигаций, тем ниже вероятность падения их стоимости в результате прекращения платежей или банкротства. Облигации с наивысшим рейтингом в мире выпускаются только Казначейством США.
- ✓ **Отдавайте предпочтение облигациям с кратчайшим сроком погашения.** Этот совет может измениться в зависимости от ожидаемого направления изменения процентных ставок. Тем не менее для снижения риска старайтесь избегать облигаций долгосрочного займа и покупайте в основном облигации краткосрочного займа.

Вот несколько шагов, которые вы должны сделать:

**Немедленно.** Продайте все «мусорные» облигации. Официальное определение подразумевает под термином «мусор» любые облигации, имеющие рейтинг B3 (B3 по оценке рейтингового агентства S&P или Ba по Moody's) или ниже. В обстановке, когда повсеместно случаются дефолты и банкротства, эти облигации первыми становятся жертвами. Но даже если ваши облигации не подверглись дефолту, их может захлестнуть волна общего уменьшения доверия и интереса инвесторов, которая понизит стоимость всех «мусорных» облигаций — включая ваши.

**Срочный шаг.** Продайте все корпоративные облигации, которые не принадлежат к рейтинговой группе облигаций — A (BBB согласно S&P; или Ba по Moody's) или к более высоким группам. Облигации с рейтингом BBB часто охотно покупаются инвесторами, поскольку они предлагают довольно высокие годовые доходы, но все же оцениваются как «стоящие вложения». Однако нельзя забывать, что облигации с рейтингом BBB всего лишь на одну ступеньку выше «бросовых». В беспокойные времена, когда возможны быстрые снижения рейтингов, вам, возможно, захочется иметь более надежную гарантию безопасности.

**Менее срочный шаг.** Продайте все оставшиеся корпоративные облигации со сроком погашения через пять лет или позже. За это время с облигациями может случиться все что угодно, даже если они и не подвергнутся дефолту. Единственное понижение их рейтинга может уронить их стоимость. Когда процентные ставки повышаются, цена на облигации автоматически понижается. А если крупные институциональные инвесторы типа страховщиков или банков попытаются реализовать достаточно большие объемы своих облигаций, они могут вызвать резкое падение цен. Главное, что следует помнить: при прочих равных возможностях, чем дальше срок погашения, тем более чувствительны облигации к колебаниям цен; чем ближе срок погашения, тем они устойчивее.

### УПРАВЛЕНИЕ ВАШИМИ ПЕНСИОННЫМИ НАКОПЛЕНИЯМИ В УСЛОВИЯХ ПАДАЮЩЕГО РЫНКА

Пока рынок акций остается в состоянии долговременного спада, выполните следующие шаги:

**Шаг 1.** Не изымайте денег из своих пенсионных накоплений. Даже если ваши возможности выбора типа вложений пенсионных накоплений ограничены, большая их часть предлагает альтернативы более надежно, чем рынок акций. А если вам не повезло с компанией, управляющей пенсионными накоплениями, вы можете перераспределить ресурсы без нарушения плана или налоговых последствий.

**Шаг 2.** В пределах вашего плана пенсионных накоплений или аналогичного плана выхода на пенсию, на период падения рынка акций предпочитайте фактор надежности показателям эффективности. В общем и целом, ниже следующие варианты безопаснее, чем взаимные фонды, занимающиеся акциями. Варианты начинаются с самых безопасных:

- ✓ **Самый безопасный.** Денежные рыночные взаимные фонды, которые вкладывают деньги исключительно в краткосрочные ценные бумаги Правительства. К сожалению, немногие управляющие пенсионными накоплениями предлагают этот вариант.
- ✓ **Более безопасный.** Почти любой денежный рыночный взаимный фонд. Единственным исключением могут быть те из фондов, которые вкладывают деньги в ценные бумаги не лучшего качества, но таковые встречаются редко.
- ✓ **Безопасный.** Взаимный фонд, который вкладывает деньги исключительно или почти исключительно в облигации высокого качества или в облигации Казначейства США. Чем ближе срок погашения и выше среднее качество облигаций, тем более надежным может быть такой фонд.
- ✓ **Меньшее из зол.** Доходный фонд, вкладывающий деньги в некую смесь высокодоходных обыкновенных и привилегированных акций, а также в облигации. Это было бы подходящее вложение денег в стабильной обстановке, но оно может привести к потерям в условиях кризиса или затнувшегося рыночного спада. Поэтому этот вариант следует использовать только как последнюю соломинку при отсутствии других надежных альтернатив.

**Шаг 3.** Если ваш план пенсионных накоплений не предлагает безопасных альтернатив, подайте ходатайство вашим работодателям или управляющим активами. Дайте им знать, что, с учетом рыночных рисков, у вас создалось впечатление, что они не оправдывают оказанного им доверия и нарушают положения федерального закона, требующего обеспечить участников пенсионной программы достаточно широким разнообразием подходящих вариантов выбора. Если эффективность фондов за последние год или два была преимущественно низкой, используйте эту информацию для подкрепления вашего ходатайства.

**Шаг 4.** Если вы являетесь более активным инвестором, изучите программу, приведенную в книге «The Ultimate Safe Money Guide» (Wiley), с. 83–85.

— У меня есть подруга, которая вкладывает свои деньги только во взаимные фонды, — сказала она, когда консультант провожал ее до двери. — Что ей следует делать?

— Если средства взаимных фондов вложены в акции, следуйте тем инструкциям, которые я дал вам для этого вида инвестиций. Если они вложены в облигации, следуйте инструкциям для облигаций.

Линда ощутила недовольство собой из-за того, что ее высокодоходная стратегия провалилась. Но по крайней мере ее об этом предупредили. Однако миллионы других инвесторов будут наступать на эти грабли по мере распространения кризиса с дефляцией и банкротствами. Поездка в Балтимор явно оправдалась. Теперь она сможет привести все активы своей семьи в безопасную гавань.

## Плохие опционы

Линда и ее братья приняли все защитные меры, необходимые, чтобы уберечь свое ожидаемое наследство и пенсионные средства. Так что они смогли вздохнуть с облегчением и теперь были готовы пойти еще дальше.

Теперь Линда ясно представляла себе, что цены акций могут неумолимо падать — даже до уровней, которых никто не ожидает. Ей очень хотелось, чтобы снижение цен сполна компенсировало ее личные убытки. Но ей не хотелось снова беспокоить консультанта сразу после недавней встречи. Поэтому она вошла в интернет и купила кое-какие вложения, о которых слышала по CNBC, а именно *опционы «пут»*. Сделала она это совершенно самостоятельно, выбрав те из них, которые показались ей до смешного дешевыми, — по 100, 50 и даже по 25 долларов за 100 акций. Некоторые были настолько дешевы, что даже комиссионные стоили дороже, чем само вложение. Она стала ждать, пока что-нибудь случится, и что-то случилось: рынок покачнулся, и всего лишь через несколько недель абсолютно все, что она истратила на эти пут-опционы, пропало. Все они превратились в пыль.

— Мне было бы гораздо интересней поиграть в Лас-Вегасе с игровым автоматом, у которого тоже никогда не выиграешь и десяти центов, чем с теми опционами, — заявила она своему консультанту во время телефонного разговора несколько дней спустя.

Он, как обычно, рассмеялся от всего сердца, но на этот раз его смех не показался ей веселым.

— Сколько вы потеряли? — спросил он.

— Всего лишь около 2 тыс. долларов, но не в этом дело. Главное, я поняла, что эти вещи еще хуже, чем лотерейные билеты.

— Ваша правда! Послушайте, я буду в своем вашингтонском офисе завтра после полудня. Приходите туда около пяти часов.

## Основы работы с опционами

Когда она приехала, консультант ел свой ланч прямо из полистироловой коробки. Он извинился за то, что ему приходится есть во время разговора, но пояснил, что у него был напряженный день. Линда улыбнулась и пожелала ему приятного аппетита.

— Мы будем двигаться медленно, шаг за шагом, останавливаясь на всех возможностях, которые будут возникать по ходу дела, — сказал он, ловко управляясь китайскими палочками.

Пошаговые инструкции — это было как раз то, в чем она нуждалась. Она купила несколько книг об опционах, но, несмотря на свой научный склад ума, уперлась в кирпичную стену — бабочки, стрэддлы, стрэнглы<sup>63</sup>. Одна терминология сбивала с толку.

— Для начала, — сказал он, — забудьте свои попытки изучить сложные опционные стратегии. Вместо этого начните с того вида опционов, с которыми вы, по-видимому, лучше всего знакомы.

— Кажется, я сказала вам: я не знакома ни с какими опционами.

Он рассмеялся.

— На самом деле, я уверен, что знакомы. Допустим, вы хотите купить новый дом. И, скажем, вот это настоящая контора по недвижимости и я ваш риэлтор. Я везу вас, чтобы показать прекрасный дом в прекрасном районе. Вам нравится цена, но вы не совсем готовы платить. Поэтому мы идем к владельцу дома и говорим: «А как насчет аренды вашего дома с возможностью (то есть с опционом) купить его в будущем?»

— Да, конечно. Я знакома с такого рода опционами.

Консультант пояснил ей термины:

— Текущая цена за дома такого типа — 150 тыс. долларов. Но все считают, что цены в этом районе скоро вырастут. Поэтому продавец

<sup>63</sup> Бабочки, стрэддлы, стрэнглы — виды возможных комбинаций из опционов одного типа на одни и те же базисные активы, но с разными ценами исполнения и/или датами истечения контрактов, причем одни из них являются длинными (играют на повышение), а другие — короткими (с расчетом на понижение цен). — *Примеч. ред.*

говорит, что дает вам опцион (то есть возможность) купить этот дом за 155 тыс. долларов. Срок платежа 12 месяцев. Если вы не воспользуетесь этим опционом в назначенный срок — значит, вы потеряли свой шанс. Вы представьте себе, что опцион — это не обязанность, а право. Если вы не использовали его, вы ничего, кроме самого этого права, не потеряли, но если вы захотите им воспользоваться, то у вас есть такая возможность. Так что вы принимаете условия сделки. Вам ясно?

— Вполне.

— Прекрасно. Другой пример. Декорации меняются — тот же стол, но сейчас мы уже не в конторе по недвижимости; мы находимся в отделе кадров корпорации, и я ваш агент. Вы говорите, что устали от научной работы и хотите найти работу в промышленности. Я рассказываю вам о небольшой начинающей компании, у которой есть вакансия на должность помощника в отделе НИОКР. Они предлагают вам оклад, который гораздо выше того, что вы получаете сейчас. Каков будет ваш ответ?

— Не интересуется.

— Да? Но они предлагают большие льготы — полная медицинская страховка для вас, вашего мужа, детей.

— Нет.

— У них есть очень соблазнительный пакет опционов. Как вам это нравится? Ага! Судя по вашему лицу, могу сказать, что это вас темно-го заинтересовало.

— Да, — признала она.

— Очень хорошо. Так вот вам условия сделки, — говорит он, — разыгрывая волнение. — Предположительно, это напористая биотехническая компания, которая собирается процветать независимо от того, будет ли рынок акций подниматься или падать. В качестве поощрительного вознаграждения — так сказать, в виде бонуса под названием «Добро пожаловать на борт» — эта компания даст вам возможность (опцион) купить 10 тыс. ее акций по 5 долларов за штуку в любое время в течение пяти лет. Это очень хорошая цена исполнения опциона — 5 долларов.

— Очень хорошо.

— Сейчас эти акции продаются по цене 2,75 доллара. Поэтому вы не сможете распорядиться этими опционами с выгодой для себя в данный конкретный момент. Но вы только выждите, — продолжает он, все еще имитируя воодушевленного агента по найму кадров. — Эти акции скоро будут продаваться по 10, 20, может быть даже по 50 долларов за акцию, как и акции других компаний, занятых высокими технологиями. Когда это произойдет, вы сможете легко обратить их в налич-

ность — великий шанс! Неважно, по какой цене они будут продаваться — вы по-прежнему сможете выкупить их по 5 долларов! Пусть, например, цена акций подскочит до 10 долларов за акцию. По существу, вы входите в компанию и покупаете 10 тыс. акций по пять баксов за штуку. Это будет 50 тыс. долларов. Затем вы делаете ход конем и продаете их за 100 тыс. долларов. Гопля! Вы положили в сумочку 50 тыс. долларов чистой прибыли.

— Ладно, я знаю этот прием, — сказала она. — Вы просто вернули нас назад на несколько лет, верно? Если бы это было всерьез, и если бы я действительно захотела бросить преподавание, пошли бы вы на это на моем месте?

— Такая сделка действительно дает определенные преимущества. Во-первых, даже если бы все их обещания оказались пустыми, вы ничего бы не потеряли, приняв эти условия. Когда вы держите этот опцион, это значит, что *вы* решаете, покупать эти акции или нет. Если окажется, что компания полная пустышка, вы бросаете ее, как пустую консервную банку.

— Во-вторых, — продолжал он, — в отличие от тех опционов, которые вы недавно купили, эти опционы не стоят вам ничего. Компания предлагает *дать* их вам — бесплатно. Если бы вы захотели купить аналогичные опционы на рынке акций, вам пришлось бы заплатить за них приличные деньги — во много раз больше, чем вы заплатили за свои недавние покупки.

— Предположим, я захотела бы выторговать для себя лучшие условия.

— Прекрасно. Мы можем позвонить в компанию и попросить срок 10 лет вместо пяти. Кроме того, мы можем попросить, чтобы нам снизили цену опциона — до 3 долларов за акцию вместо пяти. Но я сомневаюсь, что вы получили бы согласие.

— Почему бы нет?

— Опцион на покупку по 3 доллара за акцию был бы слишком ценным, чтобы отдать его среднему члену персонала. Даже если стоимость акций поднимется всего на 50 центов по отношению к текущей цене и будет равна 3,25 доллара, вы уже получите *наличными* по 25 центов на каждый доллар. Кроме того, у вас было бы целых 10 лет на ожидание, пока произойдет это событие. Черт побери, за 10 лет эти акции могут подняться до 100 долларов за штуку! Тогда вы покупаете их по цене 3 доллара за штуку, продаете их по цене 100 долларов за штуку и снимаете по 97 долларов прибыли с каждой акции. Умножьте это число на 10 тыс. акций — и вы получите почти миллион долларов. Никогда эта компания не согласится отдать такую сумму какому-то помощнику по исследованиям.

— Верно.

Консультант положил палочки для еды и взял в руку тэмаки<sup>64</sup>.

— Прекрасно. Поэтому давайте подытожим, что вы сейчас узнали. Во-первых, вы узнали, что такое «цена исполнения», то есть цена, по которой вы можете исполнить свой опцион и купить акции. Вы узнали, что такое «истечение срока», — это дата, после которой опцион теряет силу, конечно. Вы узнали такие понятия, как «при своих» (ситуация, когда цена акций на рынке равна цене исполнения опциона) и «в прибыли» (когда рыночные цены превысили «цену исполнения»). Кроме того, вы узнали кое-какие основные правила.

— В самом деле?

— Вы должны были это заметить! Во-первых, вы узнали, что при начальных условиях, чем *ближе* цена исполнения опциона к текущей цене акций, тем выше шанс достигнуть ее в отведенное время — и тем более ценным является опцион.

— Да, правильно. Именно поэтому они хотели дать мне опционы с ценой исполнения 5 долларов, но отказались дать опционы с ценой исполнения 3 доллара. Опцион за три доллара был бы уже очень близок к состоянию «в прибыли».

Он кивнул.

— Во-вторых, чем больше времени вы получаете, тем ценнее опцион. В-третьих, вознаграждение может быть большим, но риск ваших потерь ограничен суммой вклада. Когда вы покупаете опцион, вы *можете* потерять каждый пенни, который вы вкладываете, но никогда ни на один пенни больше.

Она наблюдала, как ее консультант закрыл полистироловую коробку из-под обеда и бросил ее в корзинку для мусора, стоящую рядом со столом.

— Я здесь чего-то недопоняла. Концы с концами не сходятся. По телевидению рассказывали, что некто сделал себе состояние, когда рынок *падал*, — *а не поднимался!* Но все, что вы рассказали мне сейчас об опционах, говорит о противоположном.

## Опционы «пут»

Консультант опять рассмеялся.

— Да, конечно. Пока что все опционы, о которых мы говорили, были «*колл*»-опционами — имевшими целью воспользоваться подъемом рынка. Но те же основные принципы применимы и для *пут*-опционов, име-

<sup>64</sup> Тэмаки — вид суши. — *Примеч. ред.*

ющих целью извлечь выгоду из падающего рынка. Это очень просто. Вместо того чтобы дать вам право *купить* по заранее обусловленной цене, пут-опционы дают вам право *продать* по обусловленной цене.

— Я этого не понимаю.

— Вернемся назад к примеру с домом. Заставьте себя опять поверить, что я — агент по недвижимости.

Линда кивнула.

— Прекрасно. Вы — агент по недвижимости. Я покупаю дом.

— Нет, на этот раз вы *продаете* свой дом.

— Продаю свой дом? Прекрасно, я продаю дом. А дальше?

— На самом деле вы бы не хотели выезжать из дома в течение еще одного года или около того. Вот тогда-то и начинает действовать ваш новый контракт.

— Понимаю. Но почему я не могу просто подождать один год и продать дом тогда?

— Потому что вы опасаетесь, что ваш дом к тому времени упадет в цене. Сейчас он оценивается, скажем, в 190 тыс. долларов, но вас тревожит, что в следующем году его цена упадет до 160 тыс. долларов. Поэтому вы приходите ко мне и говорите: «Есть ли какой-нибудь способ зафиксировать продажную цену?»

— И вы можете это сделать? — спросила Линда.

— Могу. Масса агентов по недвижимости рекламирует себя так: «Если мы не сможем продать ваш дом, мы купим его,» — и я тоже делаю это для вас при условии, что вы заплатите мне за это гонорар в размере, скажем, 2 тыс. долларов. Взамен я дам вам контракт, который дает вам право продать этот дом мне — *отдать* его мне (это и есть контракт на *пут-опцион*) — за 190 тыс. долларов. И суть его такова — либо я за время действия опциона нахожу вам покупателя, готового заплатить не менее 190 тыс., либо покупаю ваш дом сам за эту же самую сумму.

— В сущности, я могла бы попробовать сделать что-нибудь такое в реальной жизни, но зачем *вам* давать мне такой опцион?

— Потому что я не думаю, что цены падают. Я почти уверен, что смогу найти вам покупателя *по крайней мере* за 190 тыс. долларов, а может быть и больше. Я думаю, что ничего не потеряю. И даже легко заработаю на этом лишние 2 тыс. долларов дохода в виде гонорара.

— Вам-то хорошо. А что я буду иметь от этого?

— Если рынок начнет подниматься, вы не получите ничего. Я найду вам хорошего покупателя, скажем, за 195 тыс. долларов. Вы продадите дом ему и выбросите этот наш пут-опцион в мусорную корзину. Ведь

зачем же вам продавать его мне за 190 тыс., если вы можете получить за него 195 штук от кого-то другого? Это будет стоить вам дополнительно 2 тыс. долларов выплаченного мне гонорара. Ну и что? Вы уже купили и его и, по крайней мере, сможете спокойно спать по ночам. В случае с пут-опционом главное то, что вы знаете, что зафиксировали гарантированную минимальную цену.

— А если рынок пойдет вниз?

— Тогда вы *продаете* этот дом мне — заставите меня, согласно контракту, купить его у вас. Вы получите ваши гарантированные 190 тыс. долларов, и теперь уже *я буду* отвечать за эту собственность. Мне придется постараться, чтобы найти покупателя, но это уже будет не ваша проблема. Вы уедете к вашему новому месту работы, имея в кармане 190 тыс. долларов, минус те 2 тыс., которые вы заплатили мне за этот опцион.

Линда улыбнулась. Она наконец поняла, что такое пут-опционы. Но у нее еще остались сомнения касательно их связи с прибылями во время рыночных кризисов.

— А как это работает с акциями?

— Идея та же. Я снимаю с себя шляпу агента по недвижимости и надеваю шляпу брокера.

— Ладно. Значит, вы опять брокер, — сказала Линда, кивая.

— Допустим, что у вас есть 100 акций компании *Microsoft*, которые продаются в данный момент по 60 долларов за акцию. Вы не хотите или не можете продать эти акции сейчас, но опасаетесь, что в ближайшие 6 месяцев или около того акции *Microsoft* упадут до 40 долларов. Поэтому вы приходите ко мне и говорите: «Я хочу закрепить мою продажную цену — точно так, как я это сделала с моим домом. Хочу купить пут на акции *Microsoft* по 55 долларов.»

— Хочу купить пут на акции *Microsoft* по 55 долларов.

— Именно так. О'кей, я вам его продаю. Теперь, если цена этих акций начнет подниматься, вы рвете на части этот пут-опцион и выбрасываете его в корзину для мусора, так как вам просто не выгодно его использовать. Если цена акций падает до 40 долларов за акцию, вы *отдаете* мне эти 100 акций, а я должен заплатить вам 55 долларов за каждую акцию, цену на которую вы закрепили таким образом.

— Пойдите. Предположим, что у меня к тому времени нет никаких акций *Microsoft*. Что я буду делать?

— Почему, я сказал, акции *Microsoft* будут продаваться в тот момент?

— По 40 долларов.

— И сколько акций вам нужно?



— Сто.

— Прекрасно. Чего же вы ждете? На продажу предлагаются миллионы акций *Microsoft*. Просто пойдите и купите 100 акций по 40 долларов. *Затем* вы можете вернуться и продать их мне по 55 долларов за штуку.

— Не могли бы вы привести мне другой пример?

— Конечно. Предположим, что вы ожидаете падения цен на акции компании *ABC* со 100 долларов до 50. Вы можете купить какой-нибудь пут-опцион, то есть право продать эти акции — по 90 долларов.

— Если вы правы в своих ожиданиях и цена акций упадет до 50 долларов за акцию, вы можете пойти и купить их за эту цену. Имея этот опцион, вы имеете право продать их по 90 долларов. Ваша чистая прибыль будет 40 долларов за каждую акцию.

— Значит, я должна купить эти акции и сразу же продать их обратно?

— На самом деле, не совсем так. Вам не обязательно исполнять опцион, чтобы заработать на нем. Вы можете просто продать на рынке сам опцион. И вам не надо ждать, пока подойдет срок исполнения вашего опциона. Вы можете продать его в любой момент. В этом случае ваша цель заключается в том, чтобы получить прибыль в результате покупки или продажи опциона, а не акций. Это намного облегчит вам жизнь. Опцион имеет собственную рыночную цену. Все, что вам надо сделать, — это купить опционы по низкой цене и продать по высокой, как и любой другой финансовый инструмент.

Но ей все еще требовались уточнения.

— Но это не совсем так, как получилось с теми опционами, которые я купила совсем недавно, верно? Вы можете дать мне некоторое представление, как я могу заставить этот механизм работать?

— Конечно. — Он вытащил лист бумаги и составил то, что назвал «примерным контрактом», со следующими данными.

#### Контракт на пут-опцион

Количество акций: 100

Компания, выпустившая акции: *ABC Company*

Срок окончания: 3 месяца после сегодняшнего числа

Цена исполнения: 90 долларов

Она быстро взглянула на лист и сразу все поняла. Контракт давал ей право продать 100 акций, выпущенных *ABC Company*. У нее будет три месяца, начиная с сегодняшнего дня, чтобы воспользоваться этим правом. Затем, если она действительно продаст эти акции, она должна получить по 90 долларов за акцию.

— И мне совсем не надо быть владельцем этих акций, верно?

— Совсем не надо. Фактически, вы можете вообще забыть, что *когда-либо* владели этими акциями. Вложение, которое вы делаете, заключается в самом контракте, в самом этом опционе. Всего лишь сосредоточьте свое внимание на том, сколько этот контракт стоит сейчас и за сколько вы сможете его продать в будущем.

— В этом как раз и состоит мой вопрос. Как я могу узнать, сколько стоит этот контракт?

— Это легко. Вы можете просто спросить своего брокера или навести справки в газете или через Интернет. Например, пут-опцион *ABC Company* продается по 4,75 доллара за акцию. Этот контракт составлен на 100 акций. Это значит, что он стоит сто раз по 4,75 доллара, то есть, стоимость контракта 475 долларов.

— А за какую сумму я смогу продать его в будущем?

Консультант откинулся на спинку кресла и несколько секунд подумал.

— Это зависит от обстоятельств. С каких сценариев мне начать — с проигрышных или с выигрышных?

— Начните с проигрышных. К сожалению, — сказала она с тонкой улыбкой, — мне, кажется, больше везет на проигрыш. У меня уже есть кое-какой реальный опыт в этой области.

## Сценарий «Ой!»

— Прекрасно. Просто имейте в виду, что когда вы покупаете какой-нибудь пут-опцион на акции *ABC Company*, вы держите пари, или предполагаете, что эти акции будут *падать в цене*. Поэтому вы теряете, если эти акции начнут повышаться, и выигрываете, если они, как вы и планировали, будут падать. Это понятно?

— Знаю, знаю. В этом вся суть. Я хочу получить прибыль в результате падения рынка.

— Очень хорошо. Предположим, что вам просто случилось купить акции в неудачное время. Вместо падения цен, которого вы ожидали, акции компании *ABC Company* начали сразу же повышаться и постепенно достигли уровня 130 долларов. Ваш опцион неисполним. Вы ведь не захотите продать ваши акции по цене 90 долларов, если они стоят 130. В день истечения срока опциона цена акций все еще находится на уровне около 130 долларов.

— Сколько же может стоить сам опцион в этот момент?

- Нисколько.
- Полный убыток?
- Полный убыток! Вы теряете каждый пенни, который вложили в него.
- Понимаю, — сказала она после минутного размышления. — Теперь скажите мне, как он работает, когда цены акций падают.

### Сценарий «канального рынка»

— Позже. А сначала давайте посмотрим на канальный рынок<sup>65</sup>. Цена акций *ABC* в один день идет немножко вниз, а на следующий день чуточку вверх. Несмотря на некоторое волнение здесь и там, кажется, что она топчется фактически на одном месте. С каждым ушедшим днем ваш опцион теряет свою ценность. Это напоминает вам песочные часы, где вместо песка утекает оставшееся до истечения опциона время. И вдруг, за несколько дней до истечения срока действия вашего опциона, акции *ABC* наконец падают сразу на несколько пунктов. Но уже слишком поздно. Потому что акции упали ниже 90 долларов лишь спустя три недели *после* окончания срока действия опциона.

— Это нехорошо?

— Нехорошо. Ирония ситуации состоит в том, что вы были правы относительно перспектив акций компании *ABC*. Они действительно *упали*, в точности как вы и предполагали. Но это недостаточно хорошо. Вы должны были угадать и время их падения. Вы купили пут-опцион слишком рано. К тому времени, когда акции собрались, наконец, падать, ваше время истекло. Конечным результатом этого оказалось то, что срок исполнения этого опциона прошел без пользы — как и в предыдущем примере.

— Ну, а теперь мы можем перейти к выигрышному сценарию?

### «Безубыточный» сценарий

— Мы приближаемся к нему, но еще не совсем добрались. Акции *ABC Company* начали падать уже на старте. Ваш выбор момента

<sup>65</sup> Канальный рынок — рынок, при котором не наблюдается четкого направления движения цен, и колебания курсов акций происходят в узком промежутке (канале). — *Примеч. ред.*

оказался превосходен. И акции продолжают падать чуть ли не каждый день. Они уходят ниже 90 долларов, вы находитесь «в прибыли», и в полном восторге. Но «*в прибыли*» не обязательно означает «с прибылью». Помните, что вы заплатили по 4,75 доллара за акцию. Допустим, что общая себестоимость покупки опциона составила 5 долларов вместе с комиссионными, или 500 долларов за контракт. Поэтому к моменту истечения срока опциона, чтобы только компенсировать ваши затраты, акции *ABC* должны не только упасть до уровня цены исполнения в 90 долларов за акцию, но и уйти ниже еще на 5 долларов — то есть до 85 долларов... И это происходит. Если вы воспользуетесь своим опционом в этот момент, вы должны продать 100 акций компании *ABC* по 90 долларов за акцию. И можете купить их по цене 85 долларов за акцию. Следовательно, сами ваши опционы стоят 5 долларов за акцию. За 100 акций это даст 500 долларов — именно столько вы изначально в них вложили.

— Итак, мы не потерпели убытка. Очень хорошо. Но когда мы перейдем к прибыльному сценарию?

### Сценарий с удвоением ваших денег

— Как раз сейчас. Как и в предыдущем сценарии, акции *ABC Company* резко падают прямо на старте. Через неделю они достигают пограничной цены в 90 долларов. Еще через неделю их цена падает до уровня 85 долларов, что будет означать безубыточность вашего вложения при истечении срока опциона. Но срок опциона продлится еще два месяца, а цена акций компании продолжает падать. К моменту истечения срока акции компании продаются по 80 долларов. Если вы используете свой опцион, вы сможете купить 100 акций *ABC* по 80 долларов и продать их по 90 долларов. Получается неплохая разница в 10 долларов на каждую акцию, или 1 тыс. долларов на весь контракт. Но вы не проделываете все эти операции с покупкой и продажей акций *ABC*, а вместо этого просто продаете свой опцион за 1 тыс. долларов. У вас нет необходимости реально выполнять контракт: вы всегда можете продать ваш опцион, чтобы закрыть позицию.

— Что вы говорите! — воскликнула она. — Я вкладываю 500 долларов и ухожу с тысячей — то есть удваиваю свои деньги. Уау! Это же 100%-ная прибыль за три месяца!

— Не стоит таких восторгов! Возможно, для инвесторов, привыкших к акциям и облигациям, это и прозвучит как фантастический ре-

зультат. Но при покупке опционов скромное движение на рынке акций часто может удвоить ваши деньги.

## «Ударный» сценарий

— А теперь, — продолжал он, — предположим, что акции *ABC* все время падают, практически непрерывно. В первые же несколько дней цена акций упала ниже уровня 90 долларов за акцию. Поэтому почти сразу же ваш опцион оказывается «в прибыли». Это очень хороший признак. Затем, через несколько дней, акции *ABC* падают ниже 85 долларов — ваша точка безубыточности достигнута, а бумаги все продолжают падать. Вот, эти акции продаются уже по 65 долларов, но до истечения контракта еще остается много времени. У вас сейчас есть два варианта: первый — вы можете выждать вплоть до самого последнего дня, пока акции компании, может быть, подешевеют еще больше, или, второй вариант, — вы можете продать свой пут-опцион прямо сейчас, получить свою прибыль и уйти.

— Сколько он будет стоить, если я продам его сейчас?

— Посчитайте сами.

— Ну что ж, посмотрим. Он будет стоить 90 минус 65. Это дает 25 долларов. Ладно. Итак, я думаю, весь опцион будет стоить 25 долларов умножить на 100 акций. Это дает 2500 долларов. Если я продам его сейчас, то могу уйти, имея в кармане сумму, в пять раз превышающую мое первоначальное вложение. Совсем неплохо!

— Вы быстро учитесь! Вы звоните своему брокеру и просите его проверить цену. К вашему приятному удивлению, вы узнаете, что ваш пут-опцион стоит на самом деле на 1 тыс. долларов больше, чем вы считали, около 3500 долларов. Почему? Потому что те 2500 долларов, которые вы насчитали, представляют собой *внутреннюю* стоимость вашего пут-опциона, то есть ту сумму, которую можно извлечь из него, если воспользоваться опционом прямо сейчас. Но кроме этой внутренней стоимости, опцион имеет еще и *временную стоимость*. Ведь до истечения срока действия опциона осталось еще немало времени, и это время чего-то стоит. Фактически инвесторы считают, что оставшееся время стоит на самом деле очень немало — дополнительно 1 тыс. долларов сверх внутренней стоимости в 2500 долларов.

— Почему это время столько стоит?

— Потому что акции *ABC* каждый день падают быстро и неуклонно. Как и вы, другие инвесторы тоже предполагают, что эта тенденция

будет продолжаться, и они готовы заплатить 1 тыс. долларов за шанс заработать эти дополнительные баксы.

— Пусть они берут этот шанс! Я хочу получить свои наличные. Ухожу, имея в кармане 3500 долларов минус комиссионные. Это даст мне прибыль около 3 тыс. долларов. Шесть к одному. *А теперь* становится еще веселее. Скажите, это был максимум того, что я могла бы получить, не перейдя разумные границы?

## Сценарий «Большой куш»

— Обычно, да. Но иногда вы можете зайти еще дальше и сорвать «большой куш». Давайте вернемся к тому моменту, когда вы впервые купили пут-опцион *ABC*. И предположим, что акции ведут себя довольно спокойно. До такой степени спокойно, что вы можете слышать даже звук падения булавки. При таком отсутствии движения лишь немногие люди заинтересованы в покупке опционов, а те, кто все же это делает, не желает платить за них обычную цену. Их логика проста: «Даже если акции *ABC* продаются по 100 долларов и цена исполнения только на 10 пунктов ниже (по 90 долларов), что в этом хорошего? При таком темпе понадобится целая вечность, чтобы цена акций упала хотя бы до 90 долларов. При таком мертвом рынке еще повезет, если акции *ABC* за год упадут до 95 долларов.» Так они рассуждают.

— Значит, я могу купить этот опцион намного дешевле?

— Да. Люди, которые уже купили пут-опционы *ABC*, растеряны. Они пытаются найти кого-нибудь, кто купил бы у них эти опционы, но таких людей нет — кроме вас и еще нескольких других. Вместо того, чтобы заплатить около 500 долларов за опцион, вы берете его за бесценок — меньше чем по 2 доллара за акцию, то есть всего 200 долларов за контракт на 100 акций, включая комиссионные.

— А что потом?

— А потом *ABC Company* объявляет, что не оправдала ожиданий Уолл-Стрит относительно ее доходов на целую миллю. В это же время весь этот сектор промышленности получает хорошую трепку и снова оживает. Вместо того чтобы ползти на жалких 10 центов в день, акции стремительно падают (и взлетают) с огромными колебаниями в 5 или даже 10 долларов в день. Через несколько дней акции *ABC* продаются уже по 65 долларов за акцию. Вы спешите позвонить своему брокеру и спрашиваете, сколько сейчас стоит этот опцион. Вы едва можете пове-

рить своим ушам: цена его подскочила от 200 долларов, которые вы первоначально за него заплатили, до 4 тыс. долларов.

— Почему он так дорого стоит?

— Этому есть три причины: во-первых, внутренняя стоимость. Вы знаете, как рассчитать ее: это 90 долларов минус 65, что равно 25 долларам, или 2500 за контракт на 100 акций. Во-вторых, временная стоимость. Поскольку до истечения срока опциона осталось еще много недель, то это время тоже немало стоит. В-третьих, цена волатильности. Помните, я только что объяснял, как опционы теряют стоимость, когда рынок замирает? Ну так вот, их стоимость, напротив, становится огромной, когда рынок испытывает внезапный всплеск активности. Акции ABC сейчас не просто падают все быстрее. Их цена еще и широко колеблется на протяжении коротких отрезков времени. Эти колебания, даже если они подчас и происходят в невыгодном направлении, делают опционы гораздо более ценными, а вы получаете от них дополнительную прибыль.

— Это хорошо... А дальше?

— Сложите все эти компоненты стоимости — во-первых, внутреннюю стоимость; во-вторых, временную стоимость и, в-третьих, фактор волатильности. Пут ваших акций ABC теперь равен 4 тыс. долларов, что в 20 раз больше того, что вы за него заплатили, — это же огромный доход на ваше вложение.

— А это возможно в реальном мире?

— Да. И действительно случается. Вы не можете рассчитывать на это, но ваша стратегия это допускает. Вы должны использовать опционы как катапультирующую — нет, как пращу! Праща — это не револьвер, она никогда не дает отдачи. Но она дает вам огромное преимущество, подобное действию рычага. Если вы немного промахнетесь, вы просто попробуете еще раз-другой. Это может быть очень мощным оружием, но вам надо приобрести ряд навыков по обращению с ним.

— Каких, например?

— Первый навык — это собирание камней. Не драгоценных камней, а обыкновенных, хорошо сформированных, сравнительно недорогих камней. Второй навык — это дисциплина, то есть контроль над вашей жадностью, умение распознать синицу в руке. Третий, и самый трудный навык — это выбор момента. — Консультант потратил второй час, терпеливо разъясняя все азы работы с опционами, просуммировав все в виде «Пятнадцати правил поведения, для того чтобы получить максимум выгоды из пут-опционов».

— Главное правило — это «Никогда не вкладывай больше, чем ты можешь позволить себе проиграть».

— А еще какие?

— Как правило, хорошая идея — купить по крайней мере два контракта на каждый опцион. Тогда, как только вы сможете одним контрактом удвоить вложенные в него деньги, продайте его, то есть продайте половину ваших инвестиций. Это покроет ваши затраты и даст вам, *как минимум*, безубыточность для всей сделки. Затем, пусть оставшиеся контракты скачут, давая вам шанс удачно подрезать мяч или даже выиграть «большой шлем».

Линда была довольна, но у нее еще оставался один вопрос.

— Иногда мне кажется, что все это игра. Поэтому я спрашиваю себя, должна ли я вообще играть с опционами или нет?

— Я не могу ответить на этот вопрос за вас. Помните: вы можете получить прибыль из кризиса, просто занимаясь облигациями Казначейства. Чем сильнее падает рынок, тем больше стоят ваши деньги. Вам совсем не нужно заходить дальше. Или вы можете просто воспользоваться обратными индексными фондами. Но *я все же* скажу вам, что делают некоторые дисциплинированные инвесторы. Они кладут большую часть своих денег куда-нибудь в безопасное место, как это сделали вы. Затем они размещают малую часть своего общего портфеля — скажем, 5% — в опционы. Поскольку они не могут потерять больше, чем они вложили, их оставшиеся средства всегда изолированы от любых потерь на рынке опционов.

— Это именно то, что я должна делать?

— Вернитесь назад к вашим целям. Раньше вы говорили, что одна из них заключается в том, чтобы быстро возместить ваши потери, верно? Вы также сказали, что хотите заработать очень много денег во время кризиса, верно? Но сейчас я не убежден, что вам обязательно нужно следовать этим целям. Стремление быстро возместить ваши потери может столь же быстро привести вас к еще более крупным убыткам. Но если вы все-таки хотите добиваться своих целей, то пут-опционы предлагают вам использовать их особенность — ограничение риска. В худшем случае, вы потеряете то, что заплатили за них при покупке, плюс комиссионные.

## ПЯТНАДЦАТЬ ПРАВИЛ ДЛЯ ИЗВЛЕЧЕНИЯ НАИБОЛЬШЕЙ ПРИБЫЛИ ИЗ ПУТ-ОПЦИОНОВ

Большинство инвесторов, покупающих опционы, заканчивают тем, что теряют свои деньги — обычно по тем самым причинам, по которым другие инвесторы теряют деньги на рынке акций или в других вложениях: они позволяют своим эмоциям руководить собой. Кроме того, они не понимают, что опционы, если ими злоупотреблять, могут быть похожи на лотерею или игровой автомат. Вы не можете потерять больше, чем вы поставили на кон, но если вы играете каждый день, месяц за месяцем, ваши потери со временем могут расти неограниченно.

Чтобы избежать этих ловушек и увеличить ваши шансы на успех, следуйте следующим правилам:

**Правило 1.** Всегда ограничивайте сумму, которую вы вкладываете в опционы, тем количеством, которое вы можете позволить себе потерять. Хорошее «правило большого пальца» для инвесторов состоит в том, чтобы сохранять, по крайней мере, 95% ваших денег в безопасных или консервативных вложениях. Размещайте в опционы не более 5% своих денег. Если вы не можете позволить себе потерять 5% своего портфеля, то опционы могут оказаться для вас слишком рискованной игрой.

**Правило 2.** Не инвестируйте сразу всю сумму, которую вы позволили себе разместить в опционы. Распределите эти средства, по меньшей мере, на год. Например, если вы планируете вложить в опционы 10 тыс. долларов, то распределите их по 2500 долларов в квартал.

**Правило 3.** Кроме особых случаев, старайтесь избегать опционов, которые стоят меньше 50 долларов за контракт. Как правило, эти опционы имеют очень мало шансов на успех, поскольку они находятся «вне денег»<sup>66</sup> или имеют очень мало времени до истечения срока контракта, либо и то и другое. Более того, комиссионные могут быть столь же велики, как и стоимость самого опциона, или даже превышать последнюю. Обычно это очень невыгодная сделка!

**Правило 4.** Избегайте излишних затрат на любой опционный контракт. Как правило, если они превышают 500 долларов на контракт, то это слишком дорого. Чтобы воспользоваться преимуществом такой особенности опционов, как ограниченность риска, сохраняйте уровень затрат на каждый контракт как можно ниже. Это позволит употребить сэкономленные средства на более широкое разнообразие опционов.

**Правило 5.** Ожидайте проигрышей. И в самом деле, в случае с опционами успех может быть достигнут в результате многих мелких проигрышей и немногих крупных выигрышей — еще одна причина, по которой вам не следует вкладывать сразу все деньги в один опцион.

**Правило 6.** Не удивляйтесь, если среди проигрышных опционов некоторые окажутся убыточными на 100%. Чтобы избежать полных проигрышей,

покупайте продавать их — с прибылью или убытком — до начала последних двух недель срока действия опциона.

**Правило 7.** Эмоционально старайтесь покупать пут-опционы, пока рынок находится на подъеме (см. раздел «Находится ли рынок в фазе подъема?»). Или же вы можете использовать более совершенные технические средства, описание которых не входит в задачи данной книги. Если вы покупаете колл-опционы, совет будет противоположным — старайтесь покупать на коррекции рынка.

**Правило 8.** Точно так же, старайтесь продать свои пут-опционы, пока рынок находится в фазе краткосрочного спада. (Также см. раздел «Находится ли рынок в фазе подъема?»)

**Правило 9.** Старайтесь купить четное количество контрактов для каждого опциона. Это обеспечит вам большую гибкость для маневра и оживит вашу игру.

**Правило 10.** Когда вы покупаете какой-нибудь опцион — безразлично, будет ли это пут- или колл-опцион, — всегда определяйте максимальную цену, которую вы будете платить, основываясь на последней фактической сделке с тем опционом, который вы покупаете. Например, если вы покупаете два опционных контракта XYZ, и последняя цена составляла 2,75 доллара за акцию (то есть 275 долларов за контракт в 100 акций), вы можете сказать своему брокеру: «Купите мне, пожалуйста, два опционных контракта XYZ по 2,75 доллара или лучше.» (При покупке условие «или лучше» означает «или дешевле».) Вы можете немного зарысить цену для компенсации мелких рыночных колебаний. Но цена, которую вы уточняете, не должна быть более чем на 10% выше самой последней рыночной цены. Ваш брокер может дать вам полезный совет в этом отношении, в зависимости от конъюнктуры рынка в этот момент.

**Правило 11.** Когда вы продаете какой-нибудь опцион, всегда определяйте минимальную цену, которую вы получите, основываясь на последней фактической сделке с тем опционом, который вы продаете. Продолжая пример из Правила 10, если последняя цена опционного контракта XYZ составляет 5,25 доллара за акцию (т. е. 525 долларов за контракт в 100 акций), и вы собираетесь извлечь прибыль из обоих контрактов, вы можете сказать своему брокеру: «Продайте, пожалуйста, два моих опционных контракта XYZ по 5,25 доллара или лучше.» (При продаже условие «или лучше» означает «или дороже».) Вы можете немного снизить цену для компенсации мелких рыночных колебаний. Но цена, которую вы уточняете, не должна быть более чем на 10% ниже самой последней рыночной цены. Опять же, проконсультируйтесь с вашим брокером по вопросу о том, на каком уровне находится рынок, в зависимости от конъюнктуры рынка в этот момент.

**Правило 12.** Не гонитесь за рынком. Когда вы определите цену покупки или продажи, возможно, вы не сможете совершить сделку по той цене, на которую вы рассчитывали. Если это произойдет, вы, возможно, будете расстроены, но вы не должны опускать руки. Вместо этого:

- ✓ Выждите по крайней мере два или три полных торговых дня.
- ✓ Если ваш заказ все еще не будет выполнен, пересмотрите ситуацию, чтобы убедиться, что вы все еще хотите продолжить сделку на прежних условиях.
- ✓ Если это все еще в пределах вашего бюджета, выставьте новый ордер на основе самой последней цены.

<sup>66</sup> «Вне денег» — ситуация, когда текущая рыночная цена базового актива ниже цены исполнения для опциона «колл» и выше для опциона «пут». — Примеч. ред.

## Глава 15

# Падение «голубых фишек»

В одно холодное и дождливое утро рынок акций захлестнула вторая волна кризиса. Главной ее причиной стали отнюдь не ежедневные разоблачения коррупции, царящей в корпорациях, не нападение террористов, не угроза извне.

Самая главная движущая сила спада заключалась в разворачивании долговой пирамиды и распространении банкротств.

Исторически сложилось, что оргии спекуляций погружают все секторы промышленности в эйфорию, вокруг этого пиршества суетятся частные лица и организации, пытающиеся урвать свою долю спекулятивного пирога. То же самое происходило и в 1990-х гг. Многие брокерские фирмы страны, страховые компании и крупные банки, а также само федеральное правительство, — все они приняли участие в великом буме 1990-х гг. Соответственно, когда этот бум кончился и начался откат, все его участники оказались уязвимыми при падении рынка.

Компании технологического сектора больше не были в авангарде падения, но все же несли большие убытки по мере того, как компании «голубые фишки» — их главные потребители — срезали свои затраты на оборудование.

Всего несколько месяцев назад само предположение о новом падении индекса Dow подверглось бы осмеянию. Ни гуру в области инвестиций, ни средний инвестор не могли представить себе, чтобы Dow опустился еще ниже. Такое могли предположить разве что в независимых исследовательских организациях, таких как CECAR.

— Все уже очевидно, — сказал Даллес Джонстону после нескольких напряженных собраний, посвященных содержанию и рассылке отчета Тамары Балмонт. — Это не какая-нибудь шифровка, представляющая новые и непредвиденные обстоятельства. Все написано ясно и четко и укладывается в испытанные и проверенные принципы определения стоимости.

— Что вы имеете в виду? — спросил Джонстон.

— В среднем акции компаний, входящих в индекс S&P 500, исторически торговались по цене, в 16,5 раз превышающей доходы компании, верно?

— Верно.

— Но моя проверка показала, что в последний раз средняя акция из входящих в S&P 500 была значительно переоценена и продавалась по цене, в 45 раз превышающей то, что компания заработала за последние 12 месяцев. Сейчас, чтобы восстановить реальную стоимость, должно произойти одно из двух: либо эти компании должны будут начать в дикой спешке зарабатывать больше денег, либо S&P должен упасть.

— Согласен.

— Моя точка зрения состоит в том, что эти гуру с Уолл-Стрит все еще считают, что индекс S&P, скорее всего, не может упасть ниже. Поэтому они и говорят, что *должно произойти* другое — что эти компании будут с огромной скоростью увеличивать свою прибыль. На самом деле, большинство экономистов-аналитиков столь уверены в этом исходе, что даже изменили способ оценки стоимости компаний. Вместо того чтобы пользоваться подтвержденными доходами компании за последние 12 месяцев, они берут будущие, прогнозируемые доходы. Они упускают из виду тот факт, что такие предполагаемые цифры неизменно оказываются ошибочными. «Рынок не так уж сильно переоценен, — говорят они. — Акции продаются по цене лишь в 16,4 раза более высокой, чем *ожидаемые* доходы компаний.» Падение рынка уже заложено в картах, находящихся в их руках, а они жульничают, даже раскладывая пасьянс.

Даллес добавил, что все это было еще до начала воздействия на доходы компаний убытков их пенсионных фондов. В начале 2002 г. он подсчитал, что если корпоративные пенсионные фонды компаний S&P 500 потеряют еще 5% своей стоимости, то суммарный дефицит пенсионных фондов достигнет, по крайней мере, 109 млрд долларов. Если они потеряют еще 10%, то дефицит достигнет 144 млрд долларов. А если пенсионные фонды подвергнутся реальному падению в размере, скажем, 20% или больше, то общий дефицит может превысить 200 млрд долларов.

Даллес предупредил, что из-за падения рынка акций тысячи корпораций США подвергнутся еще большему финансовому давлению по следующим трем причинам:

- их активы и доходы, которые часто были сильно завышены в результате бухгалтерских манипуляций, все еще корректируются под давлением ужесточившихся правил GAAP;

- их фактические активы и доходы, даже после внесения поправок на предыдущие завышения, содержат искусственные оценки будущих доходов, опирающиеся на более не действующую практику безудержных займов потребителей;
- падение рынка акций снизило бы стоимость их акций в дочерних предприятиях, совместных предприятиях и пенсионных фондах служащих.

## Банки в лучшем положении?

Однако на основании своего обзора различных промышленных отчетов Даллес считал, что большинство финансовых корпораций — особенно региональные банки и компании по страхованию жизни — находятся в сравнительно лучшем положении. Они прошли через сходные трудности еще десять лет назад и извлекли кое-какие жесткие уроки из этого опыта.

Он, в частности, вспомнил, что американские депозитарные институты<sup>69</sup> — банки и различные ссудо-сберегательные ассоциации — пострадали от опустошительной волны банкротств в 1980-х гг., а очень крупные страхователи, в свою очередь, разорились в начале 1990-х гг. Поэтому, в 1990-х гг. многие финансовые компании накопили солидный резервный капитал со сравнительно благополучным бухгалтерским балансом. К сожалению, после дальнейших изысканий Даллес все-таки обнаружил в этих цифрах *несколько слабых мест\**.

*Первое.* Независимо от красоты бухгалтерского баланса банка или страховой компании, их слабым местом были убытки в отчете о прибылях и убытках.

*Второе.* Даллес обнаружил, что средние цифры были обманчивы. Было много банков и страховых компаний, у которых *не было* достаточного капитала.

*Третье.* Он вспомнил отчет Тамары. Даже некоторым из сильных банков могло не хватить капитала, чтобы выдержать удары, которым они бы подверглись при массовом падении рынка — при любом сценарии, как «коротком, но ужасном», так и «долгом и тревожном».

<sup>69</sup> Депозитарные институты — банки-депозитарии для хранения ценных бумаг — банки, организованные Национальной ассоциацией дилеров США по операциям с ценными бумагами (NASD) для своих членов, занимающихся операциями на внебиржевом рынке. — *Примеч. ред.*

*Четвертое.* Для Даллеса было очевидно, что банки — крупные денежные центры, — такие как *Morgan Chase* и *Citigroup*, были на волосох от кризиса. Они были в числе первых, кого поразил спад технологического сектора, обманные бухгалтерские манипуляции, дефолты в других странах, взрыв деривативов и банкротства крупных корпораций.

С такими мыслями, все еще сверлившими его мозг, Оливер Даллес решил пройтись, чтобы немного размяться. Он прошел по 14-й Стрит до Пенсильвания-Авеню, повернул вправо и направился к Ротонде<sup>70</sup>. Было холодно, но солнечно.

## Следующая кость в домино

На Уолл-Стрит, расположенной в 240 милях от него, было тоже холодно, но солнца не было видно. Слухи о банкротстве еще одной крупной корпорации растекались по телефонным проводам.

На рынке акций стремление продавать, затихшее было во время резкого скачка котировок вверх, развивалось через ряд нарастающих каскадов, превращаясь в лавину, по мере того как инвесторы убегали. Индекс Dow уже в утренние часы упал на 350 пунктов, совершил скачок вверх до минус 150, а затем упал снова, закрывшись на 427 пунктов ниже предыдущего дня.

— Это очень напоминает Черный понедельник 1987 г., — воскликнул один инвестор в Мюнхене, Германия, наблюдая разворачивающееся действие на мониторе своего компьютера поздно вечером. Но это было неверно по двум причинам. Во-первых, еще не было признаков «окончательной капитуляции» — предела, который, как казалось наблюдателям, покончит со спадом. И действительно, на языке процентов, падение даже на 427 пунктов было все же намного меньше, чем в Черный понедельник. Во-вторых, в отличие от Черного понедельника, когда рынки облигаций взметнулись вверх, на этот раз и рынки облигаций — особенно корпоративных — падали.

Слухи оказались верными. Герой одной из историй о великом успехе 1990-х гг. был на грани дефолта, а два его финансовых поручителя оказались в результате на грани больших убытков, грозящих

<sup>70</sup> Имеется в виду ротонда здания Конгресса США, в которой находится звезда, обозначающая центр Вашингтона. — *Примеч. ред.*

банкротством. Имя нового банкрота — корпорация *United Communications and Business Systems*, обозначавшаяся в листинге<sup>71</sup> Nasdaq тикером *UCBS*.

Не надо было быть гением, чтобы ответить на вопрос «почему». Помимо крупных бухгалтерских корректировок, проведенных годом раньше ее бывшим главным исполнительным директором, компания *UCBS* имела слишком много долгов, для которых подошли сроки выплаты. Когда в различных дочерних компаниях *UCBS* упал уровень продаж, она оказалась без наличных денег, необходимых для выплат по долгам. Все было просто.

Новый главный исполнительный директор, следуя по стопам своего предшественника, преуспел в проведении давно назревших реформ в области бухгалтерского учета, но не смог сделать ничего, что могло бы затормозить падение бизнеса, особенно когда крупнейшие клиенты резко сократили количество заказов на оборудование.

Партия была проиграна, но руководители *UCBS* не захотели капитулировать. Они недооценили той степени, в которой они были зависимы и *нуждались* в сильном рынке акций для продолжения своей производственной деятельности. Некоторые из них забыли даже, что первоначальным оправданием многих их приобретений было стремление сделать сильный ход в игре на рынке акций, покупая компании дешевле и продавая их дороже. Это был единственный способ, с помощью которого они могли получить чистую стоимость активов, расплатиться с долгами и тем самым избежать банкротства. Но при слабом рынке и расшатанной экономике дверь пожарного выхода оказалась захлопнутой на много месяцев раньше.

Главный финансовый руководитель компании *UCBS* запланировал крупную эмиссию облигаций и акций, чтобы собрать экстренный капитал, но в последнюю минуту решил отправить этот проект на полку.

— В данный момент условия рынка неблагоприятны, — заявил он.

Стоимость акций *UCBS*, уже упавшая на 75% от ее максимального значения, продолжала падать дальше. Ее облигации, упавшие в рейтинге до оценки В, следовали общей тенденции.

Связанные с ней крупные инвестиционные корпорации также испытывали острое финансовое напряжение. Это были *MetroBank* и *Harris & Jones*. Эти две компании, плюс еще несколько, предоставля-

<sup>71</sup> Листинг — список акций, допущенных к биржевым торгам, а также совокупность процедур по допуску ценных бумаг к обращению на фондовой бирже в порядке, утвержденном организаторами торговли. — *Примеч. ред.*

вших *UCBS* кратковременные ссуды для затыкания финансовых брешей, начали нажимать, требуя платежей. Поставщики, предоставлявшие компании торговый кредит, также начали нервничать. Почти все стали хором требовать своих денег.

Однажды, когда работники *MetroBank* за ланчем сравнили свои заметки, они сделали интересное открытие.

— Мы, наконец, наскребли кое-какую свободную мелочь — 30 млн долларов — для *UCBS*, — сказал старший директор по ссудам своему другу, работавшему в отделе торговли. — Это всего лишь капля в море. Но она, по крайней мере, удержит их пару дней, пока они не найдут еще что-нибудь.

— Я в это не верю. Вы что же — организовали ссуду для *UCBS*? — возразил коллега из отдела торговли.

— Конечно! Почему бы и нет? У вас есть что-то личное против этой компании?

— Нет, дело не в этом. Только сегодня утром я произвел кое-какую ликвидацию в нашем торговом портфеле и выбросил на рынок по бросовой цене 20 млн долгосрочных облигаций в виде 90-дневных бумаг, выпущенных компанией *UCBS*.

Один из сценариев самого худшего случая развития событий становился реальностью.

## Скрытая опасность дочерних финансовых компаний

За несколько десятилетий до этого, во времена недостатка денег и трудностей с получением кредитов 1970-х гг., компания *Chrysler* неожиданно попала в подобную ситуацию долгового кризиса, что стало сюрпризом для большинства аналитиков, которые забыли принять во внимание долги поглощенного ею дочернего финансового предприятия — *Chrysler Financial*. Компания *Chrysler* производила автомобили, а *Chrysler Financial* давала ссуды для покупки автомобилей.

Вот и в этот раз аналитики допустили ту же ошибку. Они не обратили особого внимания на спад у крупных производителей и уделили еще меньше внимания положению захваченных ими финансовых компаний.

Возвращаясь к *UCBS* отметим, что ее финансовая дочерняя компания в больших объемах занимала деньги у инвесторов на очень крат-



косрочной основе, так что теперь требования на миллионные платежи поступали ежедневно. Чтобы оставаться на плаву, она была просто вынуждена брать ссуды — обычно на очень жестких условиях — 18 млн в день, или почти миллион в час! Тем временем головная корпорация страдала от череды ударов, вызванных падающими объемами доходов и расползающимися слухами о предстоящем дефолте, которые закрывали ей дорогу на краткосрочные денежные рынки, где она при нормальных условиях могла бы получить нужные ей экстренные займы.

*Ниточка, удерживавшая компанию от банкротства, натянулась, и для разрыва требовался только слабый рывок\**. Владельцы *векселей по краткосрочным коммерческим кредитам\*\** — сами, в основном, изголодавшиеся по наличным деньгам, — решили не продлевать сроки выплат. Резервный кредит в банках, который должен был подержать этот вексель, не мог быть получен.

Попытки урезать зарплату всех категорий работников были блокированы профсоюзами. Было приказано провести временные увольнения, но компания не имела накоплений для немедленной выплаты выходных пособий, что было предусмотрено строгими правилами, заложенными в действующих рабочих контрактах.

Главный финансовый распорядитель компании *UCBS* помчался через Атлантику на Конкорде, чтобы занять денег в Европе, но слухи, устремившиеся вслед за ним по электронной почте, прибыли раньше, и ему пришлось вернуться с пустыми руками.

Была проведена экстренная встреча между группой банкиров и некоторыми членами Конгресса, от которой ожидали выработки предложений по спасению компаний типа *Chrysler*, однако она окончилась тем, что все только пожалы плечами.

У компании *UCBS* не осталось выбора. Были вызваны юристы, на большом столе в зале заседаний совета директоров разложили бухгалтерские отчеты. После краткого обсуждения создавшегося положения последовало еще более короткое оплакивание компании, после чего юристы просто захлопнули свои портфели и совершили последнюю поездку на лимузинах в суды по делам о банкротстве.

Рынок коммерческих бумаг умер.

«Если компания *UCBS* прекратила платежи, — рассуждали покупатели краткосрочных векселей, — то что говорить о *GMAC*? *Sears Acceptance*? *Ford Motor Credit*? *Citigroup*?» Почти все эмитенты, как платежеспособные, так и неплатежеспособные, оказались под подозрением.

*Nasdaq* и *Dow*, которым удалось изобразить резкое оживление рынка, были раскритикованы и готовились к новому падению. Все акции были поражены сильной эпидемией продаж — акции компаний технологического сектора, «голубые фишки» — как «старой», так и «новой экономики». Исключений было очень мало.

## Поток исков от инвесторов

Именно в это время акции инвестиционных банковских фирм получили несколько сильнейших ударов. Например, в фирме *Harris & Jones* заключение новых договоров по страхованию практически прекратилось. Эта компания понесла огромные потери по своим портфелям акций и облигаций. И что было, пожалуй, хуже всего, ее затопила волна исков от инвесторов.

— Как это оказалось возможным? — воскликнул директор компании *Harris*, обращаясь к Дону Уокеру, когда они встретились в мужском туалете. — Как получилось, что по нам вот так ударили все эти иски? Кажется, вы сами говорили мне еще несколько лет назад, что система арбитражей<sup>72</sup> защитит нас от такого наплыва!

Дон Уокер был в растерянности.

— Не знаю, я должен все проверить.

— Вы не знаете? Что вы хотите этим сказать, этим вашим «не знаю»? Вы же директор по экономическим исследованиям! Черт возьми, это же ваша прямая обязанность, знать все это!

— Я должен все проверить, — мягко возразил Уокер. — Ведь тут мог сыграть свою роль целый комплекс факторов — крупные убытки, которые терпят инвесторы, плохая реклама, а теперь... это дело с *UCBS*. Я думаю, это был некий водораздел: эта история с *UCBS*. Чертовое множество обозленных потребителей прилипло к *UCBS*, причем свои акции они купили по максимальным ценам.

— Это их, дураков, собственная ошибка! Было очевидно, что эта компания разваливается. Почему они были так неосторожны? Почему они не продали свои акции?

— Ну, э-э, потому что это мы сказали им *не продавать*.

— Вы шутите! — сказал директор фирмы *Harris*, уже чуть менее вызывающе. Они оба вышли в коридор.

<sup>72</sup> Арбитраж — судебная система, призванная решать экономические споры. — *Примеч. ред.*

— Нет, я говорю чистую правду. Мы дали для этих акций оценку «покупать». Мы ни разу не снизили этой оценки. Эта компания шла под откос начиная с момента покупки инвесторами этих бумаг и до того дня, когда она заявила о своей несостоятельности по статье «банкротство». Фактически, когда я смотрел последний раз, у Bloomberg *все еще* был опубликован наш старый рейтинг «покупать».

— *Значит это ошибка Bloomberg\**. Клиенты должны подать в суд на Bloomberg!

— Нет, сэр. Это была наша обязанность известить Bloomberg о любом изменении рейтинга, а на самом деле мы ни разу его не изменили, разве что в частных разговорах с немногими очень важными клиентами.

Директор дал Уокеру указания все выяснить и как можно скорее найти причины потока исков от инвесторов. Директор по экономическим исследованиям немедленно дал указания своему персоналу, но у него уже появилась отличная идея.

В начале 2000 г., едва инвесторы поняли, что «машины продаж» инвестиционных компаний оставили их в дураках, они стали массово подавать заявления в арбитраж, выгоняя из бизнеса мелкие брокерские фирмы, а крупные вгоняя в густую краску.

Чтобы задокументировать это, Уокер поручил своим людям проверить веб-сайт NASD и выбрать оттуда последние данные по количеству заявлений об арбитраже. Ему хотелось показать своему хозяину, что инвесторы не выделяли специально компанию *Harris* — это наблюдалось во всей сфере. Действительно, количество исков, поданных против брокерских фирм, возросло с 1990 по 2002 г. на 113%. Здесь не было сюрпризов.

## Иски от пенсионных фондов

Затем он наткнулся на гораздо более серьезную угрозу. Очевидно, что крупные пенсионные фонды, особенно в Калифорнии, тоже понесли большие убытки от банкротства компании *UCBS*. Помимо этого они понесли большие убытки на ценных бумагах компаний *WorldCom*, *Enron* и *Global Crossing*. Однако, в отличие от среднего инвестора, эти пенсионные фонды вкладывали деньги в облигации, размещением которых занималась и компания *Harris*.

Юристом некоторых из этих фондов был один из ведущих специалистов в области корпоративных преследователей, и он жаждал крови. Если бы кто-нибудь спросил его — почему, он ответил бы, что это его

клиенты, управляющие пенсионными фондами, хотят крови. А если бы кто-нибудь спросил *их* о том же, они бы ответили, что за ними в Калифорнии стоят сотни тысяч государственных служащих, жаждущих крови. Служащих, потерявших большой кусок своей пенсии из-за таких, как *Enron*, *Global Crossing*, *WorldCom*, а теперь еще *UCBS*. Эти бедные люди заслужили возмещения своих потерь. Они полны злобы и хотят возвращения своих денег.

Сначала этот юрист подумал, что подаст в суд на обанкротившиеся компании, но это было безнадежное дело. Назначенные судом получатели, которые управляли обанкротившимися компаниями, посоветовали ему «отправиться в турпоход по известному адресу» — в компаниях не осталось ничего такого, ради чего стоило бы судиться.

Затем он подумал о том, чтобы подать иск на аудиторские фирмы, а конкретно — на фирму *Arthur Andersen*. Но это тоже оказалось напрасным. *Andersen* была признана виновной в препятствовании осуществлению правосудия и ушла в небытие.

Наконец, он нашел более легкие цели — *Harris* и крупные банки.

— Ага! — воскликнул он. — Наконец-то нам попался кто-то с большими карманами! — Он утверждал, что якобы банки были виновны в искажении реальной стоимости облигаций, которые они помогали оценивать и размещать. Он заявил, что банки, кровь из носу, обязаны заплатить, чтобы компенсировать причиненные ими убытки.

Компаниям *Harris*, *MetroBank* и многим другим пришлось получить жестокую порку. Одни только издержки гражданского судебного спора пробили дыру в их доходах, а суммы компенсаций за причиненный ущерб могли разорить их.

По мере того как инвесторы занимались сбрасыванием имевшихся у них на руках ценных бумаг, на фоне слухов о еще более крупных исках, рассматривавшихся в других крыльях здания суда, стали резко падать в цене акции банков и брокерских фирм. Плюс к этому, инвесторы продолжали продавать акции компаний технологического сектора, фабрик, заводов и любых фирм, подозреваемых в бухгалтерских или финансовых манипуляциях. Последние, в свою очередь, стали продавать по демпинговым ценам свои собственные доли в брокерских фирмах, банках, технических и машиностроительных компаниях.

Дон Уокер из компании *Harris & Jones* был ошеломлен. Интуиция всегда помогала ему чувствовать опасность, но даже в своих самых кошмарных снах он не мог представить, что дела пойдут настолько плохо. В равной степени он был поражен и теми изменениями, которые происходили в экономике.

## Кризис товарно-материальных запасов

Например, всего несколько месяцев назад он предчувствовал «мягкое приземление» — лишь некоторое замедление роста экономики, а не фактический или крутой спад. Главной причиной его сравнительно оптимистического взгляда был низкий уровень процентных ставок. Однако даже при таком низком уровне ставок было трудно достать деньги.

Уокер также считал, что не возникнет никаких проблем с товарно-материальными запасами. В силу принятой системы своевременной доставки изделий на сборочные линии, полагал он, запасы на складах всегда будут на минимально необходимом уровне. Но скоро стало очевидно, что в отношении запасов он допустил четыре крупных ошибки.

*Во-первых*, он недооценил степень увеличения объема покупок с помощью кредитных карт — и скорость, с которой они будут снижаться, когда начнутся трудности с получением кредита. Пугающим примером этого стала автомобильная промышленность. Четыре месяца менеджеры Детройта слушали сказки в стиле «расслабьтесь, расслабьтесь, все под контролем». Но когда нехватка кредитов поразила автомобилестроение, они были в числе первых, кто начал просить помощи, чтобы выпутаться из неприятной ситуации.

*Во-вторых*, он недооценил хрупкость финансирования товарно-материальных запасов у многих предприятий. Как только стало труднее финансировать эти активы, многие компании попытались продать их на открытом рынке по демпинговым ценам.

*В-третьих*, он не принял во внимание то, что назвал теперь «извергнутыми запасами». Он исходил из того, что как только предмет потребления приобретен домашним хозяйством, он будет потреблен и, по существу, навсегда исчезнет. Он забыл, что:

- в условиях финансовой стесненности потребители могут легко стать продавцами имеющихся в их пользовании автомобилей, бытовых устройств и мебели;
- эти новые продавцы могут найти место для продажи своих вещей;
- этот рынок является одной из самых разработанных сетей для покупок-продаж подержанных вещей, блошиных рынков, домашних распродаж и Интернет-аукционов.

*В-четвертых*, он недооценил влияние на американский рынок запасов, распродаваемых по заниженным ценам из-за границы.

Именно на этой стадии Уокер стал замечать одно из самых необычных экономических событий. Начался рост товарно-материальных запасов. Одновременно происходило снижение доходов до уровня намного более низкого, чем это было необходимо для оплаты срочных долгов. Результатом этого процесса стала внезапная нехватка *наличных денег* — то, что он назвал *неликвидным спросом на наличные деньги*.

Когда этот спрос не мог быть удовлетворен, единственной альтернативой оказывалось банкротство или, о чем многие молились, вмешательство правительства.

Список кризисных сбоев рос с каждым днем. Его пополняли не только компании технологического сектора и сектора телекоммуникаций, но и гигантские машиностроительные компании, компании розничной торговли, брокерские фирмы, банки, страховщики и даже организации здравоохранения, участвующие в программах медицинского страхования.

## Глава 16

# Переведите свой счет в другую компанию!

Когда Джеймс Дюбуа закончил свой последний разговор с Линдой Дэдини и положил трубку телефона, он чуть ли не плакал.

Для него, конечно, не в диковинку было получать словесную порку от разъяренных клиентов — в сущности, в последнее время это происходило так часто, что он научился просто отключаться. Но с этой клиенткой дело обстояло иначе. Она ни разу не повысила голоса. Она даже не ругала его. Она только приводила факты — со спокойной точностью и холодной логикой. Она назвала это «скучным перечислением злоупотреблений», и казалось, она знает обо всех трюках — планах продаж, чеках на получение крупных премий за выполнение планов продаж и даже об отпуске в Club Med.

Он бессильно откинулся на спинку стула, отчаянно пытаясь восстановить свое самоуважение. Это не он, Джеймс Дюбуа, делал все эти вещи, это была другая личность. Настоящий Джеймс Дюбуа, говорил он себе, это тот парень, который тренирует футбольную команду в Роквилл Сэнтер, в Лонг-Айленде, который каждое лето возит детишек на Джоунз Бич. И в результате он пришел к выводу, что плохой парень — это совсем не Джеймс Дюбуа, плохой парень — это сама система.

Что он подразумевал под этой системой? Это был мир, в котором много лет назад он был рожден брокером, в маленькой фирме на Уолл-Стрит. От него и еще десятка других продавцов в его отделе требовалось появляться на работе ровно в 8 часов утра. Затем, едва они входили в дверь, они должны были делать кое-что, чего никто не мог бы ожидать в любом другом современном офисе: *они должны были снимать обувь\**!

Их начальник просто уносил всю обувь и не возвращал ее брокерам до тех пор, пока они не выполняли свои минимальные квоты продаж на этот день. Они распространяли не только копеечные акции, но и акции взаимных фондов, которые требовали с инвесторов вперед

оплату огромных комиссионных. Они продавали все, что могло принести крупное вознаграждение или надбавки.

В обычный день пара наиболее отличившихся продавцов из их группы, выполнив свои планы продаж к часу дня, отправлялась в одну из самых популярных на Уолл-Стрит пивных и заказывала себе ланч с двумя кружками пива. Все остальные должны были оставаться практически прикованными к своим столам и работать до полуночи, ведя телефонные переговоры с Западным побережьем и Гавайями.

До сих пор Дюбуа не мог забыть два самых ярких впечатления, вынесенных из опыта той работы — *вонь* потных носков и полнейшее унижение. Тем не менее, этот опыт дал ему незабываемый урок: *продай или умри*.

Когда он перешел на работу в фирму *Harris & Jones*, он обнаружил, что ее менеджеры не применяют такую тактику продаж, и все же цель и стратегия фирмы *Harris* была все та же — продавай, продавай и продавай. И как же это сделать? Только заставляя клиента покупать, покупать и покупать.

Но как бы там ни было, размышлял он, а *Линда Дэдини была неправа, неправа и неправа\**. Казалось, что она обвиняла его лично. Но если бы только она дала ему хоть полшанса, он смог бы рассказать ей, как работает эта система. Он объяснил бы ей, что если виноват *хоть кто-нибудь*, тогда надо обвинять *всех* — в том числе, как он считал, и покупателя. «Вы сами принимали свои решения, — бормотал он, словно все еще держал трубку в руках. — И если вы потеряли деньги, то в этом вы сами, черт возьми, виноваты!»

Успокоив себя таким образом, он почувствовал себя гораздо лучше. Через несколько дней он снова достиг своих максимальных уровней продаж. Но все это было впустую. Объем первичных эмиссий акций, которыми занималась фирма *Harris & Jones*, уменьшился на 81%, поэтому компания уволила 10 тыс. служащих, и Дюбуа оказался одним из первых. Другие фирмы Уолл-Стрит делали то же самое.

Дюбуа оказался на улице. Даже в ситуации медвежьего рынка он понял, что ему нужна какая-нибудь новаторская стратегия поиска работы. Напрямую соревноваться с тысячами других уволенных специалистов по продажам акций было бессмысленно. Вместо этого ему следовало бы попробовать заняться исследованиями или аналитикой. В этой сфере тоже произошли сокращения, но однажды в своей карьере он уже был близок к тому, чтобы стать экономистом-аналитиком, и теперь он решил, что настало время вернуться к этому.

Он стал перебирать в памяти своих знакомых, которые могли хоть что-то знать об этом секторе рынка труда. Ему пришло в голову только одно имя — Тамара Бэлмонт, которая, как он слышал, тоже была недавно уволена. Он не так уж хорошо был с ней знаком, но он был близко знаком с ее подругой, которая была соседкой Тамары по общежитию в колледже. Он познакомился с ней на рождественской вечеринке в своем офисе.

— Извини, дорогая, я получил еще одну срочную работу из этих субботних библиотечных проектов, — сказал Дюбуа своей жене в пятницу.

Именно от этой соседки по общежитию он узнал о речи «Мы лгали», которую произнесла Бэлмонт в Университете штата Колумбия, и получил номер ее сотового телефона. Он полагал, что Бэлмонт могла бы найти себе превосходную работу, и он все же был достаточно умен, чтобы понимать, что его собственные способности были сейчас гораздо менее конкурентоспособными. Поэтому его задумка заключалась в следующем: если бы он мог тайно помочь Тамаре найти работу, он мог бы позднее обратиться к ней, чтобы заставить ее в качестве «ответной услуги» взять его к себе на должность помощника.

Поэтому даже когда Дюбуа получил отказ, обратившись в SECAR по поводу работы, он передал человеку, проводившему собеседование, Оливеру Даллесу, экземпляр речи «Мы лгали» и данные, позволяющие связаться с Тамарой. План сработал превосходно. Он даже сам удивился, как хорошо все прошло. Все, кроме второй части его плана. Несмотря на многочисленные попытки, он никак не мог убедить Тамару ответить ему встречной услугой. Он звонил, обращался по электронной почте. Он был как одержимый. Он дошел даже до того, что выяснил, опять же через ее бывшую соседку, над чем она сейчас работает, помчался в главный филиал Нью-Йоркской Публичной библиотеки в пригороде и анонимно послал ей полезную информацию, после чего позвонил, чтобы узнать ее мнение.

Дюбуа был уж почти готов отказаться от своего плана, когда ему неожиданно позвонил Даллес.

— У меня сейчас нет для вас штатной должности. Но у меня есть один внештатный проект, который вы сможете выполнить дома. Тут кое-кто считает, что вы, кажется, могли бы помочь нам в сборе информации о злоупотреблениях правами инвесторов со стороны брокеров. Это верно?

— Не совсем. Нет, подождите! Да, я могу! Я и в самом деле знаю эту сферу. Что это за проект?

— Наш руководитель хочет, чтобы мы провели исследования в трех направлениях: во-первых, это судебные процессы против брокеров и брокерских фирм; во-вторых, фактический материал по их советам инвесторам; и, в-третьих, их финансовая безопасность. И я хотел бы дать вам шанс попробовать. Мы хотели бы, чтобы вы на основе полученных вами результатов и вашего прошлого опыта сказали нам, как инвесторы могли бы самостоятельно проверять работу своих брокеров. Вы не будете отвечать за окончательный письменный отчет, а только за фактический материал и ваши личные соображения. Используйте любые источники, какие захотите, но обязательно не забудьте [nasdr.com](http://nasdr.com).

— Вы имеете в виду NASD?

— Верно, их сайт — [www.nasdr.com](http://www.nasdr.com). Начинайте там. После того как мы одобрим ваш план исследования, у вас будет для работы 30 дней. Вы получите 1 тыс. долларов после предоставления нам удовлетворительного плана исследования и 2 тыс. после завершения первого черновика, без каких-либо гарантий участия в будущих проектах. Это предложение обсуждению не подлежит: примите его или откажитесь сейчас же.

И он согласился.

## Злоупотребления правами инвесторов со стороны брокеров

Дюбуа не имел ни малейшего представления, что он найдет на веб-сайте NASD. Он набрал адрес и нажал клавишу Enter.

Как только появилась главная страница сайта, его внимание привлекла верхняя часть средней колонки с надписью «Проверить информацию о брокере/консультанте». Он щелкнул по ней мышью, затем выбрал пункт «Программа публичного раскрытия информации NASD».

Еще после нескольких щелчков он замер. Прямо ему в глаза с экрана монитора смотрело нечто отвратительное, бросающее ему вызов и преследующее его. Для обычного человека это была всего лишь форма для заполнения, куда следовало внести фамилию, имя, второе имя и т. д. Но для Дюбуа это была самая страшная веб-страница, которую он когда-либо встречал. Он встал со стула и стал ходить по комнате, глубоко дыша, словно накачивал себя энергией перед спринтом на беговой дорожке. Наконец, он снова сел, и с трепетом стал вводить в соответствующие поля данные о самом себе:

Фамилия брокера: ДЮБУА

Имя брокера: ДЖЕЙМС

Текущая или бывшая брокерская фирма,  
в которой Вы работаете или работали: *Harris & Jones*

Слева внизу на экране появилось указание: «Начните поиск данных о брокере», — и ему показалось, что оно *издевается* над ним! Он попробовал смотреть пристально, но надпись даже не мигнула. Она просто с вызовом смотрела на него. Был только один способ заставить ее убраться прочь. И он щелкнул по ней.

В течение минуты или двух ничего не происходило, и он расслабился. Какое облегчение! Никаких отчетов в базе данных о некоем Джеймсе Дюбуа. Однако через несколько минут он получил от *nasdr.com* электронное письмо. Он открыл его, и вот, прямо перед ним, появился список некоторых действий регулирующих органов и инвесторов, которые были предприняты против него. Список содержал массу — хотя и не всю — его грязного белья, случаи, когда он вел по счетам своих клиентов торговлю, превышая объем средств, много случаев, когда он уговаривал клиентов вложить деньги в бесперспективные предприятия, и многое другое.

— Вот дрянь! — громко произнес он. Любой инвестор мог отыскать эту информацию о нем или любом другом зарегистрированном брокере. Этот материал был, очевидно, помещен на сайт *www.nasdr.com* давным-давно, и все же *он никогда не знал* даже о существовании этого сайта!

У Дюбуа задрожали руки. Чтобы успокоиться, он снова стал повторять свою мантру: «Это все система. Это система. Это система.»

Именно система так жестко гнала его продавать, рассуждал он. — Именно тактика продаж заставляла его подчас выходить за рамки. Именно менеджеры по продажам из системы каждый день заставляли их сделать «большой омлет». Затем, время от времени, к ним приходили сотрудники внутреннего надзора и настоятельно советовали им «не разбить ни одного яйца». Но как, черт побери, можно было приготовить омлет, не разбив яиц?

Насколько это подрывает его репутацию? Дюбуа обдумал этот вопрос и скоро вздохнул с облегчением, дойдя до мысли о том, что *даже он не знал*, что эта информация существует. А сколько простых людей может это знать? Практически никто!

Второй его мыслью было узнать, насколько обширен «черный список» этого сайта? Когда он нашел ответ, он улыбнулся про себя: там были *тысячи* брокеров, которые допускали столько же — или даже

больше — нарушений. На самом деле, согласно старому исследованию GAO (Главного бюджетно-контрольного управления) 1990-х гг., которое он нашел, *их было, по крайней мере, 10 тыс.\** И в это число не входили сотни тысяч, которые никогда не были пойманы на нарушениях или были наказаны неофициально. Он явно не был одинок, и это доставило ему большое удовольствие.

Далее он решил навести справки о компании *Harris & Jones* в целом. Конечно, веб-сайт NASD давал аналогичные возможности получения информации о самих брокерских фирмах. Но на этот раз *вместо электронного письма он получил толстый пакет через почту первого класса, содержащий сотни страниц\*\** и перечислявший все дела, возбужденные против компании *Harris & Jones*, начиная с 1950-х гг. Даже работая в этой сфере, он не мог себе представить всего этого. Эта информация не давала ни малейшего представления о том, насколько законными или незаконными были действия компании. Из этих данных никак нельзя было узнать, какие ее действия были плохими, а какие допустимыми. Было даже трудно определить, был ли исход каждого судебного случая победой, потерей или уроком для брокера.

Дюбуа рассмеялся. Это было действительно смешно. Ему стало более чем очевидно, что ни у него, ни у фирмы не было абсолютно ничего, о чем стоило бы беспокоиться. Немногие инвесторы посетили бы сайт NASD, но еще меньшее их число могло иметь хоть какое-то представление о том, как можно использовать эти данные. Неясно было лишь то, как ему теперь доложить Даллесу об этих своих выводах. Некоторое время он бился над этой дилеммой, а затем послал ему следующее электронное письмо:

Дорогой мистер Даллес,

Информация, имеющаяся на сайте *nasdr.com*, имеет незначительное практическое значение для инвесторов. Если инвесторы найдут сведения о конкретном брокере или о брокерской фирме, они никак не смогут сделать выводы о том, что это на самом деле значит или что делать с этой информацией. Если у Вас есть для меня какой-нибудь другой проект, я был бы рад оказать Вам помощь в его выполнении, но этот проект — пропадающее дело. Я советую Вам оставить мысль о том, чтобы использовать информацию этого веб-сайта. Это было бы просто потерей Вашего времени, а также времени Ваших инвесторов.

Искренне ваш,  
Джеймс Дюбуа

На следующее утро, когда Даллес прочел электронную почту, он был ошеломлен. Чиновники из NASD заверили его, что их сайт дает «полное раскрытие информации» и является «крупнейшей и очень ценной справочной службой для инвесторов».

Через два дня, вооруженный еще и результатами другого, выполненного внутренним экономистом-аналитиком исследования по анализу технической осуществимости данного проекта, Даллес вошел в кабинет Джонстона.

— У нас появилась серьезная дилемма, — заявил он. — Я знаю, что вы хотите помочь инвесторам получить информацию о своих брокерах до того, как они вступят с теми в деловые отношения. Вы правы в отношении важности и необходимости наличия таких ресурсов. Но проблема в том, что отдельным лицам почти невозможно извлечь из этих ныне открытых данных что-либо практически ценное.

Джонстон был крайне огорчен.

— Вы разве не понимаете, что сейчас наступил уникальный и опасный период в истории рынка акций? — задал он риторический вопрос.

— Конечно, — ответил Даллес.

— Вы понимаете, что брокер является основным звеном между рынком акций и населением, не так ли?

— Конечно.

— Тогда вы должны также понимать, что если это звено слабое, то будет крайне трудно восстановить доверие инвесторов, укрепить рынок и увидеть когда-нибудь действительное оздоровление нашей экономики.

— Да, но...

— Никаких но. Предложите какую-нибудь альтернативу.

Даллес сказал, что есть только три варианта. Они могут обратиться с просьбой к NASD, чтобы те сами решили эту проблему, и молиться, чтобы их специалисты сделали что-нибудь до того, как кризис закончится и будет слишком поздно, чтобы помочь большинству вкладчиков. Они также могут поручить своему собственному персоналу бросить все, над чем они работают, и следующие пять лет двадцать четыре часа в сутки SECAR не сможет заниматься ничем другим, кроме этой работы. Или они могут дать инвесторам чрезвычайно подробные инструкции и надеяться, что те смогут сами кое-как в них разобраться. Даллес чувствовал, что поступил правильно, охарактеризовав весь этот проект как безнадежный.

Джонстон с минуту сидел, глубоко задумавшись, затем ответил:

— Замечательно! Давайте выполним все три!

— Но, Пол, это же не вып...

— Сделайте это!

— Ладно, — цинично согласился он. — А как насчет остальных двух вопросов — финансовой безопасности и советов инвесторам?

— И это тоже сделайте! Вы недооцениваете себя. Вы недооцениваете наш персонал. Но знаете, что вы больше всего недооцениваете? *Важный и срочный характер этого проекта для миллионов инвесторов! Я знаю, что вы найдете способ. Просто выполняйте!*

У Даллеса не было другого выхода, кроме как согласиться. В течение следующих месяцев он подобрал преданный делу персонал и создал отдельный Департамент мониторинга брокеров. Дал задание специалистам по обработке данных загрузить текстовые данные NASD, послав туда тысячи запросов по электронной почте один за другим, и затем тщательно обработать документы. Он нанял двух программистов — знатоков Visual Basic, мастеров своего дела, в надежде найти какие-нибудь автоматические способы извлечения цифровых данных из текстовых файлов NASD. Он нанял внешнюю лоббистскую фирму для исследования системы работы NASD. Нанял специалиста, который пообещал, что сможет перевести очень сложные задачи в простые, создать пошаговые инструкции, доступные для понимания среднего инвестора. Затем он проделал то же самое снова, чтобы охватить и два других вопроса — советы брокеров и их безопасность.

Еще на середине выполнения проекта полученные к тому времени результаты анализа были отправлены на сайт с адресом [cesag.org](http://cesag.org) и представлены в виде нижеследующего текста.

## Защитите себя от злоупотреблений со стороны брокеров!

Некоторые брокеры и брокерские фирмы могут быть на вашей стороне. Тем не менее, если фирма, с которой вы ведете дела: 1) является частой мишенью судебных исков о различных злоупотреблениях доверием инвесторов, 2) скрывает финансовые слабости, которые могут отразиться на вашем счете, или 3) имеет плохие отзывы как финансовый советник, — тогда вы должны серьезно подумать о том, чтобы перевести ваш счет в другое место.

**Шаг 1.** Проверьте, находится ли ваша фирма в числе перечисленных в табл. 16.1 крупнейших брокеров, работающих с частными инвесторами. Если частота юридических действий против вашей брокер-

Таблица 16.1  
Сводка о нарушениях со стороны крупнейших  
розничных брокерских фирм за 1997–2001 гг.

Брокерская фирма	Общее количество судебных дел, административных и судебных действий	Количество на миллион счетов
<i>Prudential Securities, Inc.</i>	152	69,50
<i>Ameritrade, Inc.</i>	91	67,11
<i>U.S. Bancorp Piper Jaffray, Inc.</i>	47	64,46
<i>E*Trade Securities, Inc.</i>	118	36,92
<i>Dulles James &amp; Associates, Inc.</i>	36	36,07
<i>First Union Securities, Inc.</i>	88	35,20
<i>UBS Painewebber, Inc.</i>	87	34,80
<i>A G Edwards, Inc.</i>	103	31,21
<i>Salomon Smith Barney, Inc.</i>	204	30,71
<i>Morgan Stanley Dean Witter &amp; Co.</i>	151	27,96
<i>Quick &amp; Reilly, Inc.</i>	34	18,89
<i>Charles Schwab &amp; Co., Inc.</i>	124	16,53
<i>Merrill Lynch Pierce Fenner &amp; Smith</i>	168	16,09
<i>TD Waterhouse Investor Services, Inc.</i>	68	15,25
<i>American Express Financial Advisors</i>	19	9,50
<i>Edward D. Jones &amp; Co. LP</i>	38	8,09
<i>Credit Suisse First Boston Corp.</i>	20	4,96
<i>Fidelity Brokerage Services LLC</i>	43	3,74

Фирмы *Prudential Securities* и *Ameritrade* имеют самый низкий рейтинг по количеству судебных действий, предпринятых против них инвесторами и административными (регулятивными) органами между 1997 и 2001 гг. при количестве их на миллион инвесторских счетов, равно, соответственно, 69,5 и 67,11. Это было гораздо выше среднего числа действий по 18 изученным фирмам, которое составило только 29,28 на миллион счетов.

Фирмы *Fidelity Brokerage Services*, *Credit Suisse First Boston* и *Edward D. Jones* были в числе лучших по рейтингу при самом низком количестве судебных действий против них — только 3,74; 4,96 и 8,09 на миллион счетов, соответственно.

ской фирмы выше среднего уровня (29,28 на миллион счетов), то это отрицательный признак.

**Шаг 2.** Если ваша фирма не входит в число крупнейших брокеров, вы можете получить информацию о действиях, предпринятых против любой брокерской фирмы, следуя указаниям в окне «Как проверить и оценить юридическое досье брокерской фирмы».

**Шаг 3.** В том же окне вы можете получить юридическое досье конкретного брокера.

**Шаг 4.** Если ваша брокерская фирма не имеет удовлетворительного юридического досье, подумайте о том, чтобы перевести ваш счет в более надежную фирму.

**Шаг 5.** Независимо от того, с кем вы ведете дело, не давайте брокерской фирме свободы действий в отношении вашего счета. Наоборот, используйте вашего брокера только для выполнения ваших приказов о покупке и продаже, основанных на ваших однозначных указаниях. Если вам нужен совет, то постарайтесь получить его из независимого стороннего источника.

#### КАК ПРОВЕРИТЬ И ОЦЕНИТЬ ЮРИДИЧЕСКОЕ ДОСЬЕ БРОКЕРСКОЙ ФИРМЫ<sup>73</sup>

**Шаг 1.** Зайдите на сайт [www.nasdr.com](http://www.nasdr.com).

**Шаг 2.** Щелкните мышью по пункту «Check Broker/Advisor Info» (Проверьте информацию о брокере/консультанте) из списка услуг в центре страницы.

**Шаг 3.** Щелкните на тексте «NASD Public Disclosure Program» (Программа раскрытия информации NASD).

**Шаг 4.** Из пазового меню выберите пункт «Perform an Online Search» (Выполните онлайн-поиск).

**Шаг 5.** Прокрутите до нижней части бланка соглашения и щелкните по «Agree» (Согласен).

**Шаг 6.** Из выпадающего списка, озаглавленного «\*\*\* Select Requester Type\*\*\*» (Выбрать тип объекта запроса), выберите «General Public/Individual Investor» (Общественность/индивидуальный инвестор).

**Шаг 7.** Вы увидите слова «Begin a search for a» (Начните поиск). Щелкните мышью по слову «Firm» (Фирма).

**Шаг 8.** Введите название фирмы и щелкните «Begin Search for a Firm» (Начните поиск фирмы). Проверьте, точно ли вы ввели название фирмы. Брокеры часто работают с сокращенными версиями своего полного юридического имени, поэтому, если это необходимо, позвоните компании, чтобы она подтвердила, что брокер, сведения о котором вы нашли, это именно тот, которого вы хотите проверить.

**Шаг 9.** Выберите пункт «Deliver Report» (Доставить сведения) из меню вдоль верхнего края экрана. Внесите требуемые сведения.

**Шаг 10.** Щелкните на пункте «End» (Конец), если вы закончили.

**Шаг 11.** По электронной почте вы получите отчет, в котором будут перечислены все судебные действия, инициированные частными лицами и регулирующими органами, против данной фирмы. Или, если отчет окажется слишком большим, вы получите печатную копию по почте первого класса.

**Шаг 12.** К сожалению, этот отчет не даст вам относительной оценки злоупотреблений со стороны брокера. Чтобы получить эту информацию, посе-

<sup>73</sup> Некоторые данные о российских инвестиционных брокерских компаниях можно найти на сайте [www.naufor.ru](http://www.naufor.ru). — Примеч. ред.



тите сайт [www.crashprofits.net](http://www.crashprofits.net), где вы найдете расширенный список брокеров и архив их злоупотреблений.

**Шаг 13.** Средний показатель среди крупнейших брокерских фирм составляет 29,3 судебных дел на миллион счетов. Если этот показатель по вашей фирме значительно выше, мы полагаем, что это, возможно, указывает на имеющиеся трудности, которые могут коснуться и вас. Если показатель по вашей фирме значительно ниже приведенной цифры, это может оказаться явным плюсом.

Подобным же образом вы можете получить судебное досие конкретного брокера.

## Защитите себя от неудач брокерской фирмы!

Когда рынок акций падает, это может нанести урон доходам брокерской фирмы несколькими способами. Она терпит убытки от снижения доходов от комиссии. Гонорары за инвестиционную деятельность, особенно за размещение первичных эмиссий, иссякают. В той степени, в какой фирма хранит свои собственные ценные бумаги без надлежащей защиты от падения рынка, она сама может понести убытки от трейдинга<sup>74</sup> и потери по совокупному портфелю. Она может также стать и объектом юридических действий со стороны регулирующих органов или частных инвесторов. Пока фирма имеет достаточно собственного капитала, чтобы нести любые убытки, это не будет влиять на ваш брокерский счет. Однако, если убытки начнут истощать капитал фирмы, ваш счет может пострадать разными способами — включая рыночные потери, которые могут возникнуть в то время, пока ваш счет будет заморожен при банкротстве фирмы. Вот как вы можете защитить себя.

**Шаг 1.** Сверьтесь с табл. 16.2, в которой перечислены 20 крупнейших по величине активов брокерских фирм США<sup>75</sup>.

**Шаг 2.** Если вы найдете в этом списке свою фирму и если окажется, что ее рейтинг находится на уровне C-, C или C+, то это означает желтую карточку. Эти компании, хотя и являются устойчивыми на осно-

<sup>74</sup> Трейдинг — торговля финансовыми активами — покупка и продажа ценных бумаг и других финансовых инструментов с целью получения прибыли. — Примеч. ред.

<sup>75</sup> Подобные данные по российским инвестиционным компаниям размещены на сайте [www.naufor.ru](http://www.naufor.ru). — Примеч. ред.

Таблица 16.2

Двадцать крупнейших брокерских фирм по величине активов

Название	Рейтинг надежности по Weiss
<i>ABN Amro Incorporated</i>	C+
<i>Bank of America Securities LLC</i>	C+
<i>Barclays Capital Inc. and Sub.</i>	C-
<i>Bear Stearns &amp; Co.</i>	C
<i>BNP Paribas Securities Corp.</i>	C+
<i>Charles Schwab &amp; Co. Inc.</i>	B
<i>Credit Suisse First Boston Corp.</i>	C-
<i>Deutsche Bank Alex. Brown Inc.</i>	C+
<i>Dresdner Kleinwort Wasserstein LLC</i>	C+
<i>Goldman Sachs &amp; Co. and Sub.</i>	C
<i>Greenwich Capital Markets Inc.</i>	C+
<i>J.P.Morgan Chase &amp; Co.</i>	C-
<i>Lehman Brothers, Inc.</i>	C-
<i>Merrill Lynch Pierce Fenner &amp; Smith</i>	C-
<i>Morgan Stanley &amp; Co. Inc.</i>	C
<i>Nomura Securities International Inc.</i>	B-
<i>Salomon Smith Barney Inc.</i>	C
<i>SG Cowen Securities Corp.</i>	B+
<i>UBS Painewebber Inc.</i>	C+
<i>UBS Warburg LLC</i>	C-

Рейтинг надежности по Weiss: A = отлично; B = хорошо; C = достаточно хорошо; D = слабая; E = очень слабая.

вании последних имеющихся данных, могут стать ненадежными, если их финансовая состоятельность снизится ниже текущего уровня.

Их устойчивость может вызвать особую озабоченность, если они пострадают от дальнейшего роста числа юридических действий, направленных против них со стороны инвесторов, наряду с более резким спадом на финансовых рынках — а подобные события уже могли иметь место со времени сбора данных.

Обновленные рейтинги надежности можно получить на сайте [www.weissratings.com](http://www.weissratings.com). Если рейтинг вашей фирмы упал до D+ или еще ниже, серьезно подумайте о переводе вашего счета в более надежную фирму.

**Шаг 3.** Если ваша фирма в списке отсутствует, вы можете получить последний ее рейтинг на сайте [www.weissratings.com](http://www.weissratings.com).

**Шаг 4.** Если вы решите перевести ваш счет в более надежную брокерскую фирму, подумайте о компаниях с самыми высокими рейтингами надежности.

## Защитите себя от плохих советов

Целых 50 фирм Уолл-Стрит публиковали рейтинги акций тех компаний, которые разорились в 2002 г. Из этих фирм 47 рекомендовали инвесторам покупать или продавать акции компаний, находящихся в бедственном положении, вплоть до того дня, когда эти компании обратились в суд с заявлением о признании их банкротами. Даже в день подачи заявления о банкротстве на крупнейших общедоступных информационных сервисах (Bloomberg, Yahoo!, Zacks и First Call) были выставлены следующие рейтинги:

- Шесть рейтингов «Покупайте» от *Lehman Brothers*.
- Восемь рейтингов «Сохраняйте» от *Salomon Smith Barney*.
- По крайней мере один рейтинг «Покупайте» от *Bank of America Securities, Bear Stearns, CIBC World Markets, Dresdner Kleinwort Wasserstein, Goldman Sachs, Prudential Securities* и от многих других фирм.

Одни только эти данные должны убедить вас не действовать согласно советам, отчетам или рейтингам, предоставляемым большинством брокерских фирм. Однако, если вы вынуждены пользоваться их отчетами, выполните следующее.

- Проверьте, не случилось ли вашей фирме рекомендовать инвесторам обанкротившиеся компании; это можно сделать, пользуясь сайтом [www.crashprofits.net](http://www.crashprofits.net).
- Чтобы избежать фирм с конфликтами интересов, старайтесь полагаться на те фирмы, которые не имеют деловых отношений с компаниями, оценку которым они дают.

Среди рассмотренных фирм *Salomon Smith Barney* имела одну из худших репутаций в качестве советчика.

В противоположность ей, фирма *Edward D. Jones* была среди тех немногих, которые не рекомендовали своим клиентам акций разоряющихся компаний и взяли на себя инициативу предупреждения своих клиентов о нависших над ними угрозах.

## Глава 17 Призыв к действию

В то время как его бывшая компания переживала падение, Пол Джонстон был на похоронах своего тестя, за которыми последовал частный прием. Как это часто бывает, несмотря на мрачный повод, этот прием стал для семьи и родственников возможностью спокойно — даже весело — поболтать о текущих событиях или будущих надеждах.

В углу гостиной бывший исполнительный директор внимательно слушал, как двое его сыновей шумно восторгались по поводу «невероятно благоразумной и дальновидной стратегии» их сестры, имевшей целью защитить их наследство от краха рынка акций.

С другой стороны большой стеклянной двери Гэбриэл Дэднини, муж Линды, взволнованно жестикулируя говорил с другими гостями о чем-то, очень волновавшем его. Остальные члены семьи собрались около буфета с закусками, в то время как Линда подбрасывала на коленях свою двухлетнюю племянницу.

Она поставила ребенка на ножки и собралась было пройти к буфету, когда по пути ее перехватил отец.

— Я горжусь тобой, Линда, — произнес он с нежностью.

Сияя, она повернулась к нему и ответила:

— В самом деле? Это почему же?

— Мальчики только что рассказали мне о твоих финансовых подвигах, как ты подстраховала состояние семьи. Все остальные обитатели мира, включая меня, теряют на этом рынке штаны с рубашкой, а в это время ты зарабатываешь деньги для себя и своих братьев и сестер. Как ты это делаешь?

— Это не я, папа. Это один финансовый консультант, с которым я работаю. Представляешь, он живет только на гонорары за работу. Он знает свое дело. Помогает мне глубже понять финансовые механизмы — почти так же хорошо, как я понимаю механику или астрономию. Он дает мне возможность самой принимать правильные решения. Ты обязательно должен познакомиться с ним.

Они взглянули в сторону бассейна и понимающе улыбнулись друг другу, наблюдая за Гэбриэлом, который продолжал о чем-то оживленно рассуждать. Они часто шутили по поводу того, насколько красноречив и почти свободен от акцента его английский, хотя его тело всегда говорило на языке *porteno*, аргентинского танго.

— Я попрошу моего консультанта позвонить тебе, — сказала она. — Он очень похож на тебя. Если вы встретитесь, чтобы поесть суши или как-нибудь еще, я гарантирую, что ты не пожалеешь об этом.

## Больше прибылей от кризиса

Как только Линда обрела авторитет в принятии решений по портфелю акций своего семейства, она приступила к процессу продажи, чтобы уменьшить уязвимость капитала семьи перед дальнейшими спадами рынка.

Когда братья стали оспаривать ее стратегию, она убедила их простым аргументом:

— Индекс Nasdaq сейчас на 80% ниже своего пика, а наши акции в среднем ниже всего на 30–40%. Поэтому мы должны спросить себя: каков риск того, что наши акции пойдут вниз, чтобы присоединиться к индексу Nasdaq? Откуда вы знаете, что Nasdaq не оказывает какого-то гравитационного притяжения на остальной рынок, понижая стоимость акций? Можем мы позволить себе такой риск? Не думаю. Да, мы купили акции обратного индексного фонда как средство защиты, в качестве страховки, но никогда не предполагалось, что это будет постоянное вложение. Это была всего лишь временная мера, чтобы удерживать наше судно на плаву. Я думаю, что мы должны метить выше, чем просто сохранять свой уровень доходов с акций, вам не кажется? Я думаю, мы должны стремиться к росту, а эти акции тянут нас вниз.

Они согласились. Они также согласились дать ей зеленый свет для принятия решений от их имени, без обязательных семейных согласований при каждом повороте рынка. Оба они были профессиональными медицинскими работниками и были слишком заняты своими пациентами, чтобы тратить время на обсуждение вопросов о вложениях.

Консультанта Линды оказалось не так просто поймать в его офисе, как это было раньше, но в конце концов она все же застала его в пятницу в конце рабочего дня. Она объяснила ему свое желание ликвидировать портфель акций своей семьи, и высказала свои сомнения относительно того, как и когда это сделать.

— Теперь, когда мы распродаем портфель акций моего деда, должны ли мы сохранять акции обратного индексного фонда или же нам следует избавиться и от него? — спросила она своего консультанта через несколько дней.

— Если вы хотите получить прибыль от спада цен на рынке акций, вы можете воспользоваться этим самым фондом.

— А это не рискованно?

— Не более рискованно, чем вложение в нормальный индексный фонд при бычьем рынке. Впрочем, главное, что я хочу отметить, это то, что прежде чем вы воспользуетесь обратным индексным фондом как страховкой, я бы рекомендовал вам просто купить его акции и поддержать их, помните?

— Конечно, в качестве противовеса.

— Противовеса? Да, правильно! Но учтите, что такая стратегия может привести вас к неприятностям. Чтобы как-то контролировать свой риск, вам нужен более гибкий подход. Вам понадобится выработать принципы выхода из игры, чтобы избавиться от своего вложения, когда рынок развернется. Такой подход рекомендуется в качестве стратегии хеджирования. А при спекулятивной игре он просто *необходим*.

— Почему я не могу просто держать акции обратного фонда, пока мы находимся в условиях медвежьего рынка, а затем продать, когда медвежий рынок закончится?

— Есть две причины: во-первых, никто не может знать наверняка, когда закончится медвежий рынок, пока не пройдет довольно много времени после наступления этого факта. Во-вторых, в процессе падения обязательно будут возникать резкие или долгие откаты рынка, которые могут принести вам большие потери, чем вам хотелось бы допустить. Помните, что пользуясь обратным индексным фондом, вы делаете ставку на то, что рынок акций пойдет *вниз*. Когда рынок поднимается, ваше вложение будет падать в цене.

Она почувствовала разочарование.

— Но ведь вы были *абсолютно правы* относительно рынка, в то время как все остальные *так ошибались!* Когда вы решите, что вот-вот произойдет крупное оживление, или посчитаете, что мы упадем на самое дно, не могли бы вы просто позвонить мне и дать мне знать?

Вместо ответа на вопрос он наклонился вперед, положив руки локтями на стол и опустив подбородок на ладони. Его глаза смотрели прямо на Линду, но его мысли были где-то далеко. После довольно долгой паузы он убрал одну руку от подбородка на несколько дюймов и показал указательным пальцем на книжный шкаф прямо у нее за спиной.

— Видите эту тонкую книжицу рядом с испанским словарем? — спросил он.

— Вижу.

— Почему бы вам не вытащить ее на секунду?

Она повернулась на стуле почти кругом и, вытащив книжку, осмотрела переплет, а затем снова повернулась к консультанту.

— Вот эту? «Цифровая неграмотность»\*?

— Да! Ее автор, Джон Аллен Паулос, показывает, как наше общество может быть очень грамотным, когда речь идет о буквах, но безграмотным, когда речь идет о статистике и числах. Он учит обычного человека *не поддаваться обману* по причине сознательных искажений или неточностей, вызванных ленью, при численных доказательствах.

— Как, например?

— Это может быть директор компании, который лжет в своей бухгалтерской отчетности, или это может быть человек, играющий роль пророка. Как вы думаете, почему так много людей позволили легко себя обмануть произвольно выбранными «данными» или покрытыми помадкой «выводами» аналитиков Уолл-Стрит? В основном, по причине цифровой неграмотности! Именно поэтому слишком многие инвесторы подчас поклоняются биржевым гуру, веря в их непогрешимость, словно это какие-то полубоги.

Линда нахмурилась, выговаривая самой себе за свои ошибки.

— Да. Черт возьми, я сама такая, — сказала она и на мгновение мысленно вернулась ко всем тем случаям, когда ее обманывал бывший брокер.

Консультант покачал головой.

— Нет-нет. Вы неправильно поняли мое замечание. Я хочу сказать, что человек, сидящий сейчас перед вами, ваш покорный слуга, иногда оказывается виновным в субъективном, недостаточно точном прогнозе... и что как раз *вы* делаете большую работу, стремясь к точности.

Она была искренне удивлена.

— Я? Почему вы так думаете?

## Стремитесь к точности; ожидайте ошибок

— Вы доказали мне это несколько месяцев назад, помните? «Кратковременный подъем», помните? Как вы заставили меня дать

### ИЗВЛЕЧЕНИЕ ПРИБЫЛИ ОТ ПАДЕНИЯ ОБРАТНОГО ИНДЕКСНОГО ФОНДА

Обратный индексный фонд — фонд, действующий таким образом, что стоимость его акций повышается, когда фондовый индекс понижается, — является хорошим вложением для ваших средств, если вы хотите ограничить свой портфель акций от потерь при длительном медвежьем рынке (см. главу 11, где даются необходимые указания).

Однако, если ваша цель состоит в использовании обратного индексного фонда только для того, чтобы получить прибыль от падения рынка, стратегия «покупай-и-сохраняй» не годится. Основание: при оживлении рынка вы можете потерять свои деньги, а оживление на фоне медвежьего рынка может быть особенно резким; часто оно начинается, когда приходят самые плохие новости и вы меньше всего ожидаете роста.

Ниже излагается простая процедура, которая поможет вам определить, когда нужно вкладывать деньги в обратный индексный фонд, а когда оставаться в стороне. Конечно, эта процедура не является совершенной; тем не менее, она поможет вам захватить основную часть возможных прибылей от падения рынка, а также защитит вас от убытков.

*Примечание редактора.* Приводимые автором далее шаги, хотя и относятся к конкретным акциям, вероятность приобретения которых российскими инвесторами близка к нулю, вместе с тем описывают общие принципы использования двух индикаторов технического анализа («Моментум» и MACD<sup>76</sup>), применимые к любым ликвидным акциям. Просто подставьте вместо «Rydex Urca Fund» название интересующей вас «русской» компании и используйте график движения ее акций.

**Шаг 1.** Наведите справки о фонде Rydex Urca Fund, описанном в главе 11 в разделе «Защита от кризиса».

**Шаг 2.** В Интернете зайдите на сайт [www.bigcharts.com](http://www.bigcharts.com)<sup>76</sup>.

**Шаг 3.** В верхней части экрана вы увидите поле с надписью «Enter Symbol/keyword» (Введите символ/ключевое слово). В это поле введите символ Rydex Urca, а именно RYURX.

**Шаг 4.** Вы увидите график цен на акции Rydex Urca за один год. Теперь щелкните по красной кнопке под названием «Interactive Charting» (Интерактивный график) в верхней части экрана. С левой части экрана появится новое меню.

**Шаг 5.** Расширьте меню, нажав на каждую из четырех кнопок: time frame (временная граница), compare to (сравнить с), indicators (индикаторы) и chart style (тип графика). Затем выберите следующие значения переменных:

Time (время) = 6 months (6 месяцев).

Frequency (частота) = Daily (ежедневно).

Index (индекс) = None (никакого).

Moving Average (скользящее среднее) = SMA и 20.

Upper Indicator (верхний индикатор) = None (нет).

<sup>76</sup> Для российских акций можно использовать сайт <http://ta.rbc.ru/> или другие ресурсы, предоставляющие возможность проведения интерактивного технического анализа. — *Примеч. ред.*

Lower Indicator 1 (нижний индикатор 1) = MACD.

Lower Indicator 2 = нет.

Lower Indicator 3 = нет.

**Шаг 6.** Прокрутите до верхней части экрана и щелкните по кнопке «Draw Chart» (Нарисовать график). Вы увидите набор из двух графиков с двумя линиями каждый:

Верхний график

- ✓ Rydex Ursa или «RYURX Daily» (черная линия).
- ✓ 20-дневное скользящее среднее из значений Rydex Ursa или «SMA (20)» (золотая линия). Оно показывает краткосрочный тренд.

Нижний график

- ✓ «MACD (12,26)» (голубая линия). Эта линия показывает осциллятор «момент»<sup>77</sup> для Rydex'a, который можно использовать, чтобы помочь вам определить время приобретения акций фонда и их продажи.
- ✓ «MACD EMA (9)» (коричневая линия). Этот индикатор подобен предыдущему.

**Шаг 7.** Раз в неделю (лучше всего в конце недели) возвращайтесь на этот сайт и повторяйте шаги 5 и 6. Каждый раз задавайте следующие два вопроса, записывая для каждого «да» или «нет».

- ✓ На верхнем графике: находится ли Rydex Ursa (черная линия) выше 20-дневного скользящего среднего (золотая линия)?
- ✓ На нижнем графике: находится ли «MACD (12,26)» (голубая линия) выше «MACD EMA (9)» (коричневая линия)?

**Шаг 8.** Решите, какие следует предпринять действия.

- ✓ Если ответ на оба вопроса будет «да» и у вас есть средства, чтобы позволить себе рискнуть ради получения прибыли в условиях кризиса рынка акций, покупайте акции фонда Rydex Ursa. В противном случае не покупайте.
- ✓ Если ответ на оба вопроса будет «нет» и у вас есть акции фонда Rydex Ursa, продайте их целиком.
- ✓ Если ответ на один из вопросов будет «да», а на другой — «нет», не предпринимайте в этот раз никаких действий. Если у вас есть акции фонда Rydex Ursa, сохраняйте их. Если у вас нет акций Rydex Ursa, то не покупайте их.

вам намного более точное определение? Вы поймали меня, а затем отравили в нокаут! Туше! Это было *великолепно!* Вот что вы должны делать с любым биржевым гуру или советчиком.

— Например?

<sup>77</sup> Осциллятор «момент» — осциллятор, который вычисляется как разница между значениями цены за определенный временной интервал. Сигналами служат понижения и повышения моментов относительно нуля, а также пересечения графика момента с нулевым уровнем. — *Примеч. ред.*

— Например? Скажем, ваш гуру предсказывает, что рынок упадет после некоторого оживления. Люди видят, что рынок поднимается, затем они видят, что рынок идет вниз. И вот они говорят: «О-о! Этот парень просто гений!» Но рынок *всегда* колеблется вверх и вниз, разве не так? Даже если он сначала пойдет вниз, и лишь *затем* оживится и снова упадет, этот гуру может заявить, что предсказывал именно это. Он всегда выпутается, потому что он никогда не скажет вам точно, сколько и когда. Главное, вы никогда не должны просто слепо следовать за кем-то — за мной или за кем-нибудь другим. Мораль же этой истории такова: Стремитесь к большей точности! А затем ожидайте неизбежных ошибок.

— «Стремитесь к точности»? «Ожидайте ошибок»? Хм-м. Звучит знакомо. Но как же защитить себя от этих ошибок?

— Использовать самоотключающееся устройство, которое освободит вас от вложений, если вы ошиблись..., а затем вернет их обратно, так что вы не упустите новый шанс. Для этого я даю вам еще один комплект инструкций под названием «Прибыль при кризисе от обратных индексных фондов». Если вы решите последовать этим инструкциям, то постарайтесь действовать осторожно. Идет?

— Идет.

— Одно последнее слово: этот метод тоже подвержен ошибкам.

— Знаю, — ответила она. — Никаких гарантий.

## Совпадение желаний сторон

После похорон Джонстон позвонил консультанту, про которого ему рассказала Линда, и пригласил его к себе домой. Уже через несколько часов они встретились у закрытого от посторонних взглядов бассейна, как раз в том месте, где вчера вечером стоял и жестикулировал Гэбриэл.

Они беседовали об экономике, рынках, стратегии вложений. После того как он столько лет сторонился встреч с мелкими акционерами, бывший главный исполнительный директор был рад возможности увидеть мир с точки зрения рядового инвестора.

Джонстону было интересно узнать, что опционы, — которые в его мире применялись для поощрения топ-менеджеров, — использовались инвесторами для того, чтобы оградить себя от риска или для получения спекулятивных доходов. Какая ирония, подумал он. Колл-

опционы были оружием, которое предпочиталось главными исполнительными директорами, чтобы обирать инвесторов. А пут-опционы использовались некоторыми из тех же инвесторов, чтобы отплатить той же монетой большим компаниям и отомстить им в полной мере — *плюс* еще и как шанс для получения прибыли при падении рынка.

Он был изумлен тем фактом, что никогда не слышал об обратных индексных фондах, хотя они уже были столь развиты.

Его особенно восхитило страстное желание консультанта помогать инвесторам — критически важный аспект, который досадно отсутствовал в его предложениях по реформе, которые он набрасывал с целью представить их в SEC (Комиссия по ценным бумагам и биржам), NASD (Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам), NYSE (Нью-Йоркская фондовая биржа) и в администрацию штата Нью-Йорк.

Когда угасло отражение солнца в воде бассейна, он, извинившись, вышел на минуту в свой кабинет, обозревая бассейн с востока. Он распечатал два экземпляра черновика своих предложений и быстро вернулся. Они вместе прочли их, не замечая, что уже начало темнеть.

Жена Джонстона принесла чай со льдом и включила наружные фонари, в то время как они делали заметки на полях черного проекта. Консультант посоветовал вставить в текст более ясный призыв к инвесторам о необходимости действовать.

Через несколько дней Джонстон пригласил консультанта присоединиться к нему в комитете в качестве сопредседателя, но последний отклонил это приглашение, сказав, что предпочитает участвовать в проекте анонимно, помогая Джонстону и комитету со стороны. Он готов по мере необходимости помогать непосредственно Джонстону при подготовке его речей и докладов, но не видит пользы от использования его имени.

А тем временем комитет уходил в жесткую оборону от нападений со всех сторон. Казалось, единственной заботой Уолл-Стрит было удержание рынков от падения, а единственный интерес к реформе сводился к тому, чтобы убрать контролеров из-за своей спины.

В то же время, предложения комитета по реформе, будучи доложены регулирующим агентствам, наткнулись, в основном, на глухую стену. Ответ сводился к тому, что «мы это уже делаем» (когда на самом деле не делалось ничего), либо «у нас это уже в стадии разработки» (чего никто не мог подтвердить).

В ответ на это Джонстон решил обойти регулирующие органы и обратиться напрямую к инвесторам. Консультант взял его предыдущий

черновик и полностью переписал речь, добавив конкретные инструкции для инвесторов.

Всего через несколько дней они сняли и оборудовали помещение для проведения семинара, который должен был состояться в среднем Манхэттене. На нем должны были присутствовать сотни инвесторов, а C-Span<sup>78</sup> должна была транслировать его на всю страну. Из вежливости были посланы приглашения руководителям SEC, NASD, NYSE и нескольким главным прокурорам штатов, хотя Джонстон всерьез не ожидал прибытия кого-нибудь выше среднего ранга.

Однако в назначенный день Джонстон с приятным удивлением увидел знакомые лица кое-кого из высших чиновников, сидящих за столом для участников дискуссии рядом с подиумом. Он был также счастлив увидеть камеры от CNN Financial News и CNBC, оттеснявшие друг друга за лучшую позицию позади C-Span.

Оливер Даллес представил аудитории Джонстона как основного докладчика, в то время как Джонстон смотрел в зал. Зал был полон. Десятки людей всех возрастов — особенно джентльмены в возрасте за пятьдесят — стояли в проходах или сидели на полу. Еще больше сотни толпились в холлах, стремясь войти. Он заговорил, сначала мягко, затем со все возрастающей энергией...

— Не так давно в корпоративной Америке и на Уолл-Стрит произошло четыре небольших, но очень тревожных события.

Первое: в тысячах американских компаний были состряпаны липовые активы... огромные издержки спрятаны... а прибыли преувеличены.

Второе: мы погрузились в долги по самые уши — и по многим из них нет даже надежды на выплату.

Третье: Уолл-Стрит наградил высокими рейтингами, склоняющими инвесторов к покупке, многие из самых ненадежных компаний.

Четвертое: практически каждая из брокерских фирм, рекламирующих эти ненадежные компании, собрала с них крупные гонорары за размещение их акций и консультирование... ссудила им миллионы долларов... или состязалась за их будущий бизнес.

Это было самое крупное нарушение доверия в современную эпоху. Ничего не подозревающие инвесторы были преданы. Триллионы дол-

<sup>78</sup> C-Span — (Cable Satellite Public Affairs Network) — Общественно-политическая кабельная телесеть. Некоммерческая сеть кабельного телевидения. Создана в 1979 г.; частично финансируется кабельными компаниями. Ведет прямые передачи заседаний Палаты представителей Конгресса. — *Примеч. ред.*

ларов — сбережения всей жизни и деньги американцев, отложенные на старость — были превращены в мусор.

Я тоже был частью этого мира. Сейчас я изменился. Я стал одним из главных раздражителей Уолл-Стрит. Я поклялся, что независимо от того, сколько сильных врагов я наживу, всегда буду бить тревогу, когда увижу, что ваше благосостояние находится под угрозой.

Но сейчас настало время сделать больше — нам необходимо справиться с огромными проблемами.

С неслыханными надувательствами инвесторов такими столпами Уолл-Стрит, как фирмы *Merrill Lynch, Morgan Stanley, Salomon Brothers...*

С нескончаемым потоком вновь открытой крупномасштабной бухгалтерской лжи в компаниях, подобных *WorldCom, Xerox, Tyco*, и даже в нескольких федеральных агентствах...

С очень реальной угрозой новой волны внезапных банкротств, подобных банкротствам компаний *Kmart, Adelphia* и *United...*

То доверие, которое вы когда-то имели к нашим финансовым рынкам, быстро исчезает.

Это не просто кризис. Это угроза всему нашему будущему — как инвесторам, так и всем гражданам.

Может быть, если бы эти бесчестные компании и брокеры, разоблаченные до сих пор, были единственными, то потрясение и растерянность на рынке в конце концов улеглись бы.

Или, возможно, если бы компании, недавно объявившие о своем банкротстве по статье 11, были в числе *последних* «паршивых овец», мы смогли бы увидеть свет в конце тоннеля. Но нет, *барабанный бой потрясающих разоблачений едва начался!*

Рассмотрим следующие факты.

Пока что власти опубликовали изобличающие доказательства только против нескольких крупных брокеров. Но они проводят новые расследования широко распространенного обмана с рейтингами в *десятиках* крупных брокерских компаний Уолл-Стрит.

Пока что мы слышали о бухгалтерских неточностях лишь у нескольких десятков корпораций. Но тот факт, что большая часть самых худших манипуляций считалась «законными» действиями, ведет к неопровержимому выводу о том, что еще *тысячи* компаний занимались фальсификациями.

Пока что мы видели банкротство нескольких сотен акционерных компаний, но еще тысячи других стоят в очереди.

Вероятно, понадобится много месяцев, прежде чем будут разоблачены все преступления, связанные с бухгалтерской отчетностью,

а компании, бьющиеся за признание себя банкротами, признают себя побежденными. А тем временем, день за днем, каждое новое разоблачение и разорение будут углублять кризис доверия.

Все вы как инвесторы уже сыты этим по горло, и это вполне объяснимо. Есть предел того, что вы можете вынести — невидимый психологический барьер, который, будучи раз нарушен, не может быть восстановлен. Если не предпринять ничего сейчас, то доверие нынешнего поколения к Уолл-Стрит будет уничтожено навсегда.

Что же может предотвратить это зловещее будущее?

Мне бы хотелось сказать вам, что *политики* намереваются что-то предпринять, но слишком многие из них боятся потерять вклады Уолл-Стрит в их избирательные кампании или слишком озабочены тем, что их могут обвинить в рыночном спаде.

Мне хотелось бы верить, что крупные *фирмы с Уолл-Стрит* исправятся добровольно, но вместо этого, даже после их недавних обещаний больше не повторять своих ошибок, они использовали множество мощных лоббистов, чтобы раздавить любые попытки внесения изменений в законодательство, которые могли бы заставить их придерживаться своих обещаний.

Мне хотелось бы сказать вам, что наши *регулирующие органы* добьются успеха в разоблачении правонарушителей или установят новые правила, которые гарантируют честное обращение с вами. Но горькая правда состоит в том, что многие регулирующие органы долгие годы знали о существующих конфликтах интересов и почти ничего не предпринимали.»

Я бы хотел сказать вам, что хотя бы одна единственная *брокерская фирма* имела мужество выступить и сказать: «Вы правы. Мы лгали и обманывали, украли миллиарды долларов у ничего не подозревавших инвесторов. И сейчас мы добровольно расплатимся за наши преступления.»

Но никто не признается — даже когда они схвачены за руку. Кажется, что *никого* не беспокоит тот факт, что с каждым отрицанием своей вины и фальсификацией фактов они все больше убеждают инвесторов, что Уолл-Стрит — это обман.

Давайте посмотрим в лицо сложившейся ситуации: бесчестные брокеры и руководители корпораций не боятся Конгресса — они думают, что все давно куплено и оплачено. Не чувствуют они страха и перед SEC (Комиссия по ценным бумагам и биржам). Большинство считает эту организацию беззубым тигром. Не боятся они и NASD (Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам) — ассоциации,

которая, как они считают состоит в основном, из крупных брокеров, создана крупными брокерами и существует для крупных брокеров.

Но все-таки есть кое-кто, кого они боятся — кое-кто, кто нажимом нескольких кнопок на телефонном аппарате или щелчком мыши может оставить серьезную вмятину в их бизнесе. Кое-кто, кто может помочь их самым страшным конкурентам — горстке честных фирм, которые редко или никогда не поддаются искушению обмануть вас, — намного превзойти их.

Эти люди, леди и джентльмены, — вы.

В ту минуту, когда вы — и тысячи других инвесторов, которых заботит финансовое будущее этой страны, — заставите себя услышать, их наглость растет.

В данный момент самые бессовестные брокеры и топ-менеджеры не слишком боятся вас. Они считают вас стадом овец: слишком робкими, слишком спокойными, слишком тупыми, чтобы применить ту власть, которую вы имеете над ними. Я хочу, чтобы вы доказали им, что они ошибаются. Я хочу, чтобы вы прямо сейчас предприняли вместе со мною следующие шесть действий.

*Ваше первое действие:* продайте самые ненадежные акции *прямо сейчас!*

Этим вы сделаете больше, чем вы можете себе представить, — внесете страх Божий в головы их главных руководителей. Но чтобы получить наилучшие результаты, продайте их умно, так, как это сформулировано в нашем раздаточном материале.

*Ваше второе действие:* вложите ваши деньги в безопасные активы!

*Ваше третье действие:* переведите ваш счет в другое место! Если хотя бы один-единственный ваш доллар вложен в одну из тех брокерских фирм, что перечислены в нашем перечне «Зал брокерского позора», то я считаю, что вы должны серьезно подумать о закрытии вашего счета. Вы окажете себе не одну, а целых *две* огромных услуги.

Первая: забрав свои деньги из брокерских фирм, имеющих худшую репутацию, вы избежите опасности злоупотребления интересами инвесторов, получения плохих советов или даже финансовых проблем с этой фирмой.

Вторая: вы пошлете этим брокерским фирмам четкое и ясное послание: «Очиститесь от грязи!»

Затем переведите свои счета в одну из фирм, подобных тем, что перечислены в документе «Зал брокерской славы». Этим вы воздадите должное фирмам, имеющим лучшую репутацию, и обеспечите своим средствам наибольшую сохранность.

*Ваше четвертое действие:* защитите ваши активы! Убедитесь, что ваши вложения находятся в безопасном месте, что поможет вам защитить свой капитал от падения цен.

*Ваше пятое действие:* теперь поставьте себя в позицию, которая позволит вам извлечь действительный доход из падения рынка.

Этот шаг доступен не каждому. Тем не менее, если у вас есть какие-либо деньги, которые вы можете позволить себе потерять, и дисциплина, чтобы избежать сверхрасходов, то у вас есть возможность получить существенный доход во время падения цен на рынке с риском, строго ограниченным той суммой, которую вы инвестируете. Когда рынок достигнет нижнего предела, у вас будет больше денег для инвестиций в лучшие компании при минимальных ценах, для своего вклада в начавшееся оздоровление рынка.

*Ваше шестое действие:* присоединяйтесь к нам в нашей миссии покончить с обманом на Уолл-Стрит. Поддержите наш призыв «защитим инвесторов и восстановим доверие!»

В дополнение к этому наш комитет призывает к проведению радикальных реформ в области бухгалтерского учета, чтобы иметь возможность получать намного более точную картину финансового состояния компании. Мы требуем, чтобы Совет по стандартам финансового учета (Federal Accounting Standards Board, FASB)<sup>79</sup> немедленно прекратил свое потворствование фальсификациям, прекратил отступать всякий раз, когда он встречает сопротивление осмысленным реформам.

Мы требуем, чтобы все стороны — руководители корпораций, аудиторы, инвестиционные корпорации и брокеры — немедленно прекратили любые действия, которые оказались скомпрометированы конфликтами интересов. По отношению к бухгалтерским фирмам это означает четкое и полное разделение консалтинга и аудита. По отношению к фирмам Уолл-Стрит это означает столь же четкое и полное разделение между инвестиционной деятельностью и экономическими исследованиями.

Мы требуем полного и конкретного признания от всех фирм, которые еще не отделили своих продавцов акций от своих экономистов-аналитиков. Если у них имеется конфликт интересов, они обязаны рассказать вам об этом во всех существенных и конкретных деталях.

Мы требуем полного описания всех скрытых рисков. А это включает необходимость рассказать все — о своих долгах и об особых обяза-

<sup>79</sup> Совет по стандартам финансового учета (Federal Accounting Standards Board, FASB) — независимый орган по разработке принципов бухгалтерского учета. Создан в 1973 г. — *Примеч. ред.*



тельствах в виде деривативов. Это также включает необходимость четких указаний на то, какие из деривативов созданы для защиты, а какие для спекуляции — каковы их условия и количество.

Мы призываем Конгресс, Администрацию и регулирующие органы полностью поддержать эти требования. Однако как только правительство выполнит свою часть — установит правила честного ведения дела и обеспечит все условия для того, чтобы вы имели всю информацию, которая вам нужна для принятия решений, — мы будем просить правительство предоставить рынку возможность делать свою работу самостоятельно. Вы и есть этот рынок. В конечном счете, вы можете делать эту работу лучше, чем любой бюрократ.

Эти шаги нужны *сейчас* для того, чтобы восстановить веру в рынок. Если эта вера не будет восстановлена, кризис доверия будет не только развиваться по спирали, не поддающейся контролю, но и уменьшать шансы на конечный подъем.

Одна из лучших возможностей получения прибыли состоит в том, чтобы покупать акции и ценные бумаги хороших компаний в правильное время за долю их пиковой стоимости. Но как вы можете сделать это без страха, если весь рынок все еще является выгребной ямой коррупции и обмана? Эти великие инвестиционные возможности вложений могут никогда не реализоваться, если мы не объединим свои усилия и не начнем действовать прямо сейчас.

Это послание достигло сотен тысяч инвесторов. Но миллионы их не обратили на него никакого внимания. Так же, как и большинство лидеров страны.

#### ЗАЛ БРОКЕРСКОГО ПОЗОРА

*Prudential Securities*

*Ameritrade*

*U.S. Bancorp Piper Jaffrey*

Фирма *Prudential* считалась самой худшей по числу судебных дел, возбужденных против нее в период с 1997 по 2001 гг. по сравнению с 17 другими крупными розничными фирмами; в 2002 г. не удалось снизить рейтинг двух близких к банкротству компаний до «продавать». Фирма *Ameritrade* имела рейтинг «топор» из худших по количеству возбужденных против нее судебных дел и рейтинг *C-* по надежности. Компания *US Bancorp Piper Jeffrey* — числилась третьей из числа худших по количеству возбужденных против нее дел; она дала идущим к банкротству компаниям два рейтинга «покупать» и один «сохранять». Фирма *Salomon Smith Barney* имела рейтинг *C* по надежности; она дала идущим к банкротству компаниям восемь рейтингов «сохранять». Более подробные данные можно найти на сайте [www.weissratings.com/](http://www.weissratings.com/)

#### ЗАЛ БРОКЕРСКОЙ СЛАВЫ

*Fidelity Brokerage Services (800-343-3548)*

*Edward D. Jones (313-515-4959)*

Фирма *Fidelity* имела наивысший рейтинг по минимальному числу возбужденных против нее судебных дел; имела рейтинг *B+* по надежности; низкие комиссионные; не рекомендовала разоряющиеся компании. Фирма *Edward D. Jones* имела рейтинг третьей лучшей по количеству возбужденных против нее судебных дел; имела рейтинг *B+* по надежности; не рекомендовала компании, идущие к банкротству, снизила их оценку с «сохранять» на «продавать». Для более подробных сведений посетите сайт [www.weissratings.com/crisis\\_of\\_confidence.asp](http://www.weissratings.com/crisis_of_confidence.asp).

#### ЗАЩИТИТЕ ИНВЕСТОРОВ И ВОССТАНОВИТЕ ДОВЕРИЕ!

Конгресс США, SEC, NASD, NYSE и штаты — все начали делать шаги в попытке восстановить доверие к финансовым рынкам. Но, к сожалению, их действий было недостаточно по следующим причинам:

**Проблема 1. Запоздалость.** Для многих сегодняшних инвесторов эти шаги слишком незначительны, слишком запоздалы. Инвесторы уже понесли потери объемом более 10 трлн долларов; большей частью из-за махинаций Мэйн-Стрит и Уолл-Стрит. Нельзя допустить, чтобы это когда-нибудь повторилось снова.

**Проблема 2. Поверхностность.** Продолжает существовать опасность того, что новые законы или правила будут обращены преимущественно на решение более легких задач и осуществят, главным образом, изменения косметического, успокоительного характера, вместо того чтобы обратиться к более важным, но и более сложным проблемам.

**Проблема 3. Сопротивление.** Слишком часто бывает, что если новые предложения противоречат тому, чего хочет сам реформируемый сектор, правила либо выполняются не в полной мере, либо не выполняются вообще. Обратимся к хронике событий.

- ✓ В течение всего лишь четырех лет, заканчивающихся 2001 г., было предпринято 4822 действия регулирующих органов против 612 крупных брокерских фирм. Однако, несмотря на эту деятельность, не наблюдалось устойчивого уменьшения числа злоупотреблений по отношению к правам инвесторов. Напротив, количество обращений в третейский суд, отражавшее уровень злоупотреблений по отношению к клиентам, продолжало значительно увеличиваться.
- ✓ Несмотря на согласованные действия регулирующих органов и неоднократные предупреждения бывшего председателя SEC, председателя Федерального резерва и других официальных лиц, в стране не оказалось ни одного правительственного органа, у которого была бы воля или сила, чтобы смягчить последствия бума 1990-х гг. — не говоря уж о том, чтобы предупредить последующий крах.

Ясно, что регулирующие органы *отчаянно нуждались в помощи*. У них не было — и, вероятно, никогда не будет — финансирования и персонала для

микроуправления сотнями тысяч брокеров и триллионами сделок. Поэтому лучшие защитники инвесторов — сами инвесторы, лучший регулятор рынка — сам рынок, а самый эффективный отправитель: финансовой справедливости — потребитель.

Инвесторы не могут исполнять эту функцию без информации, но, к сожалению, информация, которой располагают инвесторы, часто бывает сильно искажена. Слишком многие в этой сфере стараются набросить покров секретности для «защиты» инвесторов от того, что, по их мнению, инвесторам не следует знать.

### ОСТРАЯ НЕОБХОДИМОСТЬ ТРЕХ ТИПОВ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ СО СТОРОНЫ БРОКЕРОВ И БРОКЕРСКИХ ФИРМ

Когда вы берете в банке ссуду, то выдающий эту ссуду чиновник обязан предоставить вам полную информацию об условиях займа согласно закону «О точности сведений об условиях займа»<sup>80</sup>. Однако, когда вы ведете дело с брокером, не существует аналогичного закона о раскрытии информации. Брокер должен дать вам основную информацию по следующим трем темам.

**1. Юридическое досье.** Когда вы открываете брокерский счет, вам почти никогда не дают сведений по таким вопросам, как:

- ✓ общая история юридических действий, связанных с вашей брокерской фирмой;
- ✓ относительный показатель количества юридических действий — как, например, количество юридических действий по отношению к количеству имеющихся клиентских счетов;
- ✓ сравнение этих показателей со средними по данной отрасли.

**2. Как фирма создает рейтинги акций, а также послужной список ее экономистов-аналитиков.** В настоящее время, когда вы получаете от брокерской фирмы отчет исследователей-экономистов или рейтинги компаний (даже при выполнении недавно принятых правил):

- ✓ вы получаете очень мало информации о методах аналитика — не говоря уж о любых внешних факторах, которые могут повлиять на объективность его работы;
- ✓ вы получаете недостаточную информацию обо всех ссудах, которые брокерская фирма или ее филиалы выдали компаниям, ценные бумаги которых они вам рекомендуют;
- ✓ вы не получаете никаких сведений о других видах связей инвестиционных корпораций с этими компаниями;
- ✓ вы встретитесь с большими трудностями при попытке составить полный список а) рейтингов акций, выданных конкретным экономистом-аналитиком; б) рейтингов, выданных фирмой; в) рейтингов, выданных относительно какой-либо конкретной компании.

<sup>80</sup> Закон «О точности сведений об условиях займа» — закон, обязывающий кредиторов называть истинную процентную ставку и делать условия ссуды простыми и ясными для понимания. Принят в мае 1968 г. одновременно с законом «О защите потребительского кредита». — *Примеч. ред.*

Короче говоря, вы не получите информации, достаточной для принятия взвешенного решения.

**3. Финансовая устойчивость фирмы.** Часто бывает почти невозможно получить существенную информацию о финансовой стабильности вашей брокерской фирмы в силу следующих причин:

- ✓ как правило, частные брокеры-дилеры не публикуют своей финансовой отчетности специально для клиентов;
- ✓ акционерные финансовые корпорации, включающие в себя брокерские подразделения, не сообщают необходимой для вас информации отдельно по брокерским операциям;
- ✓ если вы хотите получить принципиально важные для вас данные по частным или акционерным фирмам, единственным их источником является офис SEC, и самое большее, о чем вы можете там попросить, это данные по десяти фирмам за один запрос;
- ✓ SEC не оказывает вам практически никакого содействия в интерпретации отчетов и почти не дает какого-либо учебного материала для самостоятельной оценки финансовой надежности брокерских фирм;
- ✓ брокеры мало или почти ничего не рассказывают вам о рисках, с которыми вы сталкиваетесь в случае банкротства фирмы.

### СТАНДАРТЫ И ПРОЦЕДУРЫ, НЕОБХОДИМЫЕ ДЛЯ ПОЛНОГО РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ

Общаясь с брокерами, вы должны настаивать на следующем:

**1. Полная информация — в контексте и в сравнении с другими брокерами и брокерскими фирмами.** Сюда входит:

- ✓ количество судебных действий, приходящихся в среднем на один клиентский счет;
- ✓ общая стоимость в долларах полученных вознаграждений и взысканий против фирмы по сравнению с общей стоимостью ценных бумаг, хранимых для клиентов;
- ✓ количество удовлетворенных жалоб по отношению к общему количеству поданных жалоб.

**2. Ясная и доступная для понимания информация, представляемая клиенту во время продажи.** Многие виды информации теоретически должны предоставляться по требованию клиентов, но на самом деле ее очень трудно получить. Вам даже не сообщают, что эта информация существует, не говоря уж о том, где ее можно получить. Необходимая информация должна быть раскрыта вам до того, как вы откроете счет, и при условии, по крайней мере, ежегодного ее обновления.

**3. Программы обучения клиентов, раскрывающие и объясняющие все главные моменты риска и возможные ошибки.** Инвесторы знают, что стоимость акций может падать. Но никто вам не говорит, что акции хорошо зарекомендовавших себя компаний, чьи названия у нас на слуху, могут падать значительно и быстро, часто уничтожая существенную часть всего вашего вложения за очень короткий отрезок времени, когда в их отношении

делаются потрясающие разоблачения. Такие события доказывают, что брокеры должны гораздо полнее предупреждать вас об этих рисках заранее — о рисках манипуляций с доходами, о рисках завышения рейтингов, рисках обмана и рисках разорения.

**4. Раскрытие информации на основе общих стандартных вопросников.** Стандартные вопросы представлены на сайте [www.crashprofits.net](http://www.crashprofits.net). Они могут послужить основой для новых законов или правил о предоставлении информации. А тем временем вы можете воспользоваться ими сами, чтобы потребовать отчета от своего брокера. Если вы их не получаете, подумайте о том, чтобы перевести ваш счет в другое место.

**5. Доступ к полному объему информации, имеющейся у административных органов относительно поведения брокерских фирм в прошлом.** Существует огромный объем ценной информации, которой вы не располагаете, поскольку ее очень трудно получить. Эта информация включает в себя, например, данные о жалобах в арбитражные органы, поданных, но не удовлетворенных, плюс другие данные, имеющиеся в NASD, SEC, NYSE и административных органах всех 50 штатов.

Главный принцип должен состоять в том, что если ответственные лица имеют информацию о вашем брокере, то вы должны иметь доступ к этой информации. Они не должны скрывать ее или держать ее за своей досягаемости. Заплатив свои налоги, вы оплатили и это право. Вы нуждаетесь в этой информации, чтобы защитить себя и рынок в целом.

**6. Строго соблюдаемые правила, неисполнение которых грозит наказанием.** В настоящее время, когда вы открываете брокерский счет, вы обязаны отказаться от многих своих юридических прав, согласившись на применение арбитражной системы. Однако безобразный секрет этой системы состоит в том, что *даже если решение выносится в вашу пользу, вам выплачивается меньше четверти присужденных вам денег.* Это положение должно быть немедленно исправлено Конгрессом. Еще до того как будет вынесено решение арбитража, брокер обязан отложить деньги для выплаты вам компенсации. Как минимум, брокер должен оплатить страховой полис по страхованию досерия. Если промышленное лобби заблокирует принятие законов, вносящих изменения в систему арбитража, инвесторам должно быть возвращено их право подавать гражданские иски.

## Глава 18

### Головокружение

Джонстон и консультант без конца рассуждали о прошлом и будущем.

Они беседовали за суши в фуд-корте<sup>81</sup> или встречались в ресторане для более изысканного обеда. Нередко они приглашали и Даллеса, который делился своими взглядами о «коллективном сознании американских лидеров», или Тамару Балмонт, которая постоянно корректировала свои сценарии, по мере того как развивались реальные события.

— Почему, — спрашивали они друг друга, — ведущие люди страны, принимающие решения, всегда так упорно сопротивляются изменениям? Почему эти лидеры закрывают глаза на происходящее? И почему те из них, кто все видит, не действуют в соответствии с тем, что видят?

И они пришли к заключению: люди, находящиеся на вершине мира, страдают от сильного приступа головокружения и боятся высоты. Они дезориентированы, боятся упасть или даже взглянуть вниз.

В своем глубочайшем подсознании эти лидеры ощущают, что забрались слишком высоко, взвалив на себя обременительный груз. Слишком много процветания, слишком быстро. Слишком много долгов, на оплату которых нет денег.

И все же их сознание восстает против самоанализа так же упорно, как они избегают глядеть вниз с крутых высот.

Джонстон считал, что никогда не бывает поздно сменить курс. Конечно, никогда не бывает слишком поздно, чтобы взять ситуацию под контроль, минимизировать долговременный ущерб и максимизировать пользу от последующего восстановления. Даже после того как кризис уже значительно развернулся, он чувствовал, что есть еще мно-

<sup>81</sup> Фуд-корт — «трактирная площадь». Зона торгового центра, где расположено множество закусок быстрого обслуживания. — *Примеч. ред.*

го возможностей вскрыть истинные риски и предпринять шаги к их устранению.

Даллес, бывший ранее оптимистом, все больше становился скептиком. Он опасался, что сценарий Б Тамары Бэлмонт окажется более вероятным. По его словам, всякий раз, когда правительство пыталось вытянуть экономику вместо того, чтобы попытаться восстановить доверие инвесторов, оно лишь внушало инвесторам самоуспокоенность. Деньги выбрасывались на ветер. Недоверие вытесняло доверие. Если правительство и дальше будет идти по этому пути, доказывал он, то оно неизбежно потеряет доверие, силу и в конце концов всякое подобие осмысленного контроля.

Они спорили почти непрерывно. Но даже в то время, пока они говорили, мировые рынки продолжали падать. Подвергалось банкротству все больше компаний. Резко выросла безработица.

## Призыв Уолл-Стрит о помощи

Круглогодичные оптимисты Уолл-Стрит помрачнели, а самые стойкие быки превратились в цыплят.

И все же большинство руководителей банков и брокерских фирм все еще цеплялись за убеждение, что президент США перед лицом масштабов этого кризиса одобрит великий и всеохватывающий план восстановления. Они верили, что правительство США «имеет власть» и что «где есть воля, там есть и способ».

Эти лидеры Уолл-Стрит чувствовали, что их моральный долг заставляет их послать делегацию для встречи с президентом, чтобы убедить его от имени признанных корпоративных гигантов Америки, души и сердца ее экономики, начать войну с падением рынков ради сохранения всего современного мира.

Пока падал всего лишь рынок акций, они допускали, что будет, пожалуй, трудно убедить президента предпринять какие-то действия. Но сейчас стали падать не только цены акций, но и цены облигаций, причем не только корпоративных облигаций, но и облигаций Казначейства США.

Для всех это было неприятным сюрпризом. Да, они могли понять, почему некоторые *корпоративные* облигации могут упасть в цене — их рейтинг мог быть понижен, некоторые из корпораций, выпустивших облигации, были на грани дефолта. Но они никак не могли постичь, почему падают облигации *Казначейства США*. Именно это па-

дение цен казначейских облигаций возбудило самые тревожные ожидания. И именно оно заставило крупнейшие фирмы Уолл-Стрит решительно попросить, почти потребовать, организовать их встречу с президентом в Овальном кабинете.

Первой из этих фирм была *Harris & Jones*, которая недавно сменила свое название на *HarrisJones*. Никому, кроме инсайдеров, не известная, эта фирма переживала серьезные финансовые трудности по причине тяжелых судебных исков и безжалостного спада рынка.

Второй из этих фирм была *MetroBank*, тоже переживавшая финансовые трудности, будучи связанной почти с каждым крупным банкротством и дефолтом последних лет.

Хотя слухов об их финансовых затруднениях не было, но *говорили* все же, что *HarrisJones* и *MetroBank* находились в начальной фазе переговоров о слиянии. И действительно, каждая из этих мегафирм рассматривала другую как своего потенциального спасителя, как новый источник капитала. Однако, поскольку они смотрели в бухгалтерские книги сквозь увеличительное стекло и могли видеть насквозь «комплексную бухгалтерию» друг друга, стало очевидно, что единственной оставшейся силой, которая могла бы предоставить им необходимый для спасения капитал, было правительство США.

Таким образом, помимо их явной миссии — спасения рынка и экономики — была у них и вторая, скрытая миссия — спасти самих себя. Их персонал установил контакт с персоналом Белого дома с целью созыва срочной встречи. Они принадлежали к самым мощным финансовым организациям этой планеты и их очень беспокоило ближайшее будущее. Президент наверняка встретится с ними.

## Внезапное приглашение

Секретарь Казначейства тоже был озабочен. Хотя он никогда не говорил об этом при посторонних, он вполне осознавал существование финансового демона, которого падающие рынки акций и облигаций неизбежно должны будут пробудить.

Председатель Федерального резерва испытывал еще более глубокую тревогу. Он чувствовал, что сделал все, что только было в его силах, чтобы предотвратить обстоятельства, которые сейчас угрожали экономике страны. Его беспокоило, что почти все средства, которые были в его распоряжении, — более низкие процентные ставки, быстро растущая денежная масса и многие другие — были подорваны или разрушались.

Эти двое — секретарь и председатель — официально не несли ответственности друг перед другом. Секретарь являлся частью Администрации; председатель — нет.

Чтобы как-то заполнить этот разрыв, эти два лица, — пожалуй, самые могущественные фигуры экономической политики в стране, неофициально встречались каждую неделю для обмена информацией и мыслями. Они расходились по многим вопросам, но между ними было очень мало разногласий в отношении одного главного принципа:

При отсутствии смертельной угрозы финансовой системе следует избегать правительственного вмешательства. Однако в экстренных случаях активное вмешательство является единственным выходом.

Но этот принцип подразумевал решение критической дилеммы: что является «настоящей крайней финансовой необходимостью», а что нет.

Ответ был связан почти исключительно с психологией массового инвестора. Если общественность относительно спокойна, принятия экстренных мер не требовалось, и несколько хороших бодрых публичных выступлений могли поправить дело. Но если общественность охвачена паникой, это почти не оставляло выбора, кроме использования тяжелой артиллерии, — сотен миллиардов долларов свежих денег, которые следует накачать в экономическую систему.

Ни секретарь, ни председатель не хотели этого. Из этого следовало, что единственным ключом к минимизации напряжения оставалось *доверие*, особенно доверие инвесторов. Но как они могли восстановить доверие инвесторов? Как могли они оживить пошатнувшееся доверие к ним самим как лидерам экономической политики страны? На этот вопрос у них не было ответа.

Так выглядела ситуация, когда в пятницу под вечер Оливеру Даллесу позвонил некто, назвавшийся заместителем секретаря Казначейства. Он передал ему для Пола Джонстона личное приглашение секретаря принять участие в коротком собрании секретариата во время уик-энда. Если все пойдет хорошо, то это собрание может привести к совещанию в Овальном кабинете в понедельник утром.

Джонстон, как отметил этот человек, заслужил широкую поддержку инвесторов. По его словам, секретарь нуждался в нем, чтобы тот мог внести в их работу свой уникальный опыт и в то же время оказать поддержку усилиям Администрации по укреплению доверия инвесторов. «В повестке дня будут все вопросы, касающиеся доверия, — сказал он, — и будут тщательно рассмотрены сценарии возможного будущего.»

— Кстати, у нас есть новый отчет по этой теме, — воскликнул Даллес почти непроизвольно. — Можем мы захватить его с собой?

Помощник нерешительно помолчал, но из вежливости ответил:

— Конечно, принесите ваш отчет. Скорее всего, он не понадобится, но беды не будет, если мистер Джонстон на всякий случай будет иметь его при себе.

Даллес поблагодарил его спокойно и неторопливо, но едва повесив трубку, вскочил со стула и бросился в кабинет Джонстона в такой спешке, что чуть не столкнулся с Тамарой Бэлмонт, которая шла в противоположном направлении.

— Подождите меня в моем кабинете, я вернусь через пять минут, — закричал он. — Сначала я должен поговорить с Полом.

Джонстон удивился, но сохранил спокойствие. Он сел и посмотрел в свое трехстворчатое окно. До сих пор ему ни разу не приходило в голову, что они располагались всего в двух кварталах от Белого дома. Ему всегда представлялось, что Белый дом находился от них на расстоянии многих миль, даже световых лет. А сейчас реальность его близости стала живее. Он сказал Даллесу, что будет говорить о своем предложении провести реформы на Уолл-Стрит, которые были отвергнуты регулирующими органами рынка ценных бумаг.

— Ладно, — сказал Даллес. — Но вы забыли об одной важной и самой срочной реформе, настолько своевременной, что она ударит их по мозгам.

— О чем это вы говорите?

— Риски кризиса и выгоды кризиса! Те два сценария, которые работала Тамара с ее помощниками. Человек из Казначейства, с которым я только что говорил, сказал, что они собираются обсуждать сценарии возможного будущего. *Это прекрасно нам подходит!* Разве вы не видите связь? Это та возможность, которую мы ждали — шанс начать процесс преодоления сопротивления и лечения хронического головокружения на вершинах власти.

Доводы Даллеса в конце концов возобладали, и он бросился обратно в свой кабинет, где его терпеливо ждала Тамара.

— Что случилось? — спросила она, пытаясь скрыть ощущение тревоги.

— Ваша «Белая книга»<sup>82</sup>. В каком она состоянии?

<sup>82</sup> «Белыми книгами» называют политические издания, которые готовятся или правительством, или оппозицией для того, чтобы изложить достоверные сведения о важных общественных событиях и процессах. — *Примеч. ред.*

- Почти закончена.
- *Почти?* Давайте же! Чего не хватает?
- Только окончательной проверки фактов, корректуры, форматирования. Ничего существенного.
- Сможете закончить все к утру воскресенья?
- Вы что, смеетесь? Это же огромный объем информации. Нужна по крайней мере неделя, — потребовала она.

Он попросил ее не беспокоиться и пообещал мобилизовать весь персонал. Если нужно, он привлечет помощь со стороны. Он даже даст ей несколько дополнительных часов. В ответ на это она разделила свой отчет на три части и поручила определенные задачи каждому из своих помощников, которые были уже знакомы с проектом.

Но рабочей силы все равно было недостаточно. Поэтому, пока Джонстон был на встрече с персоналом Министерства финансов, Даллес призвал к работе всех, кого только смог найти. Консультанту Линды поручили проверять факты в разделе о порочных кругах. Сама Линда тоже нашла себе важную задачу — проверить статистические данные, лежащие в основе графиков изменения индекса Dow.

У Даллеса тоже нашлась важная задача — объединить два отчета комитета — «Защитить инвесторов и восстановить доверие» и «Риски кризиса и выгоды кризиса» — в одну единую «Белую книгу».

В понедельник, в 10:30 утра, когда Джонстон сел в лимузин, чтобы проехать через два квартала к Белому дому, Даллес сбежал по лестнице, чтобы перехватить шефа и передать ему экземпляры «Белой книги» комитета. Теперь у нее было новое название: «Выгоды кризиса».

## Глава 19

### Большая помощь

*После тайной встречи группы по защите от спадов, проходившей при закрытых дверях с участием президента, секретаря Казначейства, председателя Федерального резерва и председателя SEC — трем бывшим или настоящим деятелям Уолл-Стрит было предложено принять участие в совещании. Это были: главный директор Harris Jones, главный директор MetroBank и Пол Джонстон, председатель CECAR.*

**Секретарь Казначейства.** Джентльмены, мы подошли к критической точке. Рынок акций тонет, и все наши усилия по укреплению экономики не дают результатов. Мы провели снижение налогов, но это почти ничего не дало. Федеральный резерв срезал краткосрочные процентные ставки практически до нуля, но и это также не имело успеха.

По странной иронии судьбы, наши экономисты все время говорили нам, что большинство фундаментальных факторов указывают на уверенное восстановление экономики. У нас самая низкая инфляция и самые низкие процентные ставки за десятилетия. Мы накачали в банковскую систему больше ликвидности, чем в любое время за последние 30 лет. Но несмотря на предпринятые меры, рынок акций все равно продолжает падать. Рынок акций — это наша ахиллесова пята, и он очень беспокоит нас.

Однако чего не понимает большинство людей, это того, что еще большая угроза таится не в рынке акций. Это рынок облигаций и в конечном счете сам доллар. Впрочем, в данный момент позвольте мне заострить ваше внимание на воздействии на экономику рынка акций.

Все мы помним, что пару лет назад, открывая свои отчеты о брокерских операциях, потребители чувствовали упоение богатствами и тратили свои бумажные прибыли на недвижимость, внедорожники, продукты высоких технологий и тому подобное. Потребитель был последней опорой экономики.

А сейчас большинство из них даже не *открывает* свои отчеты о брокерских операциях, и мы опасаемся, что, несмотря на временные покупательские бумы, они, как черепахи, могут скоро спрятаться под панцирь. Мы опасаемся, что падающая стоимость портфелей их акций может привести к тому, что они останутся, лишив, таким образом, нацию последнего оплота, последнего луча надежды на подъем. Уже сейчас сокращаются рабочие места. Уже сейчас собственный капитал домохозяйств упал за последний квартал на 1,4 трлн долларов. Американцы стремительно беднеют.

Таким образом, сегодня мы стали перед лицом беспрецедентного ряда срочных вопросов: действительно ли перед нами чрезвычайное финансовое положение — настало ли время объявить войну падению на рынке акций и ослаблению экономики?

Если мы ответим «да», то следующим вопросом будет — можем ли мы использовать наши традиционные средства? Или мы должны применить нетрадиционное оружие? В частности, следует ли нам обойти наши стандартные действующие процедуры и перелить общественные средства прямо в сундуки американских корпораций путем открытой покупки их ценных бумаг? *Должны ли мы покупать акции, чтобы поднять индекс Dow?*

**Председатель Федерального резерва.** Я убежден, что это совсем не ужасное чрезвычайное положение. У нас были банкротства, но это не ново. У нас происходит падение цен акций и облигаций. Но это много раз происходило и раньше. В течение пары дней я не разговаривал с членами совета или членами FOMC — Федерального комитета по открытому рынку (Federal Open Market Committee) — но я довольно хорошо представляю себе, что они сказали бы, если бы сегодня присутствовали здесь.

**Секретарь Казначейства.** И что бы они сказали?

**Председатель Федерального резерва.** Были бы, вероятно, некоторые разногласия по отношению к первому вопросу — является ли это чрезвычайной ситуацией или нет. Тем не менее не было бы никаких разногласий в выборе механизма реагирования на любое чрезвычайное положение: они бы призвали к тому, чтобы все ассигнования вливались строго через стандартные каналы Федерального резерва, а именно — через систему банков. Они бы строго предупредили *против* любой попытки обойти систему банков при покупке обыкновенных акций. Такие радикальные шаги рассматривались бы как излишние и опасные.

**Президент.** В каком смысле опасные?

**Председатель Федерального резерва.** Чтобы проиллюстрировать опасности, я перенесу вас в Японию середины сентября 2002 г. Именно тогда было объявлено, что Банк Японии собирается покупать акции на бирже города Токио, чтобы оживить их рынок и помочь укрепить портфели акций японских банков, находящихся на грани банкротства. Nikkei очень даже укрепился, но через несколько дней, в пятницу 20 сентября, рынок облигаций японского правительства развалился. По существу, они впервые просто не могли найти достаточно покупателей для проведения аукциона по продаже своих облигаций! *Аукцион правительственных облигаций второй из самых мощных экономик мира провалился!\**

Инвесторы японских облигаций объявили забастовку покупателей. Инвесторы — и в Японии и во всем мире — решили, что не станут одалживать деньги правительству, которое собирается использовать эти деньги для покупки акций тонущих компаний.

В итоге, меньше чем через неделю, 26 сентября 2002 г., весь выигранный, достигнутый прежним заявлением правительства, был потерян.

Джентльмены, вы осознаете, насколько это важно и насколько зловеще, когда, я повторяю, вторая крупнейшая экономическая сила в мире — не в состоянии найти достаточно покупателей для своих государственных облигаций?!

Берегитесь, если вы попросите нас сделать сегодня то же самое, если я и другие члены собрания дадут указание Федеральному резервному банку Нью-Йорка начать покупать обыкновенные акции по поручению правительства США, — все мы столкнемся с аналогичной ситуацией.

Вот почему я решительно против прямого вмешательства и почему я предлагаю вам сначала обратиться к первоначальным причинам кризиса, а *лишь затем* рассмотреть вопрос о вмешательстве — но только через *традиционные* каналы.

(Главные директора *HarrisJones* и *MetroBank* издали ропот протеста и покачали головами. Они чувствовали, что не осталось времени для дальнейшего изучения вопроса. Они считали, что не осталось достаточно времени для накачивания денег через регулярные каналы. Напротив, прямое и мощное вмешательство правительства было именно тем лекарством, о котором они прибыли просить.)

**MetroBank.** Господин председатель, со всем должным уважением я ставлю под вопрос ваши доводы о значении для нас японского опыта, который вы только что описали. Япония прошла 12-летнюю депрессию, а мы — нет. Их банки — в хаосе, наши — нет.

Кроме того, мы *уже знаем*, что заставляет падать рынок акций, Это падающее доверие инвесторов. Как можно лучше укрепить доверие инвесторов, если не вложением денег правительством США туда, где находится их рот — то есть начать покупку акций? У нас есть сила. У нас есть ресурсы. Если когда-либо и было время — момент — в истории, чтобы мудро использовать эту силу, то этот момент наступил именно сейчас.

Мы стоим перед угрозой потери 6 трлн долларов общей стоимости акций, входящих в индекс Nasdaq, плюс еще 4,5 трлн долларов потерь в акциях компаний, зарегистрированных на Нью-Йоркской бирже, — все вместе это составит потерю национального богатства в размере 10,5 трлн долларов. Вот что подрывает доверие к рынку акций. Вот что подтачивает экономику!

Теперь рассмотрим конечный результат, к которому мы придем, если это будет продолжаться. Гораздо более глубокий спад, может быть, даже депрессия. Вышедший из-под контроля бюджетный дефицит, плюс, вероятно, — я осмеливаюсь сказать, *вероятно*, — расплавление других финансовых рынков. Хотим мы пойти на такой риск? Хотим мы пойти на вытекающий отсюда риск угрозы для безопасности нашей родины? Конечно, нет.

По моему скромному мнению, мы не должны дальше тратить свое время на бесполезный поиск причин. Мы должны перейти к действиям — немедленным действиям.

**Джонстон.** Мне было бы интересно узнать, какие действия вы имеете в виду. И все же я хочу с самого начала прояснить, что *истинные* силы, стоящие за падением рынка акций, это не то, что вы думаете. Бум на рынке акций и, я бы сказал, экономический бум, опирались, главным образом, на фундамент лжи и вероломства. Чтобы разрушить его, не требуется крупного экономического события типа спада экономики. Не требуется даже внешнего события вроде нападения террористов или войны. Все, что требуется, чтобы завалить карточный домик, это проявление одной всегда присутствующей силы — правды. Правды о прибылях, о бюджете, об экономике. Объявляется правда, и все рушится. Без восстановления правды вы *никогда* не возродите доверия.

(Джонстон окинул взглядом комнату, чтобы увидеть реакцию, но казалось, что эти его замечания натываются на каменную стену.)

Мощный фасад компании *Enron* маскировал ком лжи. Как только рухнул этот фасад, мгновенно обрушилось все здание. Мощный фасад силы и могущества компании *WorldCom* маскировал еще большее

сплетение лжи. Как только она открылась, вся мощь компании тоже исчезла — мгновенно.

И вот я спрашиваю, какая часть федерального бюджета маскируется бухгалтерией, ведущейся в стиле *Enron*? Какая часть нашей экономики поддерживается аналогичными подпорками?

**Секретарь Казначейства.** Все мы осознаем, что *WorldCom* преувеличила доходы на 3 млрд долларов. Мы отлично знаем, что эти 3 млрд представляют собой крупнейший корпоративный обман за всю историю страны. Но регулирующие органы приняли строгие меры, чтобы предотвратить повторение этого в будущем. Что вы хотите сказать?

**Джонстон.** Простите меня за уточнение факта, но первоначально обнаруженный обман в 3 млрд долларов вскоре превратился в 4 млрд, затем в 7 млрд, потом почти в 9 млрд, и он все еще продолжает расти. Каждое расследование приводило к открытию все более крупных нарушений. Я хочу сказать, что эту же закономерность мы встречаем в гораздо больших масштабах в бухгалтерской отчетности правительственных агентств, в экономике, в банковской деятельности и в страховании. При этом мы лишь слегка поцарапали поверхность крышки. Впереди нас еще ждет бесчисленное множество других разоблачений.

Все мы знаем, что живем в несовершенном мире. Мы принимаем тот факт, что всегда находятся паршивые овцы, которые совершают преступления. Это не главный вопрос. Главный вопрос состоит в том, что все поведение корпораций рассматривалось и рассматривается как «совершенно законное». И в этом царстве свирепствуют манипуляции. Если все это было легально, то это означает, что почти любая корпорация Америки имеет возможность воспользоваться ситуацией. Это и является одной из главных причин, из-за которых падает рынок акций, из-за которых пропало 10,5 трлн долларов национального богатства.

**Президент.** Я одного не могу понять: куда все эти деньги ушли? Ушли они в недвижимость? В облигации? За границу?

**Джонстон.** Суть в том, что они большей частью вообще не ушли *никуда*.

**Президент.** Что? Как это, *никуда*?

**Джонстон.** Начнем с того, что их и не было. Это богатство было большей частью фикцией, мыльным пузырем. Огромное скопление богатств — в акциях Интернет-компаний, акциях технических компаний, акциях предприятий сектора телекоммуникаций и даже в акциях промышленных предприятий — все это не имело за собой никаких реальных активов, прибылей и часто даже продаж. У нас объем про-



даж акций превышал объем реальных продаж в 4–400 раз. Никаких прибылей, заметьте, только *продажи!* Многие из этих компаний вообще не имели никаких прибылей. И тем не менее их превозносили и рекламировали как «великих лидеров новой экономики».

Те миллионы американцев, о которых только что говорил секретарь, те люди, которые открывали свои отчеты по брокерским операциям и видели все более значительные суммы, не задумывались над тем, что, в сущности, означают эти цифры? Это же был мираж. Это же были чисто бумажные доходы. Хуже того, эти бумажные доходы основывались на прибылях, созданных из папье-маше, из наслоений лжи.

Первый слой лжи исходил от топ-менеджеров компаний, которые преувеличивали и фальсифицировали свои прибыли, прятали свои убытки, хоронили свои долги — как правило, под законным прикрытием ГААР. Второй слой лжи прибавили аудиторы, которые заверили первый слой штампом «положительного аудиторского заключения». Третий слой создали фирмы Уолл-Стрит, которые приняли эти искаженные доходы, как евангельские истины, а затем активно понесли их в массы, раздавая компаниям высшие «рейтинги» на основе их фальсифицированных отчетов. И не забывайте четвертый слой, добавленный работающими на комиссионной основе брокерами и финансовыми консультантами, которые, все зная, раздавали «советы», используя их как прием для повышения объема продаж.

**SEC (Комиссия по ценным бумагам и биржам).** Мы занимаемся всем этим. К 15 августа 2002 г. главные руководители 691 крупной корпорации Америки подписали Приказ комиссии № 4–460, подтвердив точность своих отчетов. Позднее его подписали еще 237 руководителей высшего звена. Конечно, это была очень печальная глава в истории американских корпораций, но я счастлив доложить, что эта глава большей частью закрыта.

**Джонстон.** Прошу отметить мое несогласие.

В практике компаний все еще остаются широко распространенные махинации, связанные с дочерними предприятиями внутри страны и за ее пределами. Все еще широко распространено трюкачество, связанное с пенсионными фондами служащих. Существуют неизмеримые риски — и скрытые убытки — в разного рода долгах и деривативах. Сотни тех топ-менеджеров, которые подписали это заявление о точности своих отчетов, продолжают заниматься сомнительными махинациями.

Я захватил с собой одну «Белую книгу», представляющую собой коллективную мудрость нескольких ярчайших умов этой страны по

вопросу о падении цен на рынке акций, о его возможных последствиях и о том, что правительство должно делать — или не делать — в ответ. После перерыва я передам вашему персоналу экземпляры этого документа. Он называется «Выгоды кризиса».

Я умоляю вас не торопиться с суждением, не считать априори, что нужно любой ценой останавливать все кризисы, что следует противостоять всем дефляциям. Наоборот, я приглашаю всех присутствующих просмотреть этот отчет, чтобы изучить пользу от кризисов.

**Президент.** Как я понял, господин Джонстон, вы присоединились к нам сегодня, чтобы внести свой вклад в решение вопроса о том, как укрепить доверие инвесторов, и вы готовы пообещать нам свою поддержку в этом направлении. Но я не понимаю, что вы подразумеваете под «пользой от кризиса». Не вижу я и того, как это согласуется с нашей целью.

**MetroBank.** Господин Президент, я думаю, что вы попали в точку. Мы собрались здесь, чтобы найти способ поддержать рынок, чтобы укрепить капитал главных игроков, чтобы поднять доверие инвесторов, но цели мистера Джонстона, похоже, не соответствуют этому. Он говорит о «пользе кризисов». Но эти два слова противоречат друг другу. Ну, какая польза может быть получена от кризиса? Давайте вернемся к нашей теме.

**Президент.** Да! Неужели мы хотим сказать, что большой пузырь — это в основном бухгалтерская абракадабра? Если в этом состоит наша основная проблема, а вся остальная экономика в целом крепка, то о чем мы беспокоимся? О том, что наши реформы пока что недостаточно успешны? Прекрасно. Ну так давайте проведем еще несколько законов по реформе. Всякий раз, когда мы делаем это, мы восстанавливаем часть доверия.

**Джонстон.** Если бы это было так легко! Разоблачения бухгалтерских махинаций послужили всего лишь пусковым механизмом, который вскрыл пузырь. Мы назвали целый ряд других трещин в нашей экономике. Об этих трещинах в хорошие времена думают очень немногие, но в плохие времена они угрожают разрушить всю экономику подобно вулкану.

Первое — это бюджет. Если бы бюджет был фундаментально здоров, то, может быть, мы и *смогли бы* поправить дело, потратив немного больше бақсов из денег наших налогоплательщиков. К сожалению, это абсолютно *не тот* случай. Помимо официальных оценок дефицита от 150 до 200 млрд долларов, существует внебалансовый дефицит в размере, по меньшей мере, 600 млрд долларов, согласно собственным данным ФРС по утечке средств Федерального резерва.

В своих прогнозах Административно-бюджетное управление (Office of Management and Budget, OMB)<sup>83</sup> констатирует, что мы стоим перед лицом *будущего* увеличения дефицита еще на сотни миллиардов долларов, если прибыли корпораций и экономика в целом будут и дальше скользить вниз. Учитывая названные цифры Федерального резерва и прогнозы OMB, мы можем говорить о ежегодном общем дефиците в размере свыше триллиона долларов!

Отдельно замечу, что, как вы знаете, OMB также докладывает, что во многих правительственных отделах и агентствах сотни миллиардов долларов могут быть потеряны в результате откровенных бухгалтерских ошибок.

**Президент.** Это правда?

**Секретарь казначейства.** Боюсь, что да.

**Джонстон.** В этой обстановке уму непостижимо, как вы сможете покупать акции на федеральные деньги, не поколебав и без того хрупкое доверие покупателей облигаций. В таком случае вы, без сомнения, можете столкнуться лицом к лицу с провалом аукциона облигаций, подобным тому, который пережила Япония в сентябре 2002 г.

(Президент взглянул в сторону секретаря Казначейства, который молча кивнул в знак согласия.)

Второй риск, который мы назвали, — это рынок государственных ценных бумаг, который отражает дефициты бюджета. Оглянитесь, чтобы вспомнить последовательность событий. Когда большое число компаний начинает сообщать о плохих доходах, инвесторы выбрасывают на рынок свои акции по низким ценам и бросаются на облигации корпораций. Затем, когда большее число компаний подвергается банкротству, инвесторы выбрасывают на рынок по низким ценам свои корпоративные облигации и бросаются покупать правительственные облигации. А теперь инвесторы обеспокоены, что мы действительно сделаем то, что сегодня предлагается здесь, и они шарахаются прочь от правительственных облигаций. Мы вытерпели не один обвал рынка, но мы не сможем выдержать обвал правительственных облигаций.

<sup>83</sup> Административно-бюджетное управление (Office of Management and Budget, OMB) — одно из основных подразделений Исполнительного управления при президенте. Создано в 1921 г. как бюджетное бюро. Разрабатывает проект федерального бюджета на каждый год для представления на утверждение Конгресса США, контролирует исполнение бюджета. В состав ведомства входит Бюро федеральных закупок. Сотрудничает с Министерством финансов и Советом экономических консультантов в разработке налоговой политики. — *Примеч. ред.*

Я полагаю, что все помнят, что случилось в 1980 г.

**Секретарь Казначейства.** Но то был *инфляционный* период, что было плохо для облигаций. А сейчас мы имеем *дефляционный* период, что является для них поддержкой.

**Джонстон.** Но если владельцы государственных ценных бумаг нуждаются в наличных деньгах или боятся дефолта, они будут продавать независимо от инфляции или дефляции.

Третий фактор риска — это доллар. В течение нескольких лет доллар шел в гору, поэтому предполагается, что доллар силен, что он свободен от риска. Но это не так. Иностранные инвесторы держат около 1 трлн долларов в ценных бумагах Казначейства и агентств<sup>84</sup>. Помимо этого, они держат 2,9 трлн долларов в акциях американских корпораций. Плюс к этому, они держат 8 трлн долларов в других активах США. Они являются единственным крупнейшим собственником большинства категорий наших активов — это больше, чем имеют наши собственные банки, страхователи или любой другой отдельно взятый внутренний сектор. Если вы сделаете что-нибудь, что расшатает их доверие, если вы напугаете их хоть чем-нибудь, то берегитесь.

## Риск снижения стоимости доллара

**Президент.** Принимая во внимание, как высоко находится сейчас доллар, можем мы позволить себе дать ему упасть на время? Действительно ли в этом есть риск?

**Секретарь Казначейства.** Господин Джонстон прав. Оглянемся назад, вернемся в последний уик-энд сентября 2002 г. Вспомните собрание Международного валютного фонда, проводившееся здесь, в Вашингтоне, на котором мы присутствовали. Что говорили все их эксперты? Что говорили все *наши* эксперты? Все они говорили одно и то же. Они говорили, что величайшей угрозой для мировой экономики являются не Аргентина или Бразилия. Это мы. Это риск того, что спад экономики США потянет вниз остальной мир — мир, который уже сейчас находится на краю обрыва, а в некоторых регионах и секторах уже падает *вниз*. Это риск падения доллара из-за нашего рекордного торгового дефицита, нашей рекордной опоры на иностранный капитал. Это риск того, что наши финансовые рынки как первоисточники большей части мирового капитала могут иссякнуть.

<sup>84</sup> Имеются в виду правительственные агентства, занимающиеся различными ценными бумагами. — *Примеч. ред.*

Смотрите на это так: Здесь, дома, находясь лицом к лицу с нашими согражданами, мы делали и можем делать некоторые шаги, способные оказать некоторое влияние на их инвестиционное поведение. С помощью снижения налогов мы вложили в их карманы деньги, чтобы они могли больше тратить или покупать больше акций и облигаций. Мы снизили процентные ставки, чтобы они могли получать дополнительные кредиты под свои закладные, извлекать деньги из собственной доли капитала в недвижимости, а может быть и использовать какую-то часть всего этого для покупки *дополнительного количества* акций и облигаций. Если эти инструменты не действуют даже здесь, то представьте себе, что произойдет с иностранными инвесторами, которые владеют активами США! Начать с того, что мы никогда не имели инструментов влияния на них. Если они начнут продавать, то мы абсолютно ничего не сможем с этим поделать. Это было бы последним гвоздем в гроб нашего рынка акций и, что еще хуже, нашего рынка облигаций.

**Джонстон.** Благодарю вас, господин секретарь. Четвертый риск из тех, что мы определили, это рынок недвижимости. Я возвращаю вас к первому вопросу: куда ушли деньги с рынка акций? Да, конечно, в какой-то момент считалось, что большая часть этих денег была вложена в недвижимость. Но это только часть правды. Первичным источником денег для вложения в недвижимость всегда был долг по закладной, и сейчас мы имеем выдающийся общий долг по закладным, который приближается к 6 трлн долларов. Но он больше не растет. Итак, этот сектор слабеет, и если процесс продлится, то вы сможете послать прощальный поцелуй восстановлению экономики, и скажете «Привет» хроническому спаду, а может быть, и депрессии.

Но есть еще и *пятый* риск — деривативы. Мы мало о них знаем, но в них лежит суть проблемы. Это, по сути, неизвестный риск. Все, что мы знаем, это то, что если выразить его через номинальную стоимость деривативов, что, как полагают, преувеличивает масштаб проблемы, то их сумма в США близка к 50 трлн долларов, и, вероятно, еще 60 трлн за рубежом, то есть превышает стоимость всех приносящих проценты долгов в мире. Помимо этого, мы знаем также, что некоторые крупные банки США — *Morgan Chase, Bank of America и Citibank* — находятся в центре рынков деривативов. Главная беда в том, что, согласно данным ОСС, каждый из этих банков рискует по этому виду ценных бумаг на 100 или даже более процентов от величины своего капитала.

**MetroBank.** Знаете, господин Президент, я действительно очень *рад*, что мистер Джонстон указал на те риски, которые стоят перед нами, поскольку, по моему мнению, это раскрывает причины, по которым мы

сегодня здесь собрались. Возможно, что наша финансовая система не сможет выдержать продолжения спада на рынках акций и облигаций, и поэтому мы должны принять все меры, чтобы этого не случилось.

Если мы не предпримем решительных шагов, то риски, которые пока, в основном, скрыты, выйдут на поверхность, лишив нас той степени контроля над рынками, при которой еще возможно было бы остановить цепную реакцию банкротств. Если рынки акций упадут ниже недавних минимальных уровней, если экономика будет падать в течение еще хотя бы одного квартала, тогда фитиль прогорит. Одна, а может быть, и несколько бомб взорвутся с непредсказуемым результатом. *Мы должны погасить тлеющий шнур уже сейчас!* Мы должны найти способ — развернуть рынок.

**Президент.** Предположим, что мы временно закроем его. Мы уже серьезно думали над этим в 1987 г., верно? Мы фактически сделали это после 11 сентября, верно? Тогда мы остановили кризис. Мы можем остановить его и сейчас.

**SEC.** Мы не можем этого сделать.

**Президент.** Почему же?

**SEC.** Кризис 1987 г. длился 1–2 дня. Удар 11 сентября был внешним событием. Но не такова природа зверя, с которым мы имеем дело сейчас. Сейчас чудовище, стоящее перед нами, откормлено *падением рынка акций, которое продолжается уже несколько лет*. Каков будет рациональный смысл закрытия рынка сейчас? Каков будет рациональный смысл последующего его открытия? Это сейчас слишком неопределенно. Мы должны иметь однодневный спад апокалиптического масштаба, чтобы оправдать закрытие. Но ведь мы как раз для того и собрались здесь, чтобы предупредить такое падение — любой ценой!

**Президент.** А как насчет резкого падения процентных ставок?

**Председатель Федерального резерва.** Мы и так уже снизили ставку, по которой ФРС дает кредиты коммерческим банкам, до основания, и это принесло нам мало пользы. Банк Японии снизил свои ставки до нуля, и это не принесло им ничего хорошего.

**Президент.** Еще больше снизить налоги?

**Секретарь Казначейства.** Нет. Дефицит бюджета уже вышел из-под контроля. Кроме того, на каждый доллар от снижения налогов, который мы отдаем гражданам, правительства штатов собираются наложить один или два доллара *повышения* налогов. Даже при самом благоприятном сценарии это будет холодный душ для налогоплательщиков.

**Президент.** Больше кредита и дешевых денег?

**Председатель Федерального резерва.** Это уже сделано.

**Президент.** Поощрить доходы от капитала?

**Казначейство.** Никак. Мы отчаянно нуждаемся в налоговых пополнениях.

**Президент.** Переключить фонды социального страхования на акции?

**Федеральный резерв.** Это уже обсуждалось, когда акции переживали бум. Но, поскольку акции сейчас падают, очевидно, придется от этого отказаться.

**Президент.** Ладно. Вы отвергаете каждое мое предложение. О'кей, но вы, джентльмены — наши мозги, вы здесь эксперты. Если все это не годится, то предложите альтернативу. И не предлагайте мне скользкое, дешевое решение, *которое когда-нибудь, может быть, будет иметь ничтожный эффект.* Рынок акций падает *сейчас*. Все эти страшные риски, о которых мы тут слышали, существуют *сейчас*. Поэтому я хочу получить от вас мощное, как взрыв снаряда, решение, с громким эффектом — и притом *немедленным*.

**Федеральный резерв.** Все мы сознаем безотлагательность решения. Но вот в чем дилемма: у нас два фундаментальных варианта выбора — мы можем попытаться спасти рынок акций, или мы можем попытаться спасти рынок облигаций. Мы не можем сделать и то и другое.

Допустим, вы выбрали первый вариант и пытаетесь спасти рынок акций. В результате вы подрываете во всем мире доверие к правительству США и топите весь рынок государственных облигаций.

Возьмем второй вариант — вы не спасаете рынок акций. В результате рынок акций обрушивается и топит всю экономику.

Таковы варианты выбора: убейте рынок облигаций или убейте экономику.

**Президент.** С меня достаточно всех этих разговоров на тему «будь я проклят, если сделаю это, или будь я проклят, если сделаю то.» Что, по вашему мнению, мы должны сделать?

**Джонсон.** Ничего.

**Президент.** Вы хотите сказать, что не знаете?

## **Президент, который ничего не делает, или политика невмешательства в дела рынка?**

**Джонстон:** Нет, сэр. Я точно знаю, что мы должны делать в этой ситуации: ничего. Сохранить патовое положение, не менять сво-

ей позиции. Обратимся к истории и посмотрим на исторический опыт. Каждое активное действие вызывало неожиданную реакцию рынка. И с каждым разом реакция рынка наступала все быстрее. Никсоновская политика Никсона замораживания зарплаты и цен провалилась и привела к стремительной инфляции и арабскому эмбарго на поставки нефти. Бюджетные дефициты президента Форда и легкие деньги послужили прелюдией к первому коллапсу доллара. Пакет мероприятий Картера по спасению рынка облигаций в 1980 г. привел к внезапному спаду. Кутеж с накачиванием в экономику денег 1984–1986 гг. вызвал второй коллапс доллара и худший в истории кризис рынка акций. Клинтон прекратил государственное регулирование экономики, и это помогло открыть шлюзы для величайших в истории человечества спекуляций с акциями технологических компаний.

А сейчас все эти кризисы опять возвращаются. Мы имеем кризис бухгалтерского учета, бюджетный кризис, кризис спада, кризис на рынке акций, кризис на рынке облигаций, кризис банкротств, кризис доллара... бразильский кризис, аргентинский кризис, японский кризис — и все это сразу. Независимо от последствий, у вас есть только один выбор, и он состоит в том, чтобы убрать руки от рычагов управления — не из-за какой-нибудь невидимой руки, которая магически все изменит, а потому что в данный конкретный момент *выбор воздержания от любых действий есть самое мудрое решение, которое может принять настоящий лидер.*

**Президент.** Вы хотите иметь президента, который ничего не делает?

**Джонстон.** Нет, но в данный момент нам нужно правительство, нейтральное по отношению к рынку. Пусть рынок сам принимает решение. У нас нет другого выбора.

**Президент.** Вы предлагаете, чтобы мы позволили миллионам инвесторов дергать все ниточки и, подобно мастеру-кукловоду определять не только дальнейшую судьбу экономики, но и ответные действия Федерального резерва и Белого дома. Я не могу этого допустить.

**Джонстон.** Но это уже случилось! Вы *уже* утратили контроль над рынками. Чем больше мы говорим и делаем, тем хуже становится положение.

**Президент.** Нет! Нам нужны действия сейчас. Это вопрос жизни или смерти для миллионов рабочих мест. Как мы можем спокойно сидеть и смотреть на это зрелище?

**MetroBank.** У нас есть план.

**Президент.** Да? Так расскажите нам о нем.

## План помощи

**MetroBank.** Как вы знаете, *MetroBank* и *HarrisJones* серьезно обсуждали между собой вопрос о слиянии. Но чего вы, возможно, не знаете, это того, что мы также советовались и по более широкому кругу вопросов, часть из которых были подняты здесь сегодня. Коротко говоря, мы составили *предложение из семи пунктов*.

**Президент.** Продолжайте, пожалуйста.

**MetroBank.** Федеральный резерв Нью-Йорка, действующий в качестве брокера и трейдера от имени правительства США, имеет право покупать облигации частных корпораций. Правительство имеет право приводить стоимость акций этих фирм ближе к уровню стоимости правительственных облигаций. Оно имеет право создавать наличные деньги и направлять их, куда ему угодно.

**Президент.** Я согласен: *мы можем создавать наличные деньги*.

**MetroBank.** Да, мы можем создавать наличные деньги практически в неограниченных количествах. И ввиду новых необычных внутренних и внешних угроз, перед лицом которых стоит наша страна, настало время использовать это право. В этом состоит ядро нашей идеи. Но позвольте мне на минуту отступить назад и изложить вам наш план, пункт за пунктом.

**Пункт первый.** Вы должны поощрить покупателей акций и наказать биржевых спекулянтов, играющих на понижение. Мы предлагаем, чтобы Федеральный резерв понизил обязательный размер обеспечения (маржи) депозита для покупки акций, тем самым облегчив инвесторам возможность занимать деньги непосредственно у своих брокеров. В то же самое время Федеральный резерв *увеличивает* уровень обеспечения маржи для спекулянтов, играющих от продажи, *затруднив* для них заем акций, которые они используют для игры на понижение и рынка, и престижа нашей страны. Федеральный резерв всегда имел это право, и в прошлом он действительно использовал его. Он изменял маржу по мере необходимости. Сейчас настала пора воспользоваться этим правом.

**Пункт второй.** Федеральный резерв Нью-Йорка выходит на открытый рынок с целью поддержания рынка акций. Но вместо того, чтобы прямо покупать акции, он покупает *облигации корпораций*. В этом вся изюминка нашего плана. По существу, это было проделано в прошлом столетии с Корпорацией финансирования реконструкции (Reconstruc-

tion Finance Corporation)<sup>85</sup>. Закон позволяет нам повторить эту операцию. Федеральный резерв *может* сделать это. Федеральный резерв может скупить облигации сотен крупных компаний. Федеральный резерв помещает эти облигации в свой портфель, а компании получают наличные деньги.

**Пункт третий.** Мы признаем, что это весьма необычный шаг, большое отступление от традиций. Поэтому мы подумали, что вам понадобится некое политическое прикрытие, чтобы сделать этот план более приятным на вкус для общественности. Вместо того, чтобы просто покупать облигации *любой* компании, правительство будет покупать акции только тех компаний, которые продемонстрируют чистую бухгалтерскую отчетность или играют важную роль в обеспечении безопасности нашей родины. Мы полагаем, что это может быть почти любая компания по вашему выбору. Это даст вам тот предлог — простите — ту гибкость, которая вам нужна. Что еще важнее, это позволит правительству обильно оросить частный сектор наличными деньгами... и поддержать рынок акций.

**Пункт четвертый.** Федеральный резерв покупает облигации корпораций при одном простом условии: каждая из этих компаний должна использовать по меньшей мере 75% полученных денег на немедленный выкуп своих собственных акций, находящихся в обращении. Вы помните операции по выкупу контрольных пакетов акций за счет кредита, проведенные в 1980-х гг., когда компании делали это повсеместно. Они занимали деньги у банков и крупных финансистов. Затем они использовали взятые в долг деньги для выкупа своих собственных акций. И вы помните, как это помогло рынку подняться. Так что мы предлагаем, по существу, уже опробованное лекарство. Только на этот раз финансирование осуществляет главным образом правительство. И само правительство дирижирует оркестром.

**Пункт пятый.** У вас есть проблемы с иностранными инвесторами. Мы отнюдь не хотим наблюдать, как наши миллиарды будут накачи-

<sup>85</sup> Корпорация финансирования реконструкции (Reconstruction Finance Corporation) — федеральное ведомство, созданное в 1932 г. с целью содействия выходу США из экономического кризиса путем оказания федеральной финансовой помощи сельскому хозяйству, торговле и промышленности, а также малому бизнесу. Ведала распределением субсидий и займов. Просуществовала в виде самостоятельного учреждения до 1939 г., возобновила свою деятельность в 1947 г., а в 1957 г. передала свои функции другим федеральным органам. — *Примеч. ред.*

ваться в рынок акций только для того, чтобы затем вытекать за границу. Поэтому следует установить различные способы валютного контроля. Затрудните иностранцам конвертирование прибылей, полученных от продажи наших акций, в валюту их стран. Это эффективно закроет утечку долларов.

**Пункт шестой.** В качестве временной экстренной меры федеральный резерв отменяет требования к банковским резервам. Тогда банки будут иметь больше денег для займов и ссуд, и они смогут сужать эти деньги корпорациям — для заделки дыр в их балансах. Мы не хотим, чтобы правительство было единственным поставщиком свежей, новой ликвидности. *MetroBank* и другие банки тоже хотят помочь.

**Пункт седьмой и последний.** Если правительство заявит, что приведет в исполнение все или большую часть наших предложений, то мы согласимся срезать нашу базисную ставку ссудного процента. Для заемщиков это будет глазурью на пирожном.

**Председатель федерального резерва.** Нет! Зачем применять такой нетрадиционный подход, когда мы можем просто продолжать следовать нашей стандартной процедуре? Почему мы не можем просто добавить ликвидные средства в банковскую систему? Таким образом мы поощрим банки при необходимости сужать эти средства корпорациям. Что в этом плохого?

***MetroBank.*** Это будет слабое средство. Рынок акций нуждается в прямом уколе в вену. Традиционный метод — лингвальный прием лекарства — слишком медленный.

**Председатель Федерального резерва.** Слишком медленный? Что вы хотите этим сказать?

***MetroBank.*** Я хочу сказать, что это не действует. Господин президент, здесь уже говорилось о том, что процентные ставки упали ниже некуда. Было сказано и о том, что деньги накачиваются в банковскую систему в рекордных количествах. Восстановило это доверие инвесторов? Нет. Остановило это падение рынка акций? Нет! Это означает, что традиционный метод имеет один очень важный недостаток: *он... не... работаем!*

Вы должны применить более радикальное средство. Вы должны начать покупать облигации корпораций, а если это не поможет, вы должны пойти еще дальше. Вы должны будете начать покупать непосредственно акции.

**Председатель Федерального резерва.** Мы не должны это делать! Правительство не должно покупать ни облигации корпораций, ни акции. Кого вы хотите обмануть? На каждый доллар, который прави-

тельство использует для покупки корпоративных облигаций, оно должно будет занять тот же доллар у общества, выпустив *собственные* правительственные облигации. Это просто не сработает. Инвесторы в правительственные облигации воспримут это как уловку — околный способ, позволяющий правительству косвенно покупать акции. Иностранцы инвесторы будут смеяться вам в лицо. Это ударит по нам как бумеранг, точно так, как это случилось в Японии.

**Джонстон.** Джентльмены, умоляю вас. Прочтите наш отчет «Выгоды кризиса». Он покажет вам, что председатель Федерального резерва прав как в краткосрочном, так и в долгосрочном масштабе. *MetroBank* и *HarrisJones* явно опасаются падения...

***HarrisJones.*** С чего вы это взяли?

**Джонстон.** Я хочу сказать, что все мы боимся падения. Но мы не должны бояться кризиса. Мы должны научиться жить при нем, вести его и сберегать наши ресурсы до того дня, когда они действительно смогут принести большую пользу. Использование их прямо сейчас только повредит рынку и всей нации.

***MetroBank.*** Господин Президент, хотим мы спасти миллионы рабочих мест, тысячи предприятий и всю экономику? Или мы хотим потворствовать инвесторам в правительственные облигации и иностранным инвесторам? Выбор за вами.

Президент знал, что это будет рискованная авантюра. Председатель Федерального резерва и секретарь Казначейства испытывали еще больший страх. Но Джонстон был прав. Все они, особенно президент, испытывали один и тот же страх — страх перед таким падением рынка акций, которое бросит в пропасть всю страну.

Президент занял жесткую позицию за принятие плана *MetroBank*, и секретарь Казначейства отступил, расходясь с президентом в мелочах.

Тем временем, чем больше председатель Федерального резерва и Джонстон говорили о рисках и опасностях, тем больше убеждался президент в том, что Администрация и Федеральный резерв должны предпринять *больше* действий — но не меньше. Сейчас самое время ринуться в бой, заявлял он с напускной решительностью.

В течение последующей недели, несмотря на то, что некоторые предложения *MetroBank* были отвергнуты, Администрация строила планы осуществления основной их идеи. На председателя Федерального резерва оказывалось жесткое давление, чтобы заставить его испытать выработанную стратегию, но председатель продолжал сопротивляться. Он непреклонно противостоял стремлению облегчить

инвесторам возможность занимать деньги у своих брокеров. Еще более страстно он сопротивлялся предложению о покупке корпоративных облигаций.

На следующей еженедельной встрече секретарь Казначейства передал председателю Федерального резерва следующее послание от президента: «Если Федеральный резерв не действует, то президент имеет поддержку Конгресса для действий в обход Федерального резерва. Необходимо обеспечить в высшей степени мощное финансирование корпораций, такое, которое позволит им покупать свои акции.»

Председатель Федерального резерва решил выбрать меньшее из зол. Он рассчитал, что независимо от того, как бы плохо ни была задумана операция Федерального резерва, он, по крайней мере, сможет сохранить над ней свой контроль, провести ее как можно более спокойно и воспрепятствовать тому, чтобы денежная река вышла из берегов. И он, наконец, уступил. Он согласился сотрудничать.

Федеральный резерв будет проводить косвенную операцию по спасению рынка акций, используя открытую покупку правительством корпоративных облигаций как одно из основных средств. Таким путем средства могут быть переведены в крупные компании, которые, в свою очередь, снова вольют эти деньги в рынок акций, создавая больший спрос на акции и увеличивая их цены.

В результате, через несколько дней пошли слухи о том, что Федеральный резерв Нью-Йорка планирует покупать облигации, выпущенные 14 из 30 компаний, входящих в индекс Dow, плюс еще больший список мелких облигаций — началась стремительная и беспрецедентная спасательная операция, подобных которой не было никогда. Ходили также слухи, что эти компании, со своей стороны, вот-вот объявят гигантские программы обратной покупки своих акций. В зависимости от реакции рынка, эти программы могут быть сильно расширены, охватив еще больший ассортимент корпоративных облигаций, включая бросовые и находящиеся на смертном одре.

Первая реакция пришла с рынка облигаций.

## Глава 20

### Большой подъем

Снижение банками базисной ставки осталось шуткой. Что хорошего было бы, если бы банки снизили свой процент по кредитам, но при этом не имели бы денег, чтобы давать ссуды? Средства контроля за валютным рынком тоже оказались оторваны от реальности и так и не были задействованы, разве что символически.

Тем не менее слухи о том, что Федеральный резервный банк Нью-Йорка покупает облигации корпораций у избранных фирм с «чистой бухгалтерской отчетностью», а также слухи о том, что за этим последуют закупки облигаций других фирм — даже бросовых — запустили самый резкий в истории корпоративных облигаций процесс подъема.

Это восстановление, в свою очередь, выплеснулось и на рынок акций. Индекс Dow за один день подскочил более чем на 500 пунктов, и это восстановление продолжалось, хотя и в более медленном темпе, в течение недель. В рядах пострадавших от долгого падения на Уолл-Стрит послышались веселые возгласы.

Некоторые акции подскочили почти на 50% всего за несколько торговых сессий. Индекс Dow подскочил на 1400 пунктов всего за пять торговых сессий.

Бросовые облигации одного выпуска, продававшиеся по 62 доллара, всего за несколько часов поднялись до 79. Другой выпуск подскочил на 12 пунктов и закрыл торговый день с чистым приростом в 10 пунктов.

Облигации предприятий коммунального хозяйства, муниципальные облигации и даже облигации стран третьего мира стали очень быстро расти.

Однако, через несколько дней торговые операции на рынке корпоративных операций приостановились. Если инвесторы звонили своим брокерам, они получали «справку» о рыночной цене, завышенную до стратосферных высот. Но это была фикция. На таком уровне вовсе не было никаких сделок — не было покупателей. Это был первый признак приближающихся неприятностей.

Следующий признак надвигающейся грозы пришел с рынка правительственных облигаций. В первые несколько дней, пока инвесторы пытались расшифровать слухи, цены никуда не двигались. Затем, как только они поняли, что правительство покупает облигации корпораций на бюджетные деньги, они начали выбрасывать по низким ценам пачки своих правительственных облигаций.

Компании по страхованию жизни бросились сокращать риски, продавая долгосрочные правительственные облигации и покупая краткосрочные ценные бумаги. Тростовые отделы банков разгружались. Дилеры по правительственным ценным бумагам сбывали по низким ценам свои запасы облигаций или торопились продать фьючерсы на облигации Казначейства в качестве страховки. Управляющие взаимными фондами, управляющие хедж-фондами<sup>86</sup>, управляющие пенсионных фондов — изо всех сил старались избавиться от правительственных облигаций. Зарубежные инвесторы оказались даже еще более активными продавцами. Показатели инфляции или дефляции не имели уже никакого значения. Они хотели выйти из игры при любых условиях.

Как и в начале 1980-х, покупателей не было. Дилеры были не в состоянии продать даже мелкие лоты правительственных облигаций. Вот что пришлось по новостным каналам и по Интернету в конце недели:

Обесцененные средние и мелкие корпорации наслаждаются тем, что они называют самым резким подъемом на их памяти, но дилеры и трейдеры тщательно следят за качественными спредами<sup>87</sup>, ища признаки более долговременного эффекта от недавно принятого плана Федерального резерва по покупке корпоративных ценных бумаг в надежде предоставить столь долгожданную поддержку рынку акций, который за последние недели дошел почти до коллапса в результате быстрой утраты доверия инвесторов к системе бухгалтерского учета и финансовой системе всей страны. При этом все большую тревогу вызывает явная неспособность правительственных дилеров разместить незначительные лоты среднесрочных и долгосрочных долговых обязательств.

<sup>86</sup> Хедж — специфическое капиталовложение, сделанное, чтобы уменьшить риск ценовых движений. — *Примеч. ред.*

<sup>87</sup> Качественный спред — спред между казначейскими ценными бумагами и неказначейскими бумагами, идентичными по всем пунктам, кроме качественного рейтинга. — *Примеч. ред.*

Большинство инвесторов, увидевших этот текст, сказали, что он заставил их побледнеть. Другие, уставшие от постоянного потока «тарбарщины», не потрудились даже прочитать его.

Три дня спустя секретарь Казначейства, предварительно посоветовавшись с председателем Федерального резерва, позвонил президенту. «Дела идут плохо. Эффект от нашего плана оказался для рынка акций таким же, как от плевка в океан. С другой стороны, для рынка правительственных облигаций это потенциальная водородная бомба. Качественные спреды сужаются — и к тому же не в том направлении.»

Президент плохо разбирался в качественных спредах.

— Каковы причины, и каковы будут последствия изменений качественных спредов? — спросил он.

— Я имею в виду разницу в доходах между облигацией Казначейства и корпоративной облигацией. Большая корпорация должна всегда платить больше, чем Казначейство, чтобы иметь возможность занимать деньги. Как правило, эта разница составляла примерно целый процентный пункт.

— Затем, несколько месяцев назад, когда впервые проявилась в полной мере угроза банкротств среди корпораций, средний уровень дохода корпоративных облигаций поднялся до 2,25%, но доходности правительственных облигаций поднялся только на четверть процента. Другими словами, разница возросла на два полных процентных пункта, то есть на целых 2%. Это был критический уровень. Он указывал на то, что доверие ко всем корпорациям — как бы кредитоспособны они ни были — закончилось. Но это было до того, как был объявлен наш план спасательных мероприятий.

— Ну а сейчас?

— А теперь происходит противоположное. Доходы от корпоративных облигаций резко падают, а доходы на правительственные облигации фактически резко поднимаются. Разность между ними дошла практически до нуля — очень плохой признак. — Секретарь казначейства почувствовал удовлетворение от того, что смог представить столь простое и ясное объяснение.

— Хорошо, но разве это не то, что нам нужно — поднять рынок корпоративных облигаций, сравнять его с рынком правительственных облигаций?

Секретарь покачал головой, стараясь говорить ровно, чтобы его разочарование от факта невежества президента в вопросах рынка корпоративных облигаций не проявилось по телефону. В прошлом он несколько раз пытался объяснить президенту, что движение процентных



ставок и цен в противоположных направлениях означает одно и то же, но изменение величины спреда между ними, даже и в одном направлении, может означать совершенно разные вещи.

Как можно объяснить это президенту попроще, но в то же время не допуская оттенка снисходительности? Секретарь явно не знал этого. Целых полчаса он излагал события, происходящие на рынке, пока, наконец, после немалых усилий, президент не составил себе представления о рынке облигаций, которое приблизительно соответствовало графикам рис. 20.1.

— Теперь я понимаю, — сказал, наконец, президент. — Мы хотели поднять цены корпоративных облигаций до уровня правительственных облигаций, но происходит нечто прямо противоположное. Это «правительственные», как вы их называете, падают до уровня «корпоративных». Короче говоря, не мы поднимаем их, а они тянут нас вниз.

— Да, господин президент. Мы нагнулись, чтобы вытащить их из зыбучего песка, а они утянули нас вниз вслед за собой, и теперь мы тоже погружаемся в бездну.

Президент немного подумал, а затем сказал:

— Возникает вопрос, почему? Неужели они не верят, что мы серьезно взялись за это дело? Почему мы не восстановили доверие? На той встрече было сказано, что мы можем создавать наличные деньги, что закон разрешает нам вливать эти деньги, куда мы пожелаем.

— Ответ состоит в том, что мы действительно можем создать наличные деньги. Но мы не можем создать *кредит*.

— А в чем разница? — спросил президент.

— Между ними очень большая разница. Чтобы создать больше наличных денег, все, что нам надо — это ускорить работу печатающих станков, — или, как это происходит на самом деле, накачать их электронным способом. И когда мы раздадим это кушанье, никому не придет в голову отвергнуть его. Но чтобы создать *кредит*, мы должны убедить инвесторов и банкиров давать ссуды — а при нынешней обстановке снижения доверия это нелегко, уж поверьте мне. Если бы это было легко, мы могли бы спасти и *Bethlehem Steel*, и *Enron*, и *Kmart*, и *Global Crossing*, и *WorldCom* или любого другого из обанкротившихся гигантов. Но мы этого не сделали, и на то были веские основания.

Президент стал терять терпение.

— Так в чем же дело?

— Дело в том, что хотя вы и можете создавать деньги, вы не можете создать доверие.

— Мне казалось, что чем больше денег мы им дадим, тем больше доверия они будут иметь.

— Нет, нет! Совсем наоборот! Чем больше мы будем бездумно тратить государственных денег, тем меньше у них будет доверия и больше страха того, что наши правительственные облигации упадут в цене.

— Да? Но почему мы не можем просто покупать *больше* корпоративных облигаций? Это же должно убедить их, что мы подходим к делу серьезно!

— Нет, это всего лишь убедит их, что мы разбрасываем все больше денег — *их* денег.

— А как же насчет закона?

— Закон дает Федеральному резерву бумажное право покупать частные ценные бумаги. Но он не дает ему — то есть нам — реальную способность создавать фактическое экономическое богатство.

— Почему же мы не признали этого, когда обсуждали план спасения, предложенный *MetroBank* и *Harris*?

— Мы признали. Но вы надавили на нас, и мы отступили. Мы понадеялись на то, что рынок проглотит это. Мы серьезно недооценили изощренность инвесторов — и американских, и зарубежных. *Очень серьезно* недооценили.

И все же в голосе президента сквозила озадаченность.

— Вы говорите, что рынок очень чувствителен. Говорили, что рынок умен. Сейчас я понимаю это. Но все же...

Секретарь все больше терял терпение.

— Допустим, что я иностранный инвестор и что я владею облигациями Казначейства США. Это подразумевает, что я доверяю правительству США, что я одолжил вам свои деньги для целей управления вашей экономикой. И вот я вижу, как вы берете мои деньги и отдаете их третьей стороне — частной компании. Поэтому я говорю вам: «Зачем вы сделали это? Если бы я хотел одолжить деньги этой компании, я сделал бы это сам и притом напрямую. Но я этого не сделал. Я этого не сделал потому, что не доверял этой компании. Я доверял вам. А сейчас я больше не могу доверять вам. Теперь вы просто один из них.» Поэтому инвестор прекращает покупку наших облигаций. Или, что еще хуже, продает по низкой цене те правительственные облигации, которые у него есть, и тогда мы оказываемся в беде. Мы не сможем больше продавать наши облигации, чтобы расплачиваться со старыми долгами, по которым подошел срок выплаты. Тогда мы, правительство Соединенных Штатов, прекращаем платежи, то есть объявляем дефолт.



**Рис. 20.1.** Во время любого сильного падения рынка критическим вопросом политики является вопрос, вмешается ли в происходящие события государство и каким образом будет осуществлено это вмешательство. Эти графики иллюстрируют ожидаемый результат любой попытки правительства поддержать рынок корпоративных облигаций в трех фазах развития данного процесса.

**Фаза 1. Кризис корпоративных облигаций.** В результате распространения банкротств и дефолтов инвесторы теряют уверенность в способности компаний выплатить проценты и основной капитал по своим облигациям. Поэтому они продают облигации, понижая тем самым их цены (и повышая процентные ставки). Однако, поскольку инвесторы продолжают доверять правительству, этот кризис оказывает меньшее влияние на цены правительственных облигаций. По мере падения цен на акции корпораций, расхождение, или разница, цен между корпоративными и правительственными облигациями резко возрастает.

**Фаза. Правительство спасает облигации корпораций.** Правительство покупает облигации корпораций на деньги, которые оно получило от продажи правительственных облигаций. Это поднимает воспринимаемую и фактическую стоимость корпоративных облигаций. Но одновременно это понижает стоимость правительственных облигаций, побуждая инвесторов продавать имеющиеся у них правительственные облигации. Цены на корпоративные облигации поднимаются, а на правительственные падают. В результате спред между ними уменьшается.

**Фаза 3. Спасательная операция правительства прекращена.** Чтобы воспрепятствовать коллапсу правительственных облигаций, правительство вынуждено остановить спасение корпоративных облигаций и принять последствия резкого спада рынка корпоративных облигаций.

Если бы правительство решило покупать акции вместо корпоративных облигаций, то последовательность описанных здесь событий была бы очень похожей.



Президент колебался несколько секунд, прежде чем ответить, но казалось, что прошли часы, во время которых росло напряжение.

— И что тогда?

Секретарь не мог поверить своим ушам. Президент Соединенных Штатов отнесся к перспективе правительственного дефолта с легкостью, почти с легкомыслием. Он больше не мог сдерживать свое накопившее разочарование — и страх.

— Вы что же — хотите позволить всему рынку ценных бумаг правительства США закрыться? Хотите стать тем, кто разденет сотни тысяч государственных служащих потому, что у вас нет денег на оплату правительственных счетов? Хотите стать последним президентом Соединенных Штатов? Хотите пойти на риск появления новой республики с новой конституцией? Вы хотите все уничтожить одним махом?

Голос секретаря прервался от захлестнувших его эмоций. Наступило молчание.

— Я ценю искренность ваших чувств, но вы меня неправильно поняли. То, что я сказал, означало на самом деле «Что тогда», это должно было показать вам мое изумление и неверие в то, что наша страна может когда-либо достигнуть момента, который вы так драматически только что описали.

В последующие дни президент упорно думал над возможными решениями. Он вспоминал каждую минуту совещания. В уединении своей спальни он даже прочел сверхсекретный доклад об опасностях кризиса.

Наконец, в полночь он позвонил секретарю Казначейства и попросил его передать срочное сообщение председателю Федерального резерва.

— Скажите ему, чтобы он избавился от всех корпоративных облигаций, которые были куплены до сих пор; во-вторых, объявите, что Федеральное правительство США, несмотря на свое законное право, больше не будет покупать ценные бумаги частного сектора; и в-третьих, нужно пообещать всегда поддерживать различие между корпоративными и правительственными ценными бумагами. Со своей стороны, я буду продолжать предпринимать те действия, которые сочту необходимыми для исправления этой чрезвычайно опасной ситуации.

— Но господин Президент, — пробормотал секретарь, — мы никогда фактически не покупали облигации корпораций; мы только проговорились о нашем намерении сделать это.

## «Риск, риск и еще раз этот проклятый риск»

Пока секретарь Казначейства продолжал спорить с президентом о рынке облигаций, Линда Дэдини вела аналогичный спор о рынке акций с двумя своими братьями.

Опираясь на объявленную полномасштабную поддержку Вашингтона на всех фронтах и на стимул, вызванный подъемом рынка акций, заманивающие инвесторов в ловушку брокеры с Уолл-Стрит снова были за работой.

— *Вот сейчас* это уже *настоящее* дно, — говорили они. — *Теперь-то* большой бычий рынок *действительно* вернулся, — пели они. — Хватайся за эти небывалые цены! Это величайшая распродажа столетия!

В этой обстановке двое братьев настаивали, чтобы она забыла о несчастных бумажках Казначейства, продала по дешевке такие экзотические инвестиции, как акции обратных индексных фондов или пут-опционы, и немедленно начала покупать акции.

Акции одной биотехнологической компании, которые захватили их воображение, имели высокий рейтинг «покупать» от трех фирм Уолл-Стрит и двух независимых аналитиков. Другие акции, на этот раз компании, связанной с управляемым медицинским обеспечением<sup>88</sup>, были рекомендованы более чем пятнадцатью аналитиками. Братья щеголяли прогнозами весьма уважаемых экономистов о неизбежном экономическом подъеме, который полностью опирается на новый план правительства. Они с завистью говорили о своих друзьях, которые уже имеют тридцатипроцентную прибыль на акциях, к которым всего несколько недель назад никто не хотел *приближаться* даже на три метра.

Она была решительно против.

— Нет, вы все еще не понимаете. Рынок по-прежнему полон риска, риска и еще раз, черт побери, риска. Позвольте мне напомнить вам, все еще остается риск, что компании лгут вам в своей финансовой отчетности и что аудиторы смотрят на это дело сквозь пальцы. Остался риск, что фирмы Уолл-Стрит лгут вам, преумножая ложь компаний. Имеется риск чрезмерного долга и риск деривативов. Не говоря уж

<sup>88</sup> Управляемое медицинское обеспечение — термин, применяемый для обозначения широкого спектра методов, используемых страховыми компаниями с целью уменьшения расходов на оплату услуг в области здравоохранения и предполагающих участие страховщиков в решении вопросов, касающихся характера лечения застрахованных лиц. — *Примеч. ред.*

обо всех тех рисках, которые всегда содержатся в рынке, — спад экономики, падение доходов и просто паника инвесторов.

— Но ты — единственная, кто говорит так, — возразил старший брат.

— Может быть, я и отношусь к тем немногим, кто *говорит* это, но есть много людей, которые *знают* это. Аналитики знают это, руководители компаний знают, даже SEC (Комиссия по ценным бумагам и биржам) и главный прокурор штата Нью-Йорк предостерегали вас от этого. Вы, кажется, забыли, что эти аналитики — те же самые люди, которые, по общему мнению, не имели представления о том, что акции, которые они рекомендовали несколько лет назад, пойдут в мусорную корзину. Это те же ребята, которые бесстыдно загребали себе огромные деньги за выдачу рейтингов «покупать» для акций таких компаний, как *Priceline.com*, *Global Crossing*, *WorldCom*, *Lucent Technologies*. Те самые, что обогатились в то время, когда мы теряли свои рубашки, покупая те акции, которые их боссы хотели продать. Это те самые аналитики, которые продолжали выставлять рейтинг «покупать» даже тогда, когда цена акций падала на 90%, даже когда компании объявляли о своем банкротстве. *Ничего не изменилось*. Не могу поверить, что вы все еще верите им.

— Они же сейчас исправляют все это, разве не так? — заметил младший брат.

— Где? Покажи мне. Это всего лишь едва прикрытая реклама акций. Они все еще покупаются и оплачиваются теми самыми компаниями, акции которых они рекомендуют. Неужели вы не понимаете этого? Фирмы Уолл-Стрит более чем счастливы, когда лгут сквозь зубы об акциях, которые они оценивают, так как это приносит им доход.

— А теперь скажите мне, — продолжала она. — Как можно верить тому, что они говорят нам об экономике, — когда они говорят, что «экономика вот-вот поднимется» или «это начало нового бычьего рынка»? Какова вероятность, что *сейчас* они действительно верят в то, о чем говорят? Один на тысячу? Один на миллион? Ничего не изменилось. Честные прогнозы *по-прежнему* вредны для бизнеса.

Она задыхалась от волнения, но говорила почти без пауз.

— Посмотрите на их историю, черт побери. Как раз перед каждым падением акций они рисуют нам будущее столь яркое, что хоть надевай темные очки. А потом, когда становится *очевидно*, что дела идут под откос, показывают они хоть какую-нибудь озабоченность? Нет. Они выстраиваются на экранах телевизоров и предсказывают, что «коррекция» наступит очень скоро и что мы «должны покупать *больше* акций». А сейчас? Да вы послушайте, что они говорят! Они гово-

рят, что правительство — это наш великий спаситель, что правительство рассеет все наши тревоги, подтолкнет вверх рынок акций, гарантирует прибыли инвесторам.

— Так когда же мы действительно дойдем до дна? — спросили они.

— Только когда они, наконец, признают себя побежденными и перестанут искать дно.

Линда убедила их. А благодаря руководящим принципам, которые она усвоила от своего консультанта, она избавилась от акций обратных индексных фондов до того, как оживление рынка съело ее ранее полученную прибыль.

Теперь, когда подъем рынка акций выдохся, она готовилась к тому, чтобы снова их купить и извлечь прибыль из *следующего* кризиса.

На следующий день она заметила, что подъем рынка акций значительно удешевил почти все пут-опционы, которые ее интересовали. Она купила четыре пута на акции *IBM* со сроком в два месяца всего по 1,25 доллара за акцию. Еще она купила несколько долгосрочных опционов, называемых путами LEAPS<sup>89</sup>, на основные фондовые индексы. Она продолжала методично создавать скромный, но мощный портфель пут-опционов, в котором была хорошая смесь всего — долговременные и краткосрочные путы, путы на отдельные акции и путы на индексы, очень дешевые путы «вне денег», плюс пара путов, которые были ближе к состоянию «в деньгах», но ненамного дороже.

Она даже добавила небольшое количество чрезвычайно дешевых далеких от цены исполнения пут-опционов. Она знала, что это было рискованно — когда-то она потеряла 2 тыс. долларов на таких путах. И все же она купила их.

Она знала, что если подъем или боковое движение<sup>90</sup> рынка продлится в течение еще нескольких месяцев, ее пут-опционы подешевеют и она может даже потерять все вложенное в них. Но благодаря полученному наследству их пенсионные накопления и средства на учебу детей в колледже теперь надежно защищены. Она даже отложила достаточно для длительного медицинского ухода за родителями Гэбриэла, которые в это время переселялись в Штаты из Аргентины. Она ограничила суммы, которые тратила на опционы, строго теми деньгами,

<sup>89</sup> LEAPS — Long-Term Equity Anticipation Securities — долгосрочные опционы со сроком погашения от 9 месяцев. — *Примеч. ред.*

<sup>90</sup> Движение рынка внутри одного и того же ценового диапазона без ярко выраженной повышательной или понижающей тенденции. — *Примеч. ред.*

которые могла позволить себе потерять без серьезных последствий для семейного бюджета.

Более того, все ее вложения в опционы были невелики по сравнению с тем, что она вложила в обратный индексный фонд. Конечно, этот фонд не мог удвоить или утроить ее деньги за 60 дней, как это происходит в случае выигрыша на рискованных опционах. Она надеялась «только» на 20 или 30% прибыли в год. Но не следовало пренебрегать и этим, особенно когда другие за тот же период *терjali* те же 20 или 30%.

Если бы рынок двинулся вверх, она бы сразу избавилась от акций обратных индексных фондов, что сократило бы ее убытки. Но у нее не было плана выхода для опционов. Если бы риск себя не оправдал, она бы просто выбросила их, как просроченные лотерейные билеты.

Важнее было то, что подавляющая часть ее денег была инвестирована в консервативные капиталовложения — главным образом в инвестиционный рыночный фонд, ориентированный только на облигации Казначейства, плюс в некоторое количество долгосрочных облигаций Казначейства, которые она купила для получения большего дохода. Партнер ее отца, Оливер Даллес, предостерегал ее против покупки долгосрочных облигаций. Некоторое время она следовала его совету, но потом нашла кое-какую уникальную информацию, которая как будто противоречила его взгляду.

В любом случае, как она думала, ей было нужно некоторое равновесие. Держать *все* свои деньги в краткосрочных денежных инструментах показалось ей неблагоразумным. Она не могла вынести, чтобы все ее деньги были вложены в такие низкодоходные финансовые инструменты. Что же касается более долгосрочных ценных бумаг и облигаций, то она рассчитывала, что в худшем случае будет держать их до истечения срока их действия и получит обратно основной вложенный капитал. Она могла жить и при низких доходах, особенно с тех пор, как дефляция стала усиливаться, а дикая инфляция казалась крайне маловероятной.

— Я счастлива, — сказала она Даллесу во время одного из собраний у ее отца. — Почти все мои наличные деньги все еще хранятся в пределах досягаемости. Когда они будут мне нужны, они будут у меня под рукой в любом случае.

На самом деле Линда Дэдини имела большие планы в отношении этих «припрятанных» денег. Именно к этому источнику она бы обратилась, чтобы достать нужные ей средства, когда придет время для *настоящей* сделки. Ее дед когда-то дал ей совет о том, что готовиться к

вложению денег в рынок надо так же тщательно, как готовиться к бою: «Вкладывай свои драгоценные деньги, словно это твой последний патрон, который должен спасти твою жизнь, — не стреляй, пока не увидишь белки глаз солдата противника.»

Когда-то она пренебрегла его советом, доверившись руководству фирмы *Harris & Jones*, и еле пережила последствия. Сейчас она не повторила бы той ошибки.

На своем смертном ложе дед прошептал ей на ухо один маленький секрет: «Не верь семейной легенде,» — сообщил он ей по секрету. «Никогда я не был “провидцем” или гением по части инвестирования, как они уверяют. На самом деле, в молодые годы я оставил кучу денег в глупых вложениях.»

## Глава 21

### Разрыв

В мире рынков и экономики не бывает так, чтобы падение было непрерывным. Обычно падение чередуется с некоторым подъемом, так что движение оказывается зигзагообразным. Но если пристально рассматривать график изменения цен, можно заметить то, что специалисты по техническому анализу<sup>91</sup> называют «разрывом» (gap) — пустое «окно» на графике между точкой, где одна линия цен кончается и точкой, где начинается другая линия.

Этот разрыв подразумевает, что в течение некоторого времени не производится никаких рыночных сделок, а после возобновления торгов цена внезапно, без плавного перехода, перескакивает от одной точки к другой. По существу, именно это произошло на финансовых рынках — и во всей мировой экономике, — когда Федеральный резерв внезапно отменил свои планы покупки корпоративных облигаций. В некоторый момент акции и облигации, казалось, повисли в воздухе над краем обрыва, а в следующий момент они уже падали вниз к каменистому подножию.

Оливер Даллес и Пол Джонстон наблюдали с растущей тревогой, как осуществляются их сценарии развития кризиса. Конечно, по мере развития процесса было много различий между сценариями и реальной действительностью. Тем не менее был один общий аспект: все шло вниз.

Они пригласили Тамару Бэлмонт присоединиться к ним на неофициальной обеде в китайском ресторане, всего в нескольких кварталах от офиса.

<sup>91</sup> Технический анализ — анализ ценных бумаг с целью выявления и прогнозирования тенденций движения цен на основе статистических данных. В результате технического анализа генерируются сигналы о целесообразности покупки или продажи тех или иных ценных бумаг. — *Примеч. ред.*

— Мы, без сомнения, наблюдаем кризис, — сказали они. — Но где же его польза?

Она не смогла ответить сразу.

Наконец, после долгой дискуссии они согласились, что ждать выгода пока преждевременно. Кризис еще не закончился. Им следует проявить больше терпения. Они также согласились, что по крайней мере пока в большей степени реализуется, по-видимому, короткий, но страшный сценарий. Правительство воздержалось от прямого вмешательства.

Даллеса это удивило. Он пришел к убеждению, что политики никогда не отходят в сторону — они всегда будут стараться мошенничать и пытаться что-то изменить, стремясь обмануть мать-природу. Но Джонстон не был удивлен. Он сам, хотя и в меньшем масштабе, прошел через это раньше. Его опыт подсказывал, что нельзя долго дурачить массы инвесторов. Если они взбунтуются, надо уступить. Сейчас во всем мире были миллионы владельцев облигаций — те, кто вложили деньги в ценные бумаги правительства США, — и они взбунтовались, говоря: «Хватит! Больше не вмешивайтесь. Не пытайтесь заткнуть писсуар своими грязными пальцами. Пускай все выливается.»

— Я пришел к выводу, что нам не следует публиковать «Белую книгу» о пользе кризиса в такое время, — назидательно произнес Джонстон.

— Это почему же? — спросила Тамара, стараясь подавить в себе тревожное чувство, напомнившее ей о тех днях, когда она работала в фирме *Harris*.

— Потому что...

— Пол, пожалуйста, вы не представляете, сколько усилий...

— Знаю, знаю. Я все время был с вами и вашими помощниками. Я видел ваш пот и слезы, которые вошли в этот отчет. Но ведь наша цель состояла в том, чтобы сказать нашим лидерам, что последствия от вмешательства будут гораздо хуже, чем от бездействия, верно?

— Да, но...

— Так, а теперь владельцы облигаций во всем мире выполняют эту миссию за нас. Они уже делают все, что мы стремились сделать, — и более эффективно, чем мы могли когда-либо мечтать. Их стремление продавать говорит громче, чем все отчеты, речи и любые другие действия. Кроме того, есть еще одна причина, в силу которой я хочу воздержаться от публикации в данный момент.

— И что же это? — спросила она, все еще крайне разочарованная.

— Я боюсь, что этот доклад будет неверно понят. В Овальном кабинете всякий раз, когда я старался пояснить им ситуацию, это только

усиливало их решимость вмешаться, чтобы остановить падение рынка. Они еще не могут увидеть разницу, которую мы проводили между двумя сценариями. Все, что они видят, это «движение вниз», «падение». Поэтому что хорошего выйдет, если опубликуем этот доклад сейчас? Они уже поняли, что падают, но *все еще* боятся посмотреть вниз. Я хочу сказать, что если мы опубликуем доклад сейчас, они не увидят надежды; они увидят мрак и используют это как очередной повод для того, чтобы сделать еще одну попытку искусственно поднять рынок.

Джонстон пообещал опубликовать доклад в будущем, «когда будет подходящая обстановка», и она уступила.

Они втроем видели надежду там, где все остальные видели только сплошной мрак.

Там, где все видели неудачу попытки правительства остановить поднимающийся прилив продаж, эти трое видели победу инвесторов, которая, в конечном счете, окажется конструктивной.

Дефляцию, которую другие рассматривали как большую угрозу, они воспринимали как процесс демократизации, который уменьшит раздувшиеся компенсации для немногих избранных.

Когда большинство боялось быстроты падения, они ее только приветствовали. Они верили, что чем скорее закончится кризис, тем больше будет шансов минимизировать наносимый им социальный вред. Они сохранили горячую надежду на всеобщее восстановление даже в том случае, если осуществится наихудший сценарий.

Тамара прокомментировала скорость падения. В прежние годы, сказала она, каждый кризис казался четко отделенным от последующего. Азиатский кризис разразился в 1997 г. Россия покатила вниз в 1998 г. Акции компаний технологического сектора получили первый сильный удар в 2000 г. Аргентина поехала вниз в 2001 г. Несчастья с бухгалтерской отчетностью разразились, в основном, в 2002 г. Но теперь, после молчаливого признания правительства, что оно бессильно исправить положение на рынке акций, казалось, что почти все призраки кризисов прошлого вернулись, чтобы ударить по рынкам практически одновременно.

Они говорили о том, как потерпели фиаско попытки Банка Японии искусственно поддержать свой рынок акций и как на сцене появился второй азиатский кризис. Говорили об экономической смуте в Аргентине, Бразилии и Венесуэле, и как она распространяется на другие развивающиеся страны. Их беспокоили крупные банки, которые делали ставки на эти страны с помощью очень рискованных деривативов.

Их тревожили те секторы экономики, которые раньше использовались для сохранения капитала, а сейчас страдали — недвижимость, корпоративные облигации высшего качества и облигации для финансирования ипотечного кредита.

Любой сторонний человек, услышав их разговор, подумал бы, что они мрачные и закоренелые пессимисты, но они видели во всем этом положительную сторону. Этот кризис не может тянуться годами. Он скоро кончится.

— Посмотрите, что происходит в корпоративном секторе, — добавил Даллес. — Помните, как все эти гигантские корпорации искали наличные деньги? Помните, как они боролись из последних сил, ожидая спасательной операции со стороны правительства? Так вот, сейчас они бросились просить о защите на основании статьи 11 — я хочу сказать, статьи 7 Федерального закона о банкротстве! Это же ликвидация! Это означает меньшую нагрузку на суды. Это означает расчистку реестра для многих новых технически прогрессивных компаний, которые быстро заменят их.

## Время идет быстрее

В начале двадцать первого столетия произошел внезапный внутренний взрыв, который получил название «разрыва». Будущим историкам никогда полностью не понять этого феномена. «Изменения наступили столь быстро, — сказал один наблюдатель, — а участники были так заняты спасением своих активов или сохранением своих задниц, что лишь у очень немногих нашлось время, чтобы записать ход событий.»

Некоторые говорят, что ускорение было столь велико, что на самом деле произошло изменение нормальной последовательности причины и следствия — «деформация времени», при которой *следствия предшествовали причинам*.

Инвесторы стали продавать облигации корпораций задолго до того, как было объявлено, что Федеральный резерв Нью-Йорка отказывается от плана *MetroBank — Harris & Jones*. Акции некоторых компаний стали продаваться по бросовым ценам еще до того, как многие инсайдеры этих компаний *сами* почували надвигающийся ураган банкротств. Но это не было мистическим сдвигом во времени. Это была сверхактивная мельница слухов, в которой сверхсекретная внутренняя информация рутинно и легко просачивалась наружу, а затем распространялась вокруг так же быстро, как компьютерный вирус «love».

Но независимо от причины, одно было ясно: во время этого разрыва экономика подверглась быстрой *структурной* трансформации.

Экономисты оказались неготовыми к этому. Все их компьютерные модели работали на основе плавно работающей экономической системы, которая структурно не менялась. Они никак не могли учесть катастрофические события вроде банкротства корпораций или даже коллапсов рынка акций. И действительно, их компьютерные программы принимали по определению, что в работе корпораций не могло быть никаких технических аварий, никаких телекоммуникационных срывов, никаких дефолтов, объявлявшихся большими странами, никаких взрывов деривативов, никаких банковских кризисов в Японии — абсолютно никаких необычных катастроф. Однако было уже очевидно, что эти события действительно происходят, причем все чаще.

Тамара Бэлмонт объясняла этот феномен Линде Дэдини, когда они встретились на праздничной вечеринке с коктейлями в Пресс-клубе. Линда некоторое время размышляла над этим, а затем высказала следующую догадку:

— Когда вы надуваете резиновый шар, он раздувается. Если вы измерите, сколько воздуха в него будет накачено, вы сможете спрогнозировать, до какого размера он вырастет.

— Да. И что же?

— Я думаю, что именно это делают экономисты с помощью своих прогнозных моделей. Но предсказать, когда конкретно шар лопнет — и объяснить, что произойдет в следующее мгновение, — это совсем другое дело. Вы не знаете, как сделать это. Ваши — и наши — знания и математические возможности просто еще не развились до такой степени.

Тамара кивнула в знак согласия, но стала защищать тезисы «Белой книги».

— Поймите меня правильно, я с вами в том, что касается вашего отчета, — ответила Линда. — Я была с вами с самого того сумасшедшего уик-энда, когда Даллес вызвал меня, чтобы проверить фактические цифры таблиц и графиков. Сейчас я не спорю с вами, я даже не бросаю вызов экономике как науке. Все, что я хочу сказать, это то, что мы должны быть более скромными и признать, что будущее более непредсказуемо, чем мы обычно считаем.

— Обычно вы так практичны, так точны, а теперь вдруг расфилософствовались.

— Ладно. Позвольте мне определить это более точно: ход непрерывного процесса, подобно раздуванию резинового шара нашей экономи-

ки, можно понять с помощью исчисления, изобретенного свыше трехсот лет назад; к сожалению, никто не изобрел столь же эффективную экономическую модель для объяснения и предсказания прерывистых явлений, вроде тех, что мы переживаем сейчас; мы болтаемся в воздухе и никак не можем понять, каким будет исход.

Тамара, которая была ниже ростом, с вызовом взглянула снизу вверх на высокую и стройную Линду.

— Но взгляните на другую сторону медали. Разве это не дает нам большей свободы, чтобы направлять события, больше средств для воздействия на них в надлежащее время?

## Требования облегчения

Волна банкротств прокатилась по стране от берега до берега, и многие компании ожидали своего судного дня. Кому из них суждено выстоять, кому обанкротиться? Кто останется на плаву, кто пойдет ко дну? Кого возьмут под судебную защиту на основании статьи 11? Кто утонет в ходе ликвидации согласно статье 7?

Такие вопросы задавали сначала о слабых Интернет-компаниях, о других компаниях технологического сектора, а затем и о «голубых фишках». А теперь эти вопросы стали задавать об отдельных людях — розничных торговцах, производителях товаров, а также о предприятиях коммунальных услуг, банках, страховых и брокерских фирмах, университетах, фондах, правительствах городов и штатов и даже о правительствах крупных стран.

Ответы на эти вопросы мало зависели от размера или силы компании. Выживали те, кто смог до наступления самых острых фаз кризиса накопить достаточное количество наличных денег и капитала, кто сумел быстро и своевременно предпринять защитные действия.

— С чем это связано? — спросил президент во время очередного срочного совещания.

— Слишком много пожаров вспыхнуло одновременно, — последовал ответ. — Больше ни у кого нет времени заниматься причинами.

Экономика США нуждалась в передышке, в тайм-ауте для размышления, в хотя бы временной приостановке лавины происходящих событий.

Первыми это почувствовали компании технологического сектора... затем компании, входящие в индекс Dow... затем крупные фирмы Уолл-Стрит, страдающие от бегства клиентов... потом крупные ком-



мерческие банки, являющиеся крупными депозитариями, стали отзывать свои необеспеченные депозитные сертификаты... И наконец гигантские страхователи жизни почувствовали, что их клиенты, начали изымать страховые деньги из ренты и полисов страхования жизни, имеющих денежную стоимость.

В то время как рынок акций продолжал падать по своим прежним законам, миллионы семей больше не могли осуществлять минимальные платежи по своим кредитным картам.

Еще меньшее количество людей могли внести свой первый и второй взносы по закладным — крупнейшей категории долга во всей стране. В результате, темпы роста просрочки платежей по закладным поднялись выше того, что позднее назвали «порогом абсурдности» — уровня, при котором стало физически невозможно жить в согласии с подписанными контрактами, ордерами и обещаниями любого рода.

Как могли агентства по обслуживанию закладных ответить на все эти жалобы? Как могли они справиться с юридическими процедурами против всех, кто прекращал платежи? Какие новые критерии могли использовать банки для выбора объектов возможного судебного преследования и для случаев, в которых можно списать все убытки? Выписки по кредитным картам, закладные, извещения об отчуждении собственности и все прочее — все это стало лишь грудой бумажной работы. Но важнее всего был вопрос: как смогут банки и правительственные агентства, которые выпустили и гарантировали облигации для оплаты закладных, как смогут они возместить убытки инвесторов? Тогда в обиход вошел термин «абсурдная ситуация».

Стало набирать силу массовое движение. Из-за закрытых дверей, за которыми по всей стране проводились собрания, вырвалось слово «мораторий». Сначала его произносили только шепотом, но скоро его стали выкрикивать — как одно из самых ожесточенных общественных требований. Но как конкретно его можно было бы осуществить, никто не знал.

В Силиконовой долине в Калифорнии, в Силиконовой аллее в Нью-Йорке и в других технологических центрах мира ведущие компании призывали принять специальное законодательство «о поддержке высоких технологий», возвращаясь к поддержке НИОКР, проводившейся японским Министерством промышленности и торговли в 1970-е и 1980-е гг. А для начала они желали получить от правительства облегчение бремени долгов — правительственных займов или гарантированных правительством банковских ссуд.

В Хартфорде, штат Коннектикут, и в других центрах страховой деятельности США страховщики направляли петиции членам федеральных комиссий от своего штата о «замораживании ссуд под страховой взнос» с целью предотвращения «распада ликвидности». Тем временем многие банки требовали помощи из-за изъятий средств, ставящих их под угрозу закрытия.

Сильнейшие требования моратория исходили от ряда гигантских корпораций. Они использовали термин «замораживание долга» на том основании, что если сделать хоть что-нибудь, чтобы остановить исчезновение наличности при выплате долгов, то бизнес получит шансы окрепнуть. Они также надеялись, что это может быть связано с отсрочкой платежей по торговым кредитам и процентам, чтобы у них не было необходимости загружать суды заявлениями о своем банкротстве. Федеральный резерв ответил страстным противодействием: «Вместо того чтобы посмотреть в лицо реальности своей несостоятельности, эти фирмы просят признания своего рода “коллективного банкротства”, лишь называя это другим именем. Они хотят, чтобы мы как-то приостановили, отсрочили или даже отменили — с помощью некоей магии — всю их задолженность. Они забывают, как обычно, о другой стороне монеты — о кредиторах. Ибо на каждую фирму, которая получила бы облегчение выплат, будет приходиться другая фирма, владелица денег, которую это облегчение загнало бы еще глубже в дыру. Поскольку, надставляя рукава, нам приходится обрезать подол, любой коллективный отказ от платежей распространится от одного сектора к следующему в цепной реакции банкротств.»

Как сказал один главный исполнительный директор: «Не дно выпало из нашего рынка. Это рынок выпал из нашего дна! А мы все еще пытаемся найти его. У нас есть целый флот судов, блуждающих в море. Мы исчерпали топливо наличных денег много недель назад; сейчас мы бросаем палубную мебель в большие печи, называемые “платежи по долгам”. А вокруг не видно никаких признаков суши.» Флот, о котором он говорил, это электроэнергетика.

Калифорнийские электроэнергетические компании всего несколько лет назад были взяты в осаду отменой госконтроля и острым энергетическим кризисом, но этим дело не закончилось. Изменилась природа кризиса. Многие из крупных корпоративных клиентов электроэнергетических компаний закрывали или уменьшали свои банковские счета. Некоторые из них обанкротились. Почти все компании в условиях финансового стресса срезали углы и откладывали платежи.

Тем временем небольшие счета в банках, счета тех самых семей, которые имели долги по закладным на дома, также оказались заблокированы и с них были прекращены платежи по счетам за электроэнергию. Предприятия, занимающиеся электроснабжением, наряду с другими предприятиями по производству бытовых услуг, оказались почти в том же положении, что и банки и страховые компании — с дырой в своих уже и без того тощих денежных мешках.

Темпы роста числа банкротств среди банков, которые в конце 1990-х гг. упали почти до нуля, снова резко возросли. Процентные ставки, ранее упавшие, подскочили вверх. Все взгляды снова обратились к Вашингтону в надежде на какое-нибудь разрешение кризиса.

## Глава 22

### Игра в обвинения

В то время как экономика спотыкалась и падала, а возмущение народа росло, первым пунктом в повестке дня руководителей Конгресса стоял вопрос не о поддержке или отказе от признания требований, а о том, *кто* виноват в кризисе.

В Сенате многие сотрудники предлагали устроить открытые слушания, но руководство, боясь того, что факты, которые выплывут на допросах, могут еще больше встревожить инвесторов, настояло на проведении закрытых заседаний.

Был выбран элитный комитет по рассмотрению вопроса об «Ответственности за кризис», и разные чиновники из Белого дома, министерств финансов и торговли, Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) и других агентств были приглашены в качестве свидетелей. Одного за другим чиновников поджаривали на огне — сначала вежливо, а затем безжалостно.

— Как вы позволили этому случиться? — спрашивали сенаторы. — Как вы могли позволить этой катастрофе ударить по нашей стране, да еще и в такой обстановке?

Свидетели отвечали уклончиво, свободно рассуждая об экономических условиях вообще, но не сообщая ничего по существу. Они настаивали на том, что не могли судить о последствиях. Никто не мог этого знать.

— Тогда почему вы ничего не сделали *после* того, как это началось? — спрашивали сенаторы. — Вы что же — пассивно сидели, поедая свои кукурузные хлопья, в то время как это ужасное шоу разыгрывалось у вас перед самыми глазами? У вас что же — не было ни представления о происходящем, ни связи с реальным миром, чтобы увидеть страдания миллионов американцев?

— У нас не было ни малейшего представления о том, что произойдет в будущем, сэр, — отвечали они, повторяя друг друга почти слово в слово.

— Да что вы говорите! — сказала председатель комитета. — В вашем распоряжении были лучшие экономические умы в мире. У вас были возможности для экономической войны. У вас должны были возникнуть какие-то догадки о том, что происходит, какое-то предчувствие финансовой и фискальной угрозы, которая надвигалась на нас! Разве президент не получал отчеты о состоянии дел? Разве он не получал какие-нибудь предупреждения?

— Да, конечно, к нему еженедельно поступали доклады «о состоянии дел», — сказал, наконец, один из свидетелей.

— Так, хорошо. *Теперь* намечилось хоть какое-то продвижение. Давайте посмотрим эти доклады. Принесите их сюда.

В течение следующих нескольких недель группа членов элитного комитета корпела над стопками докладов о состоянии дел и относящихся к теме докладных записок, сообщений по электронной почте и других подобранных несекретных документов, которые регулярно проходили через Овальное кабинет или около него. Белый дом решил «погрязнуть» в бумагах и сохранил все — от расписок в получении пиццы до бухгалтерских балансов.

Наконец, в один прекрасный день, кто-то из членов группы воскликнул:

— Эврика! Посмотрите на эту штуковину!

На следующий день, рано утром, когда возобновились слушания за закрытыми дверями, председатель громко постучала по своему микрофону и подняла в руках некий доклад, чтобы все могли его увидеть.

— Эврика! Посмотрите на эту *штуковину!* — объявила она. — Она называется «Опасности кризиса».

— *Что бы это могло быть?* — спросила она риторически. — Очевидно, это некий пространственный доклад, подготовленный для чиновников Белого дома высшего ранга, датированный за месяц до того, как паника перешла в худшую стадию. Он был согласован с Внутренним советом и, по-видимому, основывался на данных от разных агентств. Действительно, здесь на первой странице цитируются источники как Экономического совета при Президенте, так и министерства финансов и торговли, а также ЦРУ. Он дает читателю подробное, пункт за пунктом, описание развития некоего кризиса, который, по какой-то иронии, весьма напоминает тот, что мы переживаем сегодня. В нем есть графики и таблицы, которые выглядят так, словно они вырезаны из сегодняшних газет... или ксерокопированы из сценария старого фильма ужасов. В нем есть конкретные предписания, как бороться с

этими ужасами, предписания, которые, очевидно, никогда не выполнялись. Неясно, кому он был послан. Не названы и имена авторов. И вот, в третий — нет, в четвертый — раз за мою долгую службу на этом посту, я спрашиваю, *кто и когда прочел этот документ? Кто знал, что надвигается этот кризис, и когда они поняли это?*

Следующим свидетелем был некий штатный сотрудник Белого дома, который организовывал совещания в Овальном кабинете. Он отвечал на вопросы сенатора очень взвешенно, пожалуй, даже *слишком* взвешенно.

Но сенатор имела все задатки опытного следователя. Давным-давно она поняла, как почувствовать, когда свидетель или политик говорит одно, а думает совсем другое. Неизменно они останавливаются на лишнюю секунду между предложениями или же вплетают в ответ заранее подготовленные фразы, чтобы заполнить запинки в ответах, возникающие в то время, как их мысли скачут явно по какой-то другой дороге. Все эти тонкие намеки предательски выдавали состояние допрашиваемых. Поэтому сенатор продолжала копать все глубже.

— Читал ли этот доклад секретарь Казначейства?

— Это все зависит от...

— Просто ответьте «да», «нет» или «не знаю».

— Да.

— Какова была его реакция?

По мере продолжения допроса, младший штатный сотрудник, которому казалось, что уж он-то заслуживает доверия, поскольку именно он обнаружил этот доклад, вышел в коридор и позвонил по сотовому телефону.

На следующее утро выдержки из доклада «Опасности кризиса» были помещены на первой странице газеты «Washington Post», а на следующий день полный текст был напечатан в «Wall Street Journal» в «New York Times».

Линда Дэдини открыла «Journal», как обычно, немного потрепанной собакой, и прочитала статью, текст которой показался ей странно знакомым. Она перевернула страницу и удивилась еще больше, увидев график, почти тождественный с тем, в котором сопоставлялись графики изменения индекса Dow за 1929–1932 гг. и в начале 2000-х гг. Она сразу же позвонила Тамаре, чтобы предупредить ее.

— Да, я видела ее вчера в «Post», — ответила Тамара, не зная, смеяться ли ей или плакать. — Они, очевидно, вырезали куски из «Выгоды от кризиса» и затем скомбинировали их с материалами из других источников. А потом они, по-видимому, передали это президенту. Но

они вырезали все рассуждения о «последствиях» из сценария Б и оставили только последствия из сценария А. Они убрали всю надежду и оставили только мрак. Затем добавили свои *собственные* рекомендации по политике, переделав все «не делай» из сценария Б в «сделай это»! Я точно знаю, как они все это проделали! Я привыкла видеть *все это* еще во время моей работы в *Harris*.

— Ага! Теперь я понимаю, — сказала Линда. — Это было целенаправленное усилие, чтобы напугать президента и побудить его ввязаться в войну с кризисом.

— Нет. Я думаю, что на самом деле этот документ представляет собой нечто, изготовленное по запросу самого президента или секретаря Казначейства, чтобы помочь им выкрутить руки председателю Федерального резерва и получить его поддержку в осуществлении их злосчастного плана «спасения» рынка акций. Я просто предполагаю. Но сейчас это уже не имеет значения. Главное то, что кто-то собирается заставить Конгресс пойти по другому пути до того, как станет слишком поздно. Они должны бросить эту игру в поиски виноватых и сосредоточиться на том, о чем они *обязаны* были беспокоиться — на восстановлении.

## Общие корни

Сейчас Линда очень активно соприкасалась с экономическими событиями. Ее спонтанные лекции о принципах физики были настолько хорошо приняты персоналом SECAR, что однажды они пригласили ее поговорить с группой. Они не стали уточнять тему. «Просто придите и проведите с нами небольшую беседу минут на 15 о том, что придет в голову,» — сказали они.

Тем не менее она отнеслась к приглашению очень серьезно. По мере усугубления трудностей на финансовых рынках, SECAR выросла из небольшой группы с полудюжиной исследователей в мощную вашигтонскую мыслительную машину, привлекающую самые талантливые умы из растущих рядов новых безработных Уолл-Стрит. Этот комитет переехал в более обширное помещение близ Арлингтона. На ее «небольшую беседу» должно было прийти свыше 60 человек, поэтому она тщательно подготовила свою презентацию. В аудитории SECAR она провела ее с удивившей всех страстью.

Величайшей нераскрытой тайной, все еще стоящей перед нами, является вопрос о том, как и почему в нашу постэйнштейновскую

эпоху большинство американцев поверило — и все еще верит — в «абсолютные истины» нашего времени, а именно:

Что технологическая революция *абсолютно* гарантировала экономическое процветание.

Что коллапс в масштабе таких компаний, как *Enron* или *WorldCom*, был *абсолютно* невозможен.

Что падение рынка акций по типу кризиса 1929–1932 гг. было *абсолютно* немыслимо.

Однако к настоящему времени многие из этих абсолютных истин не менее абсолютно разбиты. И сейчас наблюдается большой спрос на относительные истины, слова относительной мудрости, которые могут заменить старые истины.

И все же многие никак не могут избавиться от своих старых привычек и по-прежнему ищут абсолютные ответы...

Среди тех, кого удивила ее страстность, находился и ее отец. Она всегда была для него его «маленькой высокой застенчивой девочкой». Он решил использовать ту же тему в своей следующей речи.

Через неделю состоялись новые слушания — на этот раз они проходили в Белом доме и были открыты для широкой публики. Зрители заполнили галереи, чтобы стать свидетелями спектакля. Повсюду были установлены камеры для вещания в Интернете и по кабельному телевидению. Несмотря на частое использование технического жаргона, записи слушаний были в Интернете самыми популярными темами, после порнографии и музыки.

В зале для слушаний было полно торжественных лиц. Джонстон, один из главных свидетелей, в своем выступлении сказал следующее.

Большинство американцев хотят получить *абсолютное* прощение долгов. Или им хочется *абсолютного* окончания кризиса. Однако в мире нет ничего абсолютного. Все относительно.

Сейчас у всех на уме продажи на рынке акций. Всеми, наконец, признано, что мы не можем остановить их. Они должны идти своим путем. Но это поднимает новый, очень насущный вопрос.

Все ли покупки — это белое, и все ли продажи — однозначно черные? Или имеются разные оттенки и того и другого с очень разными последствиями? Мы твердо верим в последнее и в то, что нам следует поглубже разобраться в этих последствиях.

Как раз сейчас неразумные продавцы в США и за границей распродают по дешевке все, независимо от реальной стоимости продаваемого.

Они с мстительным чувством наказывают бесчестные и склонные к манипуляциям компании... но в результате они, почти с такой же ненавистью, наказывают и честно работающие компании.. Они закрывают свои счета в брокерских фирмах независимо от действий их брокеров в прошлом. Они изымают свои деньги из финансовых учреждений независимо от их надежности. Они продают хорошее вместе с плохим.

Трагично, что перед лицом неожиданной и иррациональной продажи даже компании со стоящими технологиями, новаторскими идеями и превосходной продукцией оказываются не в состоянии привлечь капитал. Многие находятся под слишком большим давлением неоплаченных долгов. Некоторые даже вынуждены объявлять себя банкротами, несмотря на хороший управленческий аппарат.

Трагично, что брокерские фирмы, проявляющие честность в работе и имеющие твердую финансовую базу, теряют свой бизнес, а некоторые терпят убытки.

Трагично, что некоторые банки и страховые компании с незапятнанной репутацией и безупречным балансом теряют депозиты клиентов.

Но, может быть, самое трагичное то, что даже тем инвесторам, которые делают правильный выбор и покупают лучшие в мире активы, остается лишь беспомощно наблюдать, как их портфели теряют свою стоимость.

В противоположность этому, *рациональная* продажа имеет потенциал стать конструктивной силой. Инвесторы могли бы продавать плохое и покупать хорошее. Они могли бы наказывать сбившихся с пути, недостойных руководителей компаний и вознаграждать тех, кто проводит честную политику.

Рано или поздно рациональная продажа откроет новые возможности для компаний с лучшими решениями и продуктами. Инвесторы, которые вкладывают деньги в лучшие компании — и по дешевке распродают остальное, — могут получить богатое вознаграждение.

Что же возобладает в результате? Паника или разум? Деструктивный сценарий... или конструктивный сценарий?

Здесь тоже нет абсолютного ответа — ни черного, ни белого. Мы неизбежно будем иметь смесь того и другого. Разум и эмоции будут сосуществовать всегда. Мы не можем даже представить одно без другого. Но мы можем сделать конкретные шаги, чтобы воо-

душевить разум — как при продаже, так и при покупке — и охладить эмоции, будь то страх или жадность.

Еще не слишком поздно предпринять все те шаги, которые наш комитет предложил много месяцев назад в Манхэттене, еще *до того*, как началась паника. В мое письменное заявление я вложил экземпляр этих предложений. Они не изменились. Не являются они и чрезмерно амбициозными. Уберите с Уолл-Стрит все конфликты интересов! Согласуйте интересы фирм с реальными интересами инвесторов! Разружьте стены, блокирующие потоки информации! Раскройте все аспекты риска!

Еще не слишком поздно последовать и тем рекомендациям, которые мы дали созданной президентом Рабочей группе по финансовым рынкам за месяц до начала панической фазы падения рынка. В последнее время было много шума вокруг доклада, составленного Советом по внутренним делам<sup>92</sup> и получившего название «Опасности кризиса». Как бы то ни было, я сейчас открою вам, перед этим представительным собранием и перед американской общественностью, истинный источник информации, содержащейся в этом докладе. Это лежащий перед вами доклад, озаглавленный «Выгоды кризиса».

Я повторяю: Первоначальный доклад назывался не «Опасности кризиса», а «Выгоды кризиса», и его выводы были диаметрально противоположны выводам того позорного доклада, который появился в новостях в начале этой недели.

Его подзаголовок был «Конструктивные предло...»

Прежде чем Джонстон смог произнести до конца подзаголовки доклада, на галерее поднялась какая-то суматоха. Несколько репортеров торопливо прошли к месту возле стола для свидетелей, где лежали экземпляры доклада. Другие, которые уже схватили свои экземпляры, прошли в дальний конец зала и устроили давку у выхода, торопясь

<sup>92</sup> Совет по внутренним делам — консультативный орган при президенте США, созданный в 1970 г. президентом Никсоном с целью формулирования и координации внутривластных рекомендаций и решений. В состав Совета входят президент, вице-президент и члены кабинета министров, в чьи функции входит решение внутренних проблем, а также другие официальные лица, назначенные президентом США. В 1977 г. президент Картер заменил этот орган Секретариатом по выработке внутренней политики. Современное название — Управление по разработке политики. — *Примеч. ред.*

записать свои версии происходящего. Джонстон переждал, пока уляжется суматоха, и затем продолжил.

Как я уже говорил, подзаголовок нашего доклада гласит: «Конструктивные предложения для устойчивого подъема».

Какую же роль можем сыграть мы как добрые граждане? Как можем мы поощрить разумные продажи и одновременно воспрепятствовать неразумным? Еще важнее то, что теперь мы можем направить инвесторов к еще более конструктивной функции — к рациональной покупке.

Первый шаг к этому — перестать показывать пальцем на других. Единственным подходящим местом для этого является место перед зеркалом в вашем доме. Однажды я сам пережил это и должен отметить, это был очень мучительный опыт. А сейчас мы должны проделать это в масштабе всей страны, и это будет не менее мучительно. Но я пережил это, — значит, смогут и другие.

Вторая задача состоит в том, чтобы сократить долги. Мы всегда знали, что при наших долгах мы делаем заем у будущего. Так вот: это будущее уже наступило. Мы знали, что платить за наши излишества будет следующее поколение. А теперь мы сами являемся этим поколением...

Начиная с этого момента, дальнейшие слушания были настолько сосредоточены на долгах и на том, как рассчитаться с ними, что позже их назвали «Слушания о долгах».

До прибытия следующих свидетелей председатель Финансового комитета Белого дома выступил с десятиминутной речью. Он сказал, что всегда жаловался на то, что темпы роста накоплений в Америке были слишком низкими. Поэтому он самостоятельно предпринял секретное исследование того, как побудить американцев копить больше.

— Все, что мы должны делать, это каким-то образом поддержать темпы роста накоплений. — Затем он спросил каждого свидетеля: Что случится, если Америка будет иметь гораздо более высокие темпы роста накоплений?

Одним из свидетелей был Доналд Уокер, бывший директор по исследованиям ныне обанкротившейся компании *HarrisJones*.

— Если мы внезапно перейдем к более высокому темпу накоплений, то результаты будут катастрофическими, — заявил он. — Сам председатель Федерального резерва несколько лет назад утверждал, что потребители должны накапливать *меньше*, а тратить *больше*. Ему каза-

лось, что именно так мы должны поддержать экономику, и я с ним согласен.

Председатель *MetroBank*, борющегося с надвигающимся банкротством, оказавшись на скамье свидетелей, занял другую позицию.

— К сожалению, господин сенатор, этот вопрос в значительной степени подразумевает принятие желаемого за действительное. Вместо подъема наблюдается резкое падение уровня накоплений в США. Средний американец не имеет достаточно накоплений. Это главная причина того, что наши финансовые учреждения сейчас страдают от хронического недостатка капитала.

Конгрессмен был явно недоволен, когда слушания были прерваны на один день. На следующий день он снова вызвал единственного свидетеля, который, как он думал, поддержит его, — Пола Джонстона.

Сенатор повторил вопрос:

— Должны ли мы и дальше стимулировать накопления, и может ли это у нас получиться?

— Да, мы должны! Да, может! — сказал Джонстон. — Это *именно то*, что мы рекомендовали вчера. Это зеркальное отображение тех предложений по снижению задолженности, которые мы выдвинули. Одно не может существовать без другого. Давайте смотреть в лицо фактам: мы были эгоистичны; наделав так много долгов и живя в роскоши и сытости, мы думали только о себе. А теперь нам пора подумать о наших детях и внуках.

Конгрессмен откинулся на спинку кресла и сказал:

— На протяжении всех наших заседаний нам все время объясняли, почему то или иное решение не давало результатов. Вы пришли сюда, чтобы предложить нам план, который может помочь остановить панику? Или вы здесь, чтобы, подобно другим, разглагольствовать высокопарно и расплывчато, выискивая прорехи в рассуждениях других?

— Сэр, *не существует никакого решения* — по крайней мере, такого, какое вы ищете, — способного ликвидировать проблему за короткое время. Вы *должны* позволить процессу идти своим естественным путем, вмешиваясь только тогда, когда это требуется для того, чтобы избежать хаоса на рынке и поддерживать жизнь финансовых центров.

— Очень хорошо, но тогда в чем заключается *долгосрочное* решение? — настаивал конгрессмен, повысив голос.

— Вот в чем оно, сэр. Во-первых, нам нужен период сниженного жизненного стандарта и возросших темпов роста накоплений — тяжелая работа и самопожертвование. Во-вторых, мы должны переориентировать наши производственные приоритеты путем переоснащения

производства и изменения структуры капитала. В-третьих, мы должны покончить с преступностью корпораций и, что еще важнее, заново определить, что мы считаем «преступным» на корпоративном уровне. В-четвертых, мы должны покончить с экспортом субсидий и торговыми барьерами. В-пятых, мы должны научиться жить по средствам, чтобы прекратить принесение на жертвенный алтарь будущих поколений ради сиюминутного приобретения новейших игрушек. В-шестых, мы должны позволить нашим гражданам иметь полный доступ ко *всей* точной и *неискаженной* информации, которую они захотят получить или в которой нуждаются, чтобы иметь возможность позаботиться о себе и заранее защитить свое имущество и здоровье.

Джонстон наклонился вперед, говоря в микрофон мягко, но взвешенно.

— Раньше мы думали, что коррупция в корпорациях и подчищенная бухгалтерия лежат в основании всех наших бед. Сейчас мы открыли, что это только внешняя оболочка и прикрытие более глубокой проблемы — излишних, не могущих быть оплаченными долгов. Впрочем, теперь, когда вы досконально изучите проблемы этих долгов, вы найдете, что имеется еще более глубокий уровень социальных вопросов, которыми жестоко пренебрегали, и которые нанесли огромный вред продуктивности и качеству жизни. И все это связано с понятием честности.

— Применительно к экономике, как вы определите понятие честности?

— Это рост при стабильной численности населения и стабильных ценах в течение *длительного* периода времени — *реальное* создание капитала вместо ложного избытка денег и кредита. Но чтобы достигнуть этого, нам нужно, чтобы *и* хорошие времена, *и* трудные жертвы шли одновременно. Это подразумевает честность и на индивидуальном уровне. Это означает работать напряженнее, тратить меньше и накапливать больше — фундаментальное изменение ценностей, привычек и этики. Это не является чем-то новым. Мы делали это и раньше; можем сделать это снова. Но ясно, что это будет больше, чем один только финансовый сдвиг. Это требует психологического, культурного и политического изменения. И это уже происходит как естественная реакция на трудные времена.

Он замолчал, чтобы взять со стола несколько брошюр, и помахал ими.

— Наш комитет разработал методическую информацию для потребителей: «Как сократить долги в трудные времена!»... «Как защитить свою работу в трудные времена!»... «Как сберечь деньги в трудные вре-

мена!» Так вот, мы призываем вас — Конгресс и Администрацию — сделать эти пособия доступными для общественности — бесплатно, чтобы наиболее полно помочь людям в период кризиса, сократить задолженность, защитить рабочие места и, самое важное, *накопить больше!*

— Разве мы этого уже не делаем?

— Нет! Вы делаете прямо противоположное! Вы говорите потребителям: «Идите и тратьте, тратьте, тратьте. Поддержите экономику, тратя деньги в полное удовольствие!» Вы ничего не говорите о том, где они возьмут деньги, чтобы потратить их. Ничего не говорите о том, сколько им придется *взять в долг*, чтобы потратить. Далее, всякий раз, когда мы имеем небольшой прирост в нашей экономике, мы тут же тратим заработанное. Мы нагромождаем новые долги на старые. Создаем все новые и новые ухищрения, чтобы прикрыть их. Пускаемся в новые спекулятивные экстравагантности. И готовим себя к еще более страшному падению в скором времени.

— На мой вкус, все это становится слишком жидко и невыразительно, — сказал сенатор. — У меня к вам всего один прозаический вопрос: *Как мы можем избавиться от этих проклятых долгов сейчас?*

Джонстон ответил не сразу.

— Ну так что же? Вы знаете ответ на этот вопрос?

— Да, сэр. Я, конечно, знаю. В данный момент должен преобладать наиболее сильноедействующий метод.

— Например?

— Статья 7. Полное прекращение операций. Распродажи по сниженным ценам. Больше ничего. Статья 11. Статьей 11 широко пользовались и злоупотребляли. Суды доведены обращениями на основе статьи 11 до почти полного паралича. У нас не хватает судей. Нам не хватает квалифицированных управляющих конкурсной массой, которые могли бы правильно управлять тысячами умирающих на ходу предприятий. Не считая очень специфичных ситуаций, должно быть только два выхода: стань на свои собственные ноги и оплати все свои счета... или — банкротство по статье 7 и ликвидация предприятия. Это единственный способ избавиться от мертвого груза и расчистить дорогу для здоровых компаний.

— А как насчет рабочих мест?

— Что вы предпочтете: хорошую работу в умирающей компании или не столь хорошую, но приемлемую работу в бурно растущей компании с перспективой повышения?

В обстановке слухов, ползущих вокруг Вашингтона и Уолл-Стрит, о *стремительно нарастающем* количестве разоряющихся крупных

корпораций и даже банков, разговоры о статье 7 стали теми словами правды, которые погрузили Комитет палаты представителей в короткое молчание.

После недолгой паузы другой конгрессмен спросил:

— Вы говорите, что лучшее решение состоит в том, чтобы позволить системе рухнуть, и в этом и заключается наше счастье? Кто отвечает за приглашение этого свидетеля на слушание? — Он оглянулся на членов штатного персонала Конгресса, затем, снова повернувшись к Джонстону, сказал: — Сколько еще продлится этот кризис?

— Чем дольше вы будете пытаться бороться с ним, тем дольше он будет тянуться. Чем скорее вы признаете его неизбежность, тем скорее мы сможем оставить его позади. Вы можете замедлить этот процесс. Можете сделать его более рациональным и спокойным. Вы можете упростить законодательство о банкротствах, чтобы разгрузить суды, рассматривающие их. Вы можете проделать все это — и больше того — направить разрушительную силу кризиса в созидательное русло. Но если вы вернетесь к мерам государственной помощи, то кризис потянет за собой и правительство. Видите ли, прежние слушания стремились доказать, что Белый дом сделал недостаточно, чтобы остановить кризис. Наш доклад и события, происшедшие с тех пор, показали, что он сделал *слишком много*. К счастью, он прекратил свои неудачные попытки.

— Но как, по-вашему, мы должны начать восстановление?

У Джонстона не было ответа, и после пары слов он был отпущен со свидетельского места. Теперь его комитет обратился к другой цели. Он собрал обширные финансовые базы данных, надеясь приступить к решению новой огромной задачи — объединения немногих оставшихся ликвидных ресурсов всего мира. Комитет надеялся, что эти ресурсы можно будет применить в подходящее время, чтобы помочь восстановлению основных финансовых рынков.

Те, кто присоединится к этим усилиям, смогут получить прибыль, покупая обесцененные ресурсы по сверхнизким ценам. В то же время они смогут помочь населению страны в час великой нужды.

Но Джонстон знал, что пока он не будет в состоянии предложить нечто конкретное, любое правительство или международное агентство будет только фыркать, наблюдая усилия этого комитета. Международный валютный фонд скажет, вероятно, что этот комитет страдает нездоровой смесью наивности и иллюзий. Чиновники Казначейства скажут, вероятно, что-нибудь подобное. Он дал себе обещание ничего не говорить открыто, пока не почувствует, что время пришло.

### КАК СНИЗИТЬ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ В ТРУДНЫЕ ВРЕМЕНА

Не все долги плохи. Но хорошо известно, что они могут стать финансовым наркотиком, вызывающим очень быстрое привыкание. И все же банки ежегодно продают миллионы незапрашиваемых кредитных карт<sup>93</sup>. Крупнейшее в истории количество личных банкротств. Бесчисленные разводы возникали или усложнились из-за неприятностей, связанных с долгами. Долги привели к множеству самоубийств.

И это в сравнительно благополучные времена! В плохие времена все гораздо хуже. Если ваш долг уже ощущается как бремя, любая потеря дохода может привести вас на край пропасти. И даже если вы чувствуете, что ваши долги находятся в настоящее время под контролем, спад в экономике может неожиданно сделать их настоящей угрозой. Дефляция (падение цен и доходов) может быть особенно мучительной: в результате ее действия долги становятся намного труднее выплатить.

Если вашу семью поразили плохие времена или дефляция, вы можете заметить, что делаете по своей кредитной карте только минимальные платежи. Или вы можете отметить, что баланс вашего чекового счета опускается все ниже и ниже — или полностью истощается — до конца каждого месяца, и вы заезжаете в свои сбережения, чтобы покрыть нехватку денег. Вы можете обнаружить, что пишете заявления на дополнительные ссуды (больше долгов!) или занимаете из своего пенсионного фонда или из полиса страхования жизни. Действуйте быстро, чтобы предупредить эти проблемы. Если они уже настигли вас, то действуйте еще быстрее!

Если прямо сейчас у вас есть значительные долги, вы, возможно, движетесь, как лунатик, к своему банкротству.

Но является ли банкротство легким выходом? Нет. Оно может оказаться гораздо тяжелее, чем вы думаете, особенно если осуществится реформа законов о банкротстве. Поэтому, если еще осталось время ликвидировать ваши долги, то *сделайте это немедленно*. Следуйте следующим шагам:

**Шаг 1: Объявите личную войну своим долгам.** Если долги могут разрушить вашу жизнь и причинить вашей семье серьезные неприятности, то они не принадлежат к числу ваших друзей. Сосредоточьте вашу умственную энергию на их сокращении.

**Шаг 2: В первую очередь совершите нападение на свои кредитные карты.** Возьмите ножницы. Положите их на ваш обеденный стол. Соберите все имеющиеся в семье кредитные карты, включая вашу собственную, а также принадлежащие тем, за кого вы отвечаете в финансовом отношении. Положите и их на этот стол. Затем наслаждайтесь хрустящим звуком, разрезая их пополам. Порадуйтесь чувству удовлетворения, которое вы испытаете, собирая их в одну кучку плачущим движением руки. Смотрите, как они аккуратно упадут в корзину для мусора.

**Шаг 3: Далее совершите нападение на ваши выписки по кредитным картам.** Соберите все до единой выписки по кредитным картам, которые у вас есть. Если каких-нибудь не хватает, не волнуйтесь. Вы еще успеете по-

<sup>93</sup> Кредитные карты, присылаемые различными финансовыми учреждениями по почте с целью продажи своих услуг населению без запроса со стороны адресата. — *Примеч. ред.*



должноаться в конце месяца. На извещении найдите цифры годовой процентной ставки (ГПС). Зверну каждой выписки выпишите большими цифрами величину ГПС. Разложите все выписки так, чтобы извещения с самой большой ГПС располагались наверху, а с самой малой — снизу.

**Шаг 4: Сложите ваши минимальные ежемесячные платежи.** Скажем, сумма их составляет 200 долларов. Разве не достаточно просто оплачивать минимум? Нет! Компании, выпускающие кредитные карты, намеренно требуют, чтобы минимальные платежи были очень-очень низкими. Их цель состоит в том, чтобы вы накопили как можно больше долгов, чтобы они могли заработать как можно больший доход по процентам. Сколько времени вам понадобится, чтобы выплатить долг по одной только карте с минимальными ежемесячными платежами? Шутка ли! Если вы сейчас должны в сумме 2 тыс. долларов по 17%-ной кредитной карте, вам потребуется на выплату 24 года и эта услуга будет вам стоить 975 долларов только по процентам (сверх основной уплаченной суммы в 1 тыс. долларов). Поэтому минимальные платежи — это не лучший ваш выбор.

**Шаг 5: Рассчитайте, сколько вы можете платить сверх и больше суммы всех минимальных платежей.** Попробуйте платить, по крайней мере, в три раза больше установленного банком минимума. Если эта сумма составляет 200 долларов, значит, ваша цель должна состоять в том, чтобы каждый месяц выжимать еще 600 долларов из вашего бюджета.

**Шаг 6: Первыми оплатите самые трудные долги!** Используйте все 100% из дополнительных 600 долларов, чтобы оплатить кредитную карту с самой большой процентной ставкой. Если две или больше карт имеют одинаковую или почти одинаковую процентную ставку, отправьте лишние 600 долларов в качестве оплаты той карты, по которой у вас имеется самый высокий остаток долга.

**Шаг 7: Подумайте о том, чтобы использовать свои сбережения для освобождения от долгов.** Процент, который вы выплачиваете, вероятно, раз в 10 превращает уровень вашего заработка! Не очень выгодная сделка!

**Шаг 8: Избегайте новых кредитных карт. Точка.** Если вы дали зад зад присяжке использования кредитных карт, то не возвращайтесь к ней. Если вам нужны удобства кредитных карт, то заведите дебетовую карту<sup>94</sup>. Но попросите свой банк, чтобы вам дали настоящую, чисто дебетовую карту, а не ту, в которой скрыты свойства кредитной карты. Если новые незапрашиваемые вами карты приходят по почте, сразу же выбрасывайте их в мусорную корзину.

**Шаг 9: Начните оплачивать наличными любые другие потребительские кредиты, которые вам, возможно, придется брать.** Если вы смогли до сих пор тратить в месяц 600 долларов, и если ваши обстоятельства не изменились, вы можете и дальше жить на эти деньги. Используйте эти 600 долларов для оплаты наличными всех других личных долгов, которые у вас могут появиться.

**Шаг 10: Заплатите наличными по своей закладной.** Большинство людей не осознает, что все, что им надо сделать, это выписать очередной чек на большую сумму, чем они платят обычно, положить чек в конверт и послать его компании, выдавшей закладную. Они автоматически вычтут дополнительную сумму из общей суммы долга. Таким образом, если ваш регулярный платеж равен 1 тыс. долларов, выписывайте ипотечной компании 1600 долларов ежемесячно. Вас удивит, насколько быстрее вы расплатитесь по своей закладной.

## КАК СОХРАНИТЬ СВОЕ РАБОЧЕЕ МЕСТО В ПЛОХИЕ ВРЕМЕНА

Снижение количества рабочих мест в 2002 г. было необычным по двум причинам: 1) оно произошло в то время, когда экономика якобы восстанавливалась, и 2) оно затронуло почти всех в равной пропорции — независимо от этнической группы, происхождения, пола, профессии, статуса и уровня доходов. То же самое будет, вероятно, происходить и в будущем. Чтобы сохранить свое рабочее место, следуйте нижеперечисленным шагам:

**Шаг 1: Проверьте финансовые перспективы вашей компании.** Если ее акции зарегистрированы на фондовой бирже, вы можете получить их рейтинг, обратившись в одно из независимых рейтинговых агентств.

**Шаг 2: Если у вашего работодателя нет акций, зарегистрированных на фондовой бирже, запросите его последний финансовый отчет.**

**Шаг 3: Если ваша компания имеет низкий рейтинг по уровню риска или неблагоприятный отчет, то это плохой признак.** Она вполне может справиться со своими задачами в хорошие времена, но ваша работа — а возможно, и вся компания — может оказаться уязвимой в период кризиса.

**Шаг 4: Нет нужды говорить о том, что для обеспечения вашего дохода есть две стратегии, которым вы можете следовать:**

**Стратегия А.** Постарайтесь изо всех сил сделать себя ценным сотрудником. Используйте все финансируемые вашей компанией возможности освоения новых профессий или видов работ. И даже если таких возможностей нет, посвятите ежедневно по крайней мере один час своего свободного времени на освоение навыков, ценных для вашей фирмы. Обратитесь к помощи Интернета, и вы изумитесь, узнав, сколько там можно узнать и чему научиться бесплатно либо за очень небольшую плату. Доступ к сети Интернет сейчас имеется в большинстве публичных библиотек, школах, узлах связи и т. д.

**Стратегия В.** Сделайте все возможное, чтобы постоянно стоять на вершине рынка труда. Соберите информацию о наиболее востребованных специальностях, советы о том, как получить работу, и последние данные о том, что происходит в различных отраслях промышленности. Используйте Интернет для того, чтобы как можно шире распространить ваше резюме.

**Шаг 5: Используйте следующие советы, чтобы решить, какой стратегии вам лучше следовать:**

✓ Если экономическое положение вашей компании прочно и она входит в группу компаний с низким риском, пользуйтесь почти исключительно стратегией А, но продолжайте следить за тем, что происходит на рынке

<sup>94</sup> Дебетовая карта — карточка для безналичной оплаты путем списания суммы оплаты со счета владельца. Без возможности предоставления кредита. — Примеч. ред.

труда. Если экономическое положение вашей компании неустойчиво, но компания все же входит в группу низкого риска, то следуйте общим стратегиям с равной энергией.

- ✓ Если экономика сильна, но компания входит в группу с высоким риском, следуйте общим стратегиям с равной энергией.
- ✓ Если экономика слаба и плюс к этому риск высок, сделайте стратегию В вашим первым приоритетом, но не пренебрегайте и стратегией А, особенно в отношении рабочих навыков или специальностей. Даже если вы смените работу, вам они все равно понадобятся.

Не бойтесь того, что ваш работодатель может подумать или сказать о вашей активности в поисках работы. Ясно заявите ему, что вы *всегда* следите за рынком труда, даже если у вас нет намерения бросить свою нынешнюю работу.

### КАК ДЕЛАТЬ НАКОПЛЕНИЯ В ПЛОХИЕ ВРЕМЕНА

Плохие времена могут принести с собой дефляцию, а дефляция может сделать вас беднее, даже привести вас к банкротству. Или же она может сделать вас значительно богаче. Выбор за вами.

Одна вещь, которую вы можете сделать, и которая имеет решающее значение, это *сбережения!* Если вы не можете делать сбережений, дефляция может нанести вам вред. Если вы можете делать сбережения, дефляция может вам получить очень ощутимую пользу:

**Польза 1:** Ваши сбережения прослужат долго. Когда вы их все же потратите, вы получите больше за меньшее.

**Польза 2:** В подходящее время вы сможете совершить крупные и выгодные вложения. Мир инвестиций будет похож на гигантский отдел распродаж по низким ценам в крупном универмаге.

**Польза 3:** Доход! В данный момент процентные ставки низки. Но даже низкие процентные ставки лучше, чем высокие ставки процентов по издержкам. Более того, если вы дождетесь наступления того момента, когда цены на облигации упадут, а их доходность повысится, вы сможете поместить свои деньги под сравнительно высокие проценты на многие годы вперед.

**Польза 4:** Даже при отсутствии дефляции вы будете лучше спать по ночам, зная, что у вас есть хорошая упругая подушка, на которую можно упсть в случае любого непредвиденного события. И даже если снова разразится инфляция, вы сможете продержаться, если будете хранить свои сбережения в рыночном инвестиционном взаимном фонде — ваш доход от процентов, скорее всего, возрастет в соответствии с ростом инфляции. Чтобы получить все эти преимущества, осуществите следующие шаги:

**Шаг 1:** Прикиньте, сколько вы сможете *без больших неудобств* откладывать каждый месяц. Многие переоценивают свои возможности, терпят неудачу и затем вообще отказываются от своей цели. Лучше перестраховаться, но затем придерживаться этого уровня с религиозным рвением.

**Шаг 2:** Если это вообще возможно, постарайтесь сделать так, чтобы деньги накапливались *автоматически*. Ваш работодатель, ваш кредитный союз или

ваш банк дадут вам дополнительную информацию о том, как это сделать. Однако убедитесь, что это надежное учреждение.

**Шаг 3:** Если вы не можете организовать для себя программу автоматического накопления, примите твердое решение никогда не тратить ни цента до того, как будут сделаны ваши ежемесячные накопления. Никакое иное использование денег (кроме, конечно, основных необходимых затрат) не может быть более важным, чем ваши накопления. Это было верно всегда. А в плохие или дефляционные времена это даже не подлежит обсуждению. Если у вас еще нет существенной заначки, вы почти неизбежно *должны будете* ее сделать.

**Шаг 4:** Позвольте времени работать на вас. Вы будете *абсолютно* изумлены, увидев, сколько денег вы сможете накопить, просто откладывая небольшую, но вполне посильную сумму месяц за месяцем. И это без учета процентов. Если же вы добавите проценты, плюс проценты на проценты, вы удивитесь еще больше.

## Глава 23

### Нижний предел

Не все новости были плохими. Несмотря на суматоху, система рынков акций и многих ключевых финансовых учреждений выжила.

Но если бы вы во время паники читали только заголовки газет, вы, вероятно, подумали бы, что все брокерское и банковское дело пошло прахом. Финансовая пресса, которая в предыдущие годы старалась уделять меньше внимания дурным новостям, касавшимся Уолл-Стрит, теперь делала прямо противоположное.

Средства массовой информации выливали на свои страницы историю за историей о злоупотреблениях правами инвесторов. Они подвергали резкой критике брокерские фирмы за их продолжающиеся плохие советы и банки за их ссуды нечистым на руку руководителям компаний. Они представляли обе ветви финансовой сферы безответственными и безрассудными. Передовицы твердили о настоятельной необходимости более глубокой реструктуризации, в то время как в новостях цитировали неназванные правительственные источники, оплакивающие тщетность *любых* реформ в обстановке кризиса.

Однако за кулисами реальность оказалась отнюдь не столь безнадежной, как это представлялось на сцене. Масса описываемых сейчас случаев злоупотребления интересами инвесторов на самом деле произошла месяцами или даже годами ранее. Это были старые новости. Важнее было то, что в то время как новости заполняли сюжеты о банкротстве крупных корпораций, вместо одной обанкротившейся появлялось сразу несколько здоровых компаний. То же самое происходило и среди банков, страховых компаний и брокерских фирм.

И действительно, для инвестора, который был готов пойти на некоторый риск, это было идеальное время для покупки акций финансовых компаний с хорошей капитализацией. Но они никому не были нужны. Подавляющее большинство инвесторов — и даже экономистов-аналитиков — думали, что «все» брокеры и банки скоро разорятся и «никогда» не оправятся. Некоторые заходили так далеко, что уве-

ряли, что вся капиталистическая система «обречена» и даже демократия скоро окажется «банкротом».

Ничто не могло быть дальше от истины. Соединенные Штаты по-прежнему оставались сильнейшей страной в мире — не только в военном, но и в технологическом плане. В Японии и Германии все еще работали блестящие умы. В Канаде, России, Бразилии и в десятках более мелких стран внезапно появились новые таланты.

Уолл-Стрит не умерла. Кризис, во всяком случае, преподал Америке кое-какие очень горькие уроки, закалив ее решимость и сделав ее лучше, честнее и сильнее. Но те, кто переживал его, не могли видеть столь далеко. Они видели только темные тучи, которые, казалось, с каждым часом становились еще темнее.

Лишь горстка инвесторов видела свет. Они покупали акции финансовых компаний, сосредоточивших большую часть капиталов и обладавших портфелями наименее рискованных вложений и займов. Со временем они удваивали, а то и утраивали свои капиталы. То же самое должно было вскоре произойти с инвесторами, которые покупали акции некоторых компаний из нефинансовых секторов экономики.

Однако для инвесторов, желающих забрать свои деньги с брокерских счетов, все выглядело по-другому, особенно если они были клиентами фирмы, близкой к банкротству. Во-первых, они погрязали в отсрочках и заминках. Во-вторых, если у них были необычно большие счета, выше застрахованных лимитов, они теряли излишек.

Страхование брокерских счетов — как государственное, так и частное — тоже не покрывало убытков, вызванных обманом, или даже, во многих случаях, заканчивалось неоплаченными исками в арбитраж. Инвесторы нередко выходили из дверей арбитражного суда в восторге от того, что выиграли выгодное соглашение или получили компенсацию от брокерской фирмы, чтобы потом обнаружить, что эта фирма, чтобы избежать оплаты, уже подала документы в суд по делам о банкротстве.

Но газеты, пытаясь представить эти случаи так, словно это происходит со всеми инвесторами, говорили неправду. Те, у кого были брокерские счета в фирмах с хорошей капитализацией, редко сталкивались с подобными трудностями.

К сожалению, ни SEC (Комиссия по ценным бумагам и биржам), ни финансовая сфера не могли предотвратить *появление* хаоса. Не могли они избежать и случающихся изредка рыночных пробок, — когда совершение сделок с ключевыми акциями временно приостанавливалось, или когда сделки на некоторых фьючерсных рынках прекраща-

лись вследствие операций, превышавших допустимые дневные лимиты. Эти исключительные дни тоже сопровождались кричащими заголовками в печати, в то время как многие другие дни, когда торговля проходила нормально, освещались слабо или просто не замечались. И наконец, когда этого меньше всего ожидали и пессимизм достиг своего пика, это произошло: рынок акций достиг своего нижнего предела.

## Покупка у дна

За несколько месяцев до этого Линда Дэдини, выходя из офиса, в котором располагался комитет ее отца, случайно столкнулась со своим консультантом и его женой, которые тоже направлялись домой. Поскольку все они жили в одном и том же районе Вашингтона, они вместе взяли такси. В тот момент она этого не осознавала, но впоследствии оказалось, что эта поездка стоила гораздо больше той половины платы за такси, которую она заплатила.

— Вы сказали, что не сможете позвонить мне, когда рынок опустится до твердого дна, — заметила она ему, когда его жена, наконец, устала поворачивать голову назад с переднего сиденья, чтобы принять участие в общем разговоре. — Но не могли бы вы все-таки дать мне хотя бы общее представление о некоторых характерных признаках этого состояния? Я должна это знать — не только из-за своих вложений в акции обратного индексного фонда и пут-опционов, но и вообще. Мне это надо знать, чтобы не прогадать с другими моими вложениями, и ради всего плана нашей жизни. Пожалуйста, вы можете дать мне хоть какие-нибудь намеки?

Консультант все еще упирался. Он сказал, что все, что пришлось пройти, это уже история, и что происшедшие события побили все исторические рекорды. Но она продолжала настаивать, и он, наконец, уступил.

— Дивиденды. Начните с дивидендов. Помните те маленькие чеки, которые вы регулярно получали от компании? В те добрые старые времена инвестирования?

— Смутно. Мои акции никогда не приносили дивидендов. Впрочем, что там с ними?

— Они имеют критическое значение. В бурные 1990-е гг. большинство инвесторов вообще не обращали внимания на дивиденды. «Что о них думать, если чеки, которые они присылают, до смешного ничтожны? — спрашивали они. — Ну и что же, если исполнительные директо-

ра позаимствуют несколько крошек прибыли! — говорили они. — Пусть только следят, чтобы цены наших акций выросли выше крыши, а мы пока будем жить в свое удовольствие!»

— А сейчас?

— Сейчас, когда рынок распадается, они *все еще* не обращают большого внимания на дивиденды. Они все еще слишком ошеломлены потерями. Теперь они говорят: «Если бы мне пришлось сидеть, ожидая этих чертовых чеков на дивиденды, то потребовалось бы три тысячи четыреста и еще бог знает сколько лет, чтоб возместить мои убытки!» Затем они бросают что-нибудь вроде: «Хочешь поговорить о дивидендах? Пойди, прогуляй мою собаку. Можешь говорить с ней об этом сколько угодно.»

Они рассмеялись, и он продолжал:

— Когда вы приблизитесь к нижнему пределу кризиса, произойдет то же самое. Если вы обратите пристальное внимание на дивиденды, вы будете, скорее всего, одной из немногих. Но вы *должны* это сделать. Вы, конечно, видите, что цены на большинство акций настолько низки, что даже жалкие платежи по дивидендам скоро будут давать вам весьма соблазнительный доход.

— Как это так?

— Скажем, компания каждый квартал посылает вам чек на дивиденды в размере 25 центов на акцию, или один доллар за год. И предположим, что ваша акция стоит 100 долларов. Каков будет ваш дивиденд в процентах?

— Один процент?

— Верно. А теперь предположим, что цена вашей акции упала до 10 долларов, а они все еще посылают вам каждый год по одному доллару на акцию в виде дивидендов. Сколько это будет в процентах?

— Десять процентов. Ого! Вижу, к чему вы клоните. Десять процентов — это большой дивидендный доход!

— Вот именно. Даже если они сократят ваш чек наполовину, вы все еще будете получать 5% — в пять раз больше, чем получали раньше. Когда вы начнете наблюдать такую ситуацию повсюду, я полагаю, это и будет признаком близкого дна.

— А что еще?

— Стоимость, конечно. Беда в том, что при таком числе компаний, которые просто борются, чтобы быть прибыльными, доход не является очень надежной мерой стоимости. Вам придется обратить внимание и на кое-какие другие вещи — вроде общей выручки.

— Это то же самое, что и «объем продаж»?

— Да. Скажем, например, что вы купили одну акцию компании, входящей в индекс S&P. И допустим, что эта акция стоит 20 долларов. И вот вопрос: какой объем выручки от продаж должна иметь компания, чтобы обеспечить стоимость одной вашей акции? Ну так вот, например, осенью 2002 г., даже после того как стоимость акций на рынке резко упала, средняя стоимость акций компаний, входящих в S&P 500, была в 1,17 раз выше выручки от продаж, приходящейся на одну акцию.

— Иначе говоря,...

— Иначе говоря, если акция продавалась по цене 20 долларов за акцию, то для ее обеспечения требовалась выручка около 17 долларов на акцию.

— Хорошо это или плохо?

— Плохо.

— Почему?

— Потому что если вы собираетесь вложить свой тяжким трудом заработанный доллар в компанию, вы хотите, чтобы они имели за целый год намного больше одного доллара общей выручки (в пересчете на одну акцию)! Помните, мы говорим об объемах продаж, а не о прибылях!

— Теперь я понимаю. Но какую величину можно считать хорошей?

— Обычно, в нижней точке падения рынка, я сказал бы, что акции дешевы и их следует покупать, если их цена составляет 0,7 от стоимости продаж или меньше. Но в условиях паники, когда вы не знаете, кто собирается завтра продавать по бросовым ценам большие пакеты акций этой компании, я сказал бы, что стоит подождать, пока они станут еще дешевле. Скажем, 0,5 от стоимости продаж, может быть и меньше.

— Значит...

— Это означает, что акции должны продаваться по цене *меньшей*, чем величина объема продаж, приходящаяся на одну акцию, намного меньше. Может быть, за *половину* стоимости продаж (в пересчете на одну акцию) или ниже. Например, эта акция, о которой мы только что говорили: сколько, я сказал, она теперь стоит?

— 20 долларов?

— Правильно. Скажем, мы сейчас находимся почти в нижней точке падения рынка и хотим купить акции, которые продаются по цене 20 долларов за акцию. Вы хотите, чтобы она имела не ниже 40 долларов в стоимости продаж на акцию, может быть, даже больше.

— Но будет ли она по-прежнему продаваться так дорого? По 20 долларов?

— Нет, нет. Я не имел в виду именно какие-то конкретные акции. Важен принцип. Если вы покупаете акции, которые стоят 10 долларов за акцию, вы должны иметь не меньше 20 долларов от продаж (на одну акцию). Если ваша акция стоит 5 долларов, тогда должно быть 10 долларов от продаж на одну акцию и т. д. Ясно?

Консультант взглянул в окно такси и заметил, что они подъезжают. Его жена стала копаться в своей сумочке, но Линда попросила ее не беспокоиться.

— Я расплачусь, — сказала она. — Я выхожу последней. — Затем, беспокоясь, что разговор скоро закончится, она повернулась к Даллесу и спросила:

— Это относится ко всем акциям?

— Да, ко многим. — Машина остановилась, Даллес вышел наружу, открыл переднюю дверь и подождал, пока его жена, проигнорировав предложение Линды, не расплатится с шофером. Она дала ему лишних 10 долларов, чтобы оплатить оставшуюся часть пути, плюс чаевые, но Линда этого не заметила, так как внимательно вслушивалась в последние слова консультанта.

— Высокий уровень наличности взаимных фондов. Критический объем сделок. Возмутительно пессимистические настроения. Отчаянные экономические условия. Важные, драматические действия правительства. Виноват. Должен сейчас бежать. Позвоните мне позже насчет деталей.

Но в следующий раз они говорили уже на другие темы, а еще через несколько месяцев Линда ругала себя за то, что упустила свой шанс, не обсудив до конца такую важную тему. Она была абсолютно убеждена, что пропустила тот самый момент, когда рынок достиг своего дна, и сказала своему консультанту, какая она «полная идиотка», раз не сумела узнать у него всех подробностей.

— Вы ищете Святой Грааль, которого не существует, — решительно ответил консультант.

— Что вы хотите этим сказать?

— Вы ищете «большое дно». Так вот, нет такого «большого дна». Каждый крупный сектор экономики достигает своего дна в разное время, а может быть, даже в разные годы. Вы знаете, когда акции предприятий коммунального хозяйства достигли своего дна во время Депрессии начала XX в.?

— Где-то в начале 1930-х гг.? В 1931? Или в 1932?

— Сюрприз! Это был 1942 г. — почти через 10 лет после того, как промышленные акции достигли своего дна. Цены на правительствен-

ные облигации достигли своего дна *зادолго до* рынка акций, а низко-сортные облигации корпораций — примерно в то же самое время. И так было всегда. А в этот раз кто знает, что первым коснется дна. Фактически легче, вероятно, заметить тех, кто первым *от него оттолкнется*. Думаю, что это будет происходить более или менее *в порядке увеличения качества*.

— Простите?

— Иначе говоря, расположите все ваши виды активов и все ваши вложения по порядку, начиная с самых высококачественных, почти ликвидных вложений, и кончая самыми низкокачественными, самыми гипотетическими, наиболее неликвидными вложениями. Это будет, вероятно, тот самый порядок, в котором люди стали бы покупать их — а значит, и поднимать их цены.

— Например?

— Ну, например, на первом месте в этом ряду вы имеете ценные бумаги Казначейства. Затем билеты<sup>95</sup> и облигации Казначейства. За ними идут высококачественные облигации корпораций, после них, может быть, привилегированные акции компаний с самыми прочными балансами и стоимостью. Затем обыкновенные акции тех же компаний. Бумаги с гипотетической стоимостью, вроде бросовых облигаций и копеечных акций — будут последними.

— А как насчет конвертируемых облигаций? Сейчас они дают мне приличный доход, а позже я смогу конвертировать их в обыкновенные акции. Они надежны?

— Это зависит от их рейтинга. При высоком рейтинге они, по-видимому, столь же надежны, как и хорошие облигации корпораций. При низких рейтингах их надежность будет намного ниже. Имейте в виду, все это — гипотезы. К *тому времени*, когда это произойдет, вы будете знать обо всем этом намного больше, чем я знаю *сейчас*.

— Что вы подразумеваете под *всем этим*?

— Я хочу сказать, что наши рассуждения сейчас могут быть веселыми и забавными, но их ценность гораздо меньше того, что вы увидите своими глазами — там и тогда, где и когда это произойдет.

— Но я боюсь, что *уже* пропустила дно для «голубых фишек» в индексе Dow. Вы не согласны? Не кажется ли вам, что это самое «дно»

<sup>95</sup> Билеты Казначейства — ценная бумага, выпущенная Казначейством США, со сроком погашения между одним и семью годами. Процент выплачивается каждое полугодие, а номинал возвращается при погашении. — *Примеч. ред.*

было достигнуто пару месяцев назад, когда выступал папа, а настроение рынка было таким негативным?

— Необязательно. Многие хорошие вложения могут несколько раз достигать дна. Так что если вы проглядели первое дно, вы, может быть, сумеете подхватить его в следующем раунде.

Он помолчал, а затем спросил:

— Вы когда-нибудь бывали в аэропорту, где пассажиров подвозят от терминала до самолета автобусом?

— Да, но...

— Это то же самое. Этот автобус-челнок несколько раз возвращается, чтобы взять новую партию пассажиров на один и тот же самолет. Если вы опоздаете на первый рейс автобуса, не беда — сядете на следующий.

— А если вы опоздаете на самолет?

— Успеете на *следующий* рейс. Хотя это, возможно, обойдется вам дороже. Ну и что же? Вы ведь все равно попадете туда, куда вам надо.

Консультант был прав. Пока рынок дико подпрыгивал вверх и вниз около своего дна, объем сделок с акциями был беспрецедентен. Но через несколько месяцев индексы так никуда и не двинулись. Это было похоже на ту «великую капитуляцию», которую все ожидали, но *без* более значительных падений цен. И именно эти не такие уж малые колебания оказались ловушкой для большинства гуру, которые пытались предсказать удачное время для сделок на рынке.

Вторым аспектом, который сметал с дороги этих предсказателей поведения рынка, было денежное положение взаимных фондов. Общее правило большого пальца, которому они следовали, можно сформулировать так: если взаимные акционерные фонды имеют около 10 или больше процентов своих активов в наличных деньгах, то это признак высокой потенциальной покупательной способности и вероятное рыночное дно.

Но в этом пункте взаимные фонды вряд ли могли быть поддержаны инвесторами, которые хотели забрать свои деньги. Поэтому вместо того, чтобы увеличивать свою долю высоколиквидных активов, они продолжали использовать почти всю свою денежную наличность только для того, чтобы удовлетворить требования инвесторов. И только после того, как рынок несколько раз отскочил от дна и стабилизировался, взаимные фонды смогли снова начать накапливать наличные деньги. А после нескольких месяцев денежных поступлений они начали покупать в сколько-нибудь заметных размерах.

Повсюду все еще происходила не поддающаяся количественной оценке продажа акций — инвесторы, упорно хранившие свои акции до самого горького конца, а сейчас, наконец, признавшие себя побежденными... ин-

весторы, продававшие потому, что нуждались в деньгах для спасения своего бизнеса, или для того, чтобы просто купить еды,... мелкие и крупные инвесторы,... инвесторы, живущие в Соединенных Штатах, Канаде, Германии, Японии, Гонконге, Сингапуре, Тайване и Латинской Америке.

Нашлось даже много инвесторов, которые продавали просто потому, что выяснили, что все их знакомые уже продали свои бумаги, и они остались в одиночестве.

— Мне показалось, вы сказали, что все еще держите свои акции, — говорит один пожилой пенсионер другому около плавательного бассейна в Сенчури Виллидж в Южной Флориде.

— Нет, нет. Я уже давно бросил эту игру с рынком. Разве я вам не говорил?

На самом деле, он не говорил. Когда такие инвесторы продавали, они делали это тихо, смущенно признавая, что они проиграли. Только после того как рынок упал намного ниже и принятие такого решения стало выглядеть как акт предвидения, вот тогда-то они и сообщали своим друзьям об этом. Чего они не понимали, так это того, что быть «одиноким» часто означало выигрышное положение, особенно в критические поворотные моменты.

Однако, несмотря на все тревоги, связанные с продажей, не менее сильная волна покупок прокатывалась всякий раз, когда индексы Nasdaq, Dow или S&P приближались к нижнему пределу. Это действительно было начало конца для одного из крупнейших «медвежьих» рынков в американской истории. Но это не было концом кризиса — не говоря уж о начале нового «бычьего» рынка.

В попытках поднять рынки правительства всего мира делали оптимистичные заявления. Япония: «Мучения не кончились, но время исцеления приблизилось.» Франция: «Настало время для всех граждан Республики снова вложить свою уверенность в будущее своей страны.» Великобритания: «Скоро начнется реальный подъем экономики.»

Рынки игнорировали эти заявления. Подъемы сменялись падениями. В течение многих месяцев индексы и Nasdaq и Dow скакали вверх и вниз у самого дна.

## Золото

Однажды, когда на некоторых рынках все операции были временно остановлены, а некоторые банки закрылись, секретарша Джонстона сообщила ему о срочном, чуть ли не полном отчаяния звонке от его зятя Гэбриэла Дэдини. Джонстон сразу же взял трубку.

— Что случилось? — спросил он.

— Что случилось? Да ничего не случилось. Все катится вниз и притом все быстрее, быстрее и быстрее. Я не говорю об одном только рынке акций. Рынок акций — это уже история, и все это знают. Я говорю о недвижимости. Я говорю о банках, страховых компаниях, правительстве, обо всем обществе. Вы знаете, сейчас я гражданин, и я люблю эту страну. Мои дети — ваши внуки — родились здесь. Я не испытываю удовлетворения от этого, но я знаю, о чем говорю. Я *знаю*. Я был в Аргентине с родителями, когда ее экономика, а следом и почти все общество, рухнули. А сейчас то же самое вот-вот произойдет здесь, в Америке. Я чувствую это своими костями. Все, что я вижу, подтверждает это.

— Что, например?

— Например, демонстрации на Уолл-Стрит. Люди маршируют по Уолл-Стрит, крича и стуча своими ножницами или что у них за металлическая штука? В Аргентине люди делали это при помощи кастрюль и сковородок. Какая разница? А посмотрите на эти толпы около банка в Лос-Анджелесе! Я говорю вам — это только начало.

— Я могу понять ваши чувства. Они естественны, когда дела идут плохо, но...

— *Ха!* Именно это говорили и в Аргентине. Нам говорили: «Дела идут так плохо, что хуже уже быть не может.» Но они ошибались. Дела пошли еще хуже. Когда правительство объявило величайший дефолт в истории, говорили, что хуже уже быть не может. Затем правительство объявило величайшую в истории девальвацию. Когда банки «временно» закрылись, они тоже говорили, что хуже уже быть не может. Затем банки *навсегда* поглотили наши деньги. Да, кстати, я имею в виду и аргентинские филиалы *американских* банков, где мы держали наши деньги в *американских* долларах! Мы потеряли три четверти наших денег!

— Успокойтесь, Гэбриэл. Давайте посмотрим на это с большей долей разума и меньшей — эмоций.

— Я знаю, что вы думаете! Большинство так думает! Они думают, что Аргентина — это всего лишь одно из *тех* мест, что южнее американской границы. Могу заверить вас, что это не так. Это общество — по крайней мере, оно было таким — передовое, с населением, состоявшим, в основном, из среднего класса, демократическое, индустриальное, — совсем как здесь, в Соединенных Штатах. И тем не менее там это случилось. Значит, может случиться и здесь.

— Вы действительно считаете, что положение может ухудшиться?

— Опять вы за свое — точно так, как они делали в Аргентине! В Аргентине, когда экономика рухнула и исчезли рабочие места, они заяв-

ляли, что уж теперь-то точно хуже быть не может. И что же? Общество рухнуло. Дети вместо того, чтобы ходить в школы, в компании с безработными профессионалами своего дела стали рыться в отбросах. Вы знаете, что это на деле означает? Это означает проводить 12–14 часов в день вместе с детишками, копаясь в дерьме и грязи городских свалок. Представители среднего класса! Люди с учеными степенями! И вот в это самое время им говорили: «Ну, уж *конечно*, хуже *этого* быть ничего не может.» Но оно настало. Насилие! Следующими были насилие и кровопролитие! Всех победили торговцы наркотиками. Они наводнили Буэнос-Айрес. А в Бразилии, в разгар демократических президентских выборов, эти торговцы наркотиками фактически закрыли Сан-Паулу. Вот почему я вывез оттуда своих родителей!

— Я кое-что читал об этом. Неужели было до такой степени плохо?

— Нет! Было хуже — намного, намного хуже того, что вы читали. Потому что все, что вы можете выразить словами, гораздо хуже того, что можно поместить на печатную страницу. Надо увидеть, чтобы поверить. Надо лично побывать там, чтобы почувствовать это своим нутром, понять сердцем.

— Почему же вы никогда раньше не говорили об этом?

— Вы что — смеетесь? Я много месяцев рассказывал об этом Линде. Я говорил ей, что это надвигается — не только на Аргентину, но и на Уругвай, Парагвай, Бразилию, Венесуэлу, на Антильские острова, Мексику, а затем придет и сюда. На приеме, когда умер отец вашей жены, я произносил публичные речи почти перед каждым, кто соглашался слушать, — около бассейна, на автостоянке, во всем доме. Разве вы меня не видели? Не слышали меня? Вы же были там, верно?

— Был, был, но мысли мои были заняты составлением предложений и...

— *Господи Иисусе!* — воскликнул Гэбриэл. Затем он помолчал и попытался сменить тон, замедлить темп и перейти к более спокойному и практическому обсуждению. — Сейчас вопрос стоит так: что нам делать со всем этим?

— Честно говоря, не знаю. Вы что-нибудь придумали?

— Ваш комитет! Ваш комитет должен отказаться от попыток сберечь деньги людей и начать спасать их *жизнь* — начиная с нашей семьи. Нужно вывезти отсюда как можно больше людей — из городов в деревню, где они смогут, по крайней мере, защитить себя от озверелых городских толп. Мы продали наш загородный дом, чтобы поиграть на рынке акций, и в результате потеряли все. У вас еще есть имение в... в этих...

— В Аппалачах.

— Да, в Аппалачах. И наследство семьи! Вы должны помочь мне — помочь нам — убедить Линду забрать свои чертовы деньги из всего, куда она их вкладывает, и вложить в какие-нибудь безопасные активы, в *по-настоящему* безопасные активы. Чего будут стоить эти вложения в Казначейство, когда Министерство финансов вообще закроют? Чего будут стоить эти пут-опционы, когда закроют биржу? *Una putaria!* Публичный дом — вот что здесь будет! А взаимные фонды? Взаимные фонды будут бесполезны, и их управляющие поспешат удрать из страны.

— Не могу сказать, что согласен с вами. Но допустим на минуту, что вы правы. Что *вы* будете делать с деньгами?

— Есть только один вид вложений, который переживет эту смуту. Это золото. Слитки золота. Весовые монеты. Я не стал бы доверять даже редким монетам. Вы видели, что уже произошло с золотом? Оно *выросло до небес*. Именно там я держу деньги моих родителей, и сейчас это целое состояние. Когда общество рухнет, остается только одна вещь, которая будет иметь ценность, единственная вещь, которую вы сможете обменять на пищу и кров, а также на оружие, чтобы защитить себя. Вы говорите о восстановлении экономики, но никакого восстановления не будет. Ни у кого нет денег, чтобы начать это восстановление. Скоро все будут искать спасения, буквально.

На мгновение Джонстон опешил и сказал, что тщательно обдумает сказанное. Затем он вернулся к круглому стеклянному столу около бассейна, в котором отражался месяц. Да, логика Гэбриэла казалась ясной: Аргентина — общество, принадлежащее преимущественно к среднему классу, пережила финансовый коллапс, который разорвал на части ткань общества. А теперь Соединенные Штаты, тоже с преобладающим средним классом, индустриальная страна, образованное общество — и вот оно тоже переживает финансовый кризис. Следовательно, что может защитить американское общество от аналогичной судьбы? Все выглядело логично, но Джонстон никак не мог согласиться с такой логикой.

Аргентина, зависевшая от иностранного капитала, торговли с другими странами и от иностранных банков, утратила действенный контроль над собственной судьбой. Соединенные Штаты, несмотря на свою зависимость от внешнего мира, имеют больше возможностей этот контроль сохранить.

Если бы правительство США вмешалось слишком решительно, растянув кризис на много лет, доводы Гэбриэла заслуживали бы больше-



го доверия. Но сейчас происходило прямо противоположное. Спад произошел относительно быстро. Правительство сосредоточило свое внимание, в основном, на осмысленных реформах. Доллар стабилизировался. В общем и целом, реальные события соответствовали *менее* пессимистическому сценарию из тех, что Тамара обрисовала в своем докладе несколько месяцев назад.

Да, Гэбриэл был прав относительно золота. Цена на него действительно подскочила. Но это не означало полной неизбежности социального хаоса, о котором говорил Гэбриэл; это отражало лишь распростиравшуюся *веру* в неизбежность такого хаоса.

Да, Гэбриэл был прав в отношении опасности закрытия рынков фьючерсов, опционов и акций. Но на самом деле такие закрытия не были окончательными, как предполагал Гэбриэл. Это были временные мероприятия, мостившие дорогу для выздоровления.

Очень верно, конечно, что у большинства населения не было никаких средств для новых вложений. Однако осталось много частных лиц и учреждений, которые сумели воздержаться от рискованных вложений на протяжении всего спада, и которые выжидали лишь подходящего момента, чтобы вскочить на подножку автобуса.

Был еще один момент, в отношении которого Гэбриэл был прав. Сейчас было неподходящее время для инвестиций в пут-опционы и обратные индексные фонды. Скорее, это было *идеальное время для того, чтобы вернуться к высококачественным облигациям и акциям корпораций*. Можно было купить акции «голубых фишек» по ценам значительно ниже их балансовой стоимости. Можно купить акции фирм, все еще имеющих превосходные перспективы роста, в то время, пока они забыты аналитиками Уолл-Стрит. Инвесторы, дождавшиеся нижней точки падения, могли бы обеспечить себе большой процент в будущем за сравнительно небольшие сегодняшние деньги. Заграничные возможности инвестиций — в некоторых странах, сильнее других опустошенных кризисом, — предлагали еще более заманчивые перспективы получения прибыли.

Раньше, в период рыночного пика, инвесторы не замечали, что в самых разных отраслях экономики встречаются компании, весьма слабые в финансовом отношении. Все, о чем они беспокоились, был рост объема продаж. Поэтому, когда первые из этих компаний обанкротились, инвесторы были захвачены врасплох.

Сейчас, вблизи нижней точки падения рынка, инвесторы допустили обратную ошибку. Им не пришло в голову, что некоторые компании имели крепкие финансы, но они, инвесторы, все равно

продолжали продавать акции этих компаний — просто потому, что они относились к почти разгромленным отраслям. В то время как если бы у них была возможность собрать сколько-нибудь наличных денег, они могли бы купить эти акции за сущие гроши и получить очень приличную прибыль сразу же после прекращения самой страшной паники. Впоследствии, когда начнется настоящее восстановление экономики, их вложения могли бы принести еще большую прибыль.

Можно было легко найти компанию, которая владела ценными патентами, занималась самыми перспективными разработками в сфере новых технологий — Интернет, биотехнологии или волоконная оптика, — но развивалась с трудом из-за совершенных финансовых ошибок: ссуда из банка под очень высокие проценты, выпуск облигаций, с которым они не могли справиться, неоплаченные счета клиентов.

Еще более заманчивым вложением была бы фирма, имевшая безупречный баланс, но акции которой были сильно скомпрометированы просто потому, что характер ее бизнеса напоминал о другой, более крупной фирме, которая уже плавала кверху брюхом. В сущности, именно эта «ассоциативная паника» способствовала заключению некоторых величайших сделок.

Какие из них были лучшими? Большинство фирм Уолл-Стрит были не в состоянии дать ответ, в основном по той причине, что большинство аналитиков, даже из тех, кто еще не потерял работу, были потрясены паникой. Они не искали новых сделок.

Это было позором. Если в период, предшествующий панике, инвесторы ошибались из осторожности, помещая свои деньги в самые надежные вложения, то теперь они могли себе позволить немного ошибиться как бы наоборот. За счет скромной части своих активов они могли пойти на некоторый риск, который большинство инвесторов раньше посчитали бы «агрессивным». Спустя некоторое время они могли быть с лихвой вознаграждены, получив прибыль, в несколько раз превышавшую их первоначальное вложение.

Однако было архиважно, чтобы инвесторы продолжали хранить часть своих денег в надежном месте. В те последние дни паники страна находилась в неизученных водах. Никто по-настоящему не знал, что может случиться в следующий момент. Пока не поступило надежного подтверждения тому, что экономика стала на путь выздоровления, было бы неразумно вкладывать в рискованное дело все свои активы.

## Три изменения процентной ставки

Пока Гэбриэл разговаривал с ее отцом, Линда готовилась позвонить своему новому брокеру, чтобы дать ему длинный список заказов на покупку. Ожидая, пока брокер снимет трубку, она на несколько секунд мысленно перенеслась к той последней, критически важной встрече, которая стала переломным моментом в ее звездной карьере инвестора.

Ее консультант болел и был сейчас недоступен. Поэтому, воспользовавшись встречей во время праздничного обеда в резиденции Джонстона, она решила посоветоваться с отцом.

— Ты знаешь, папа, я боюсь акций. Все еще не могу забыть того потрясения, которое из-за них испытала и стараюсь обходить их стороной. Однако все, что я вижу, подсказывает мне, что настало время вернуться на этот рынок, но я говорю себе: моя нынешняя программа идет успешно — так зачем же мне что-то в ней менять?

Джонстон растрогался, когда понял, что дочь наконец спрашивает его совета по поводу инвестиций — или о чем-то вообще.

— Как до сих пор шли твои дела? — спросил он.

Она взяла в руки папку для бумаг, которую оставила на горке с чайной посудой, и вынула из нее лист с распечаткой. С левой стороны листа располагались категории инвестиций, а сверху колонок шли заголовки: «вложение», «срок», «цена покупки», «текущая цена», «процент прибыли/убытка» и «прибыль/убыток в долларах». С правой стороны, в последней колонке, жирные цифры показывали суммарную прибыль в долларах для каждой категории вложений, а жирное число в предпоследней колонке показывало среднюю прибыль в процентах.

Джонстон, наклонившись, ласково положил руку на плечо дочери, одновременно заглядывая в лист.

— Мне, вероятно, надо взять мои очки для чтения, но что означает эта первая категория вложений? Облигации Казначейства?

— Да, — мягко ответила она.

— Это интересно. У тебя здесь какие-то *долгосрочные* облигации. Мне казалось, что твой консультант был против них. Или это Оливер не советовал тебе их покупать?

— Да, оба они были против, папа. Но я подумала, что мне нужен доход. Поэтому я все равно купила немного. Это было неправильно?

— Нет, нет. Посмотри-ка! Эти облигации все растут и растут. Мы все думали, что они будут падать, и они некоторое время действительно

но падали, а сейчас снова стали расти, и ты получила на них приятный прирост капитала. Как ты их вычислила?

— Я не *вычисляла*. Но с год назад, когда я болталась около вашего офиса, я попросила Оливера высказать свое мнение о некоторых показавшихся мне интересными, старых графиках изменения процентных ставок в 1930-х гг. А еще я подумала, что, может быть, это будет интересно Тамаре. Я оставила эти графики у него на стуле, и они пролежали там с неделю. Никто не обратил на них никакого внимания. Они были слишком заняты подготовкой своего доклада о рынке акций. Так что как-то раз, устав ждать их реакции, я просто пришла в его кабинет и забрала свои графики. Хочешь посмотреть их?

— Да, конечно.

— Мне нравятся графики, и в своей профессиональной работе я не могу без них обходиться. Поэтому недавно, когда я пыталась выжать из своего портфеля какие-нибудь дополнительные доходы, я стала искать и наткнулась на эти старые графики в одном древнем потрепанном сборнике, изданном Федеральным резервом. Он лежал поверх кучи всякого предназначенного на выброс барахла из научной библиотеки комитета (рис. 23.1).

— Что это такое?

— Это движение ставок процента в 1930-е гг. Векселя Казначейства, облигации Казначейства, облигации корпораций и так далее.

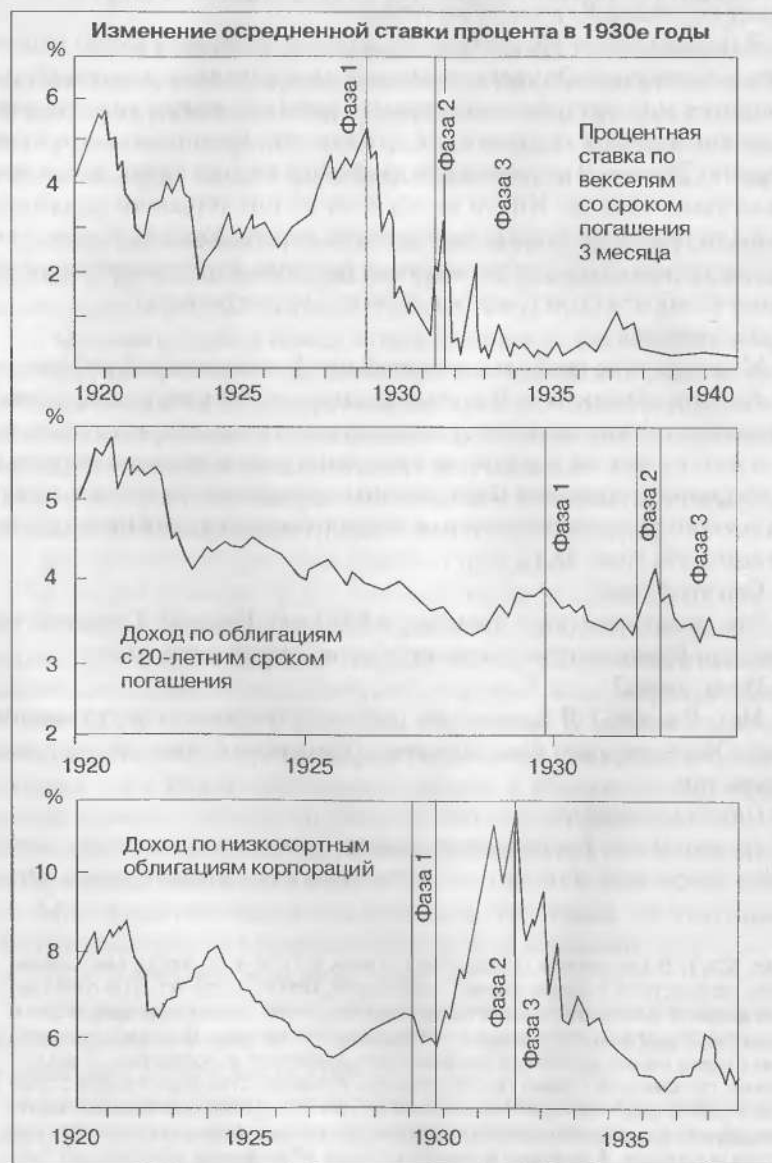
— Не шутишь?

— Нет. Видишь? Я провела на графиках несколько вертикальных линий. Они разделяют фазы процесса. Вроде фаз луны — только здесь их всего три.

— Поясни подробнее.

— Ладно. Фаза 1 показывает резкое понижение ставок процента. Тамара рассказала мне, что это случилось в тот момент, когда Феде-

**Рис. 23.1.** В движениях процентных ставок в 1930-х гг., когда они снижались, возрастали и затем снова понижались, можно выделить три отчетливые фазы: В фазе 1 все ставки процента снижались вследствие дефляции и попытки Федерального резерва ей противодействовать. В фазе 2 процентные ставки резко изменили направление движения и поднялись. Трехмесячная процентная ставка по облигациям Казначейства подскочила более чем в шесть раз — от приблизительно 0,5 до 3%. Доходы по двадцатилетним облигациям Казначейства взлетели до уровня, превышающего их пик перед кризисом. А доходы по низкосортным облигациям корпораций буквально выросли до небес, достигнув 11%. Однако в фазе 3 процентные ставки резко упали. Лучшим временем для покупки долгосрочных облигаций был конец фазы 2 и начало фазы 3.



ральный резерв пытался смягчить удар от падения рынка акций и предотвратить быстрое падение экономики. А на днях Тамара рассказывала, что Федеральный резерв обвинили в том, что он вызвал Великую депрессию, потому что сделал недостаточно. Но они ведь заставили процентные ставки по этим векселям Казначейства, или Т-векселям<sup>96</sup>, упасть, верно?

Посмотри, как процентные ставки на Т-векселя падают на этом графике в фазе 1.

Джонстону припомнилась «игра в обвинения» во время последних слушаний в Конгрессе. Неужели история уже совершала аналогичную ошибку в 1930-х гг., возложив вину за депрессию на Федеральный резерв, который не смог ее предотвратить? Но прежде, чем он смог подумать об ответе, Линда снова привлекла его внимание к графикам.

— Фаза 2 представляла собой острый локальный максимум, острее на графике процентных ставок, появления которого никто не ожидал, — резкий спад цен на облигации. Тамара говорит, что не знает с уверенностью, что его вызвало. Думаю, это явилось результатом тех факторов, о которых мне как-то рассказывал мой консультант. Ты про них знаешь — это нужда, страх и зависть.

— Да?

— Сейчас это неважно. Главное, что я хотела бы показать тебе, это фаза 3. Она началась, когда всплеск закончился и ставки процента снова упали до нормальных уровней. Это был истинный конец паники.

— Это звучит для меня как ужасно интересный поворотный момент.

— Это был действительно поворотный момент. И мне кажется, сейчас наблюдается аналогичная ситуация. Может быть, и не для страны в целом, но лично для меня. Когда закончилась фаза 2 и началась фаза 3, — именно тогда мои облигации стали выглядеть действительно великолепно. Я купила их чуть раньше, и это было как подарок. Но я имела и кое-что в поистине прекрасных, доходных облигациях, купленных на десятилетия. Затем, когда доходы упали, — точно так же, как в 1930-х гг., — угадай, что стало со стоимостью моих облигаций?

— Мне не надо гадать, Линда. Это видно по твоей таблице. Твои облигации воспарили в своей стоимости. В них ты получила огромные потенциальные доходы на вложенный капитал. Это у тебя вышло действительно замечательно. Поздравляю! Хорошо, что ты не купила их *слишком* скоро, иначе ты бы попала в нашу нынешнюю версию

<sup>96</sup> От «Treasury» — казначейство. — *Примеч. ред.*

фазы 2 — в этот период, когда процентные ставки взлетели, а цены на облигации упали. Замечательно!

Его внимание привлекла жирная цифра внизу справа, и у него отвисла челюсть.

— Ты уверена, что правильно поставила запятую в итоговой сумме?

— Она должна быть верной. Программа Excel вычисляет эту цифру автоматически.

— Ты меня не разыгрываешь? Линда, это невероятно! Ты понимаешь, что это значит? Ты заработала столько, что вы с Гэбриэлом сейчас богаче, чем мы с твоей матерью.

Линда почувствовала и гордость и печаль. Она свернула таблицу и повернулась к нему.

— Ну, как такое может быть? Ты многие годы работал в UCBS. Твой общий оклад перед уходом составлял несколько миллионов. Я никак не могу иметь, больше, чем у тебя. Что ты сделал со всеми этими деньгами?

— К сожалению, я потерял массу этих денег в акциях UCBS. Я, как дурак, стоял насмерть. Кроме того, я был неумелым собирателем денег для комитета. Я прекрасно делал это для обычной корпорации, но для некоммерческой... Я понятия не имел, как это делается. Мне надо было нанять кого-нибудь для этой работы, но я продолжал думать: «Я и сам могу, я лучше всех знаю, как это делать.» Не очень умно! Во всяком случае, я продолжал делать вклады со своего личного чекового счета, думая всякий раз, что позже возьму эти деньги из сторонних источников. Ты бы удивилась, узнав, сколько уходит на покрытие накладных расходов, рекламной кампании и зарплаты известным людям за несколько лет. Но забудь обо мне! Важнее другое: что ты собираешься делать со всеми этими деньгами?

— Давай не будем сейчас говорить об этом. У тебя свои проблемы, у меня свои, — мягко ответила Линда.

— Нет, нет. Я не говорю о том, на что ты собираешься потратить эти деньги. Я спрашиваю, во что ты собираешься снова вложить их? Ты же не собираешься позволить им навеки остаться в Казначействе и в этих «медвежьих» вложениях?

— Как раз об этом я и хотела спросить тебя.

— Спросить *меня*? Да ты шутишь! Взгляни-ка еще раз на эти цифры! Это мне надо было попросить у тебя совета. Нет, это твоему *консультанту* следовало бы попросить у тебя совета! Так что позволь мне ответить тебе вопросом. Как ты думаешь, что ты должна делать сейчас?

— Покупать! Покупать обеими руками — и ногами. Покупать у дна, даже если это не совсем дно. Я думаю, что должна пойти туда прямо сейчас и купить любую паршивую компанию, на которую только смогу наложить руку, если только она не находится накануне банкротства.

— Ты понимаешь, что в данный момент будешь чуть ли не единственной, кто покупает? Практически все, кого я знаю, продают. Тебя это не тревожит?

— Нет.

— Вот и отлично! Я убежден, что твой дедушка ни на секунду не задумывался о том, кто еще покупает или продает, когда он сам купил акции GM или IBM по цене в несколько пенни за доллар.

— Да, полагаю, что не думал. — Она не видела смысла в том, чтобы делиться секретом своего деда.

— Кроме того, ты была одна на своем пути вниз, разве не так? Посмотри на эти странные взаимные фонды, акциями которых ты владеешь! Взгляни на эти сумасшедшие пут-опционы! Какой процент населения вложил свои деньги в такое дело? Какой, по-твоему, процент инвесторов купил пут-опционы в момент, когда этот рынок был накануне краха? Один процент? Одна сотая процента? А среди них, сколько действительно знали, какого черта они делают? Половина? Четверть?

— Не знаю, — ответила Линда.

— Ладно, а знаешь ли ты, что 80% опционов, купленных на рынке, так и не были использованы? Очевидно, все это время ты была очень-очень одинока. Один из очень редких индивидуумов. Что ты использовала?

— В основном, обратные индексные фонды. Вот куда я вложила большую часть своих денег. Пут-опционы обещали наибольший доход в процентах, но я не могла допустить такой риск, ведь они были очень ненадежными.

— Я понимаю, но какие индикаторы ты использовала? Как ты фактически делала это?

— В общем и целом, я бы сказала, что частично мне помог случай, частью привычка делать все то, что я делала в лаборатории, — стремиться к точности, ожидать ошибок. Кстати, об ошибках: доля моих потерь в пут-опционах была отвратительная — почти 70%. Но среди 30% выигравшей у меня было несколько очень удачных бросков; эти удачи дали мне капитал, чтобы купить несколько хороших акций при следующем оживлении, потом при следующем после этого и т. д., и т. д.

Но главное было то, что я играла на понижение на рынке, движущемся вниз. Думаю, что если бы я делала то же самое на «бычьем» рынке, я теряла бы все больше и больше денег, как это делал ты с финансированием комитета... — ой, прости! Виновата, папочка, не думала, что так получится. Я очень уважаю...

— Не извиняйся! Посмотри, масса инвесторов и регулирующих органов вопили диким воем на главных исполнительных директоров компаний вроде меня, чтобы заставить их вернуть неправомерно приобретенные доходы.

Посмотри, за какую сумму судился с ними Спитцер! А ведь это были мои друзья, мои наставники — или соперники. Трудно поверить, правда? И вот, я оглядываюсь на свою не очень-то блестящую карьеру в качестве руководителя высшего звена и говорю себе: «Ты тоже вернул свое, но только другим способом.» Впрочем, вернемся к тебе. Скажи мне, ты собираешься дальше разворачивать свою программу покупки акций?

— А стоит? Я боюсь.

— Боишься чего? Возьми часть этого немалого состояния, которое у тебя накопилось. Возьми 10 или 20% — не знаю, сколько. Начни с малого. Если чувствуешь себя уверенно, вложи больше. Но только если то, что происходит сейчас, означает действительный разворот рынка к подъему. Тебе совсем не нужно делать все покупки сразу. Ты можешь делать их поэтапно, один шаг за один раз, набирая обороты на ходу.

— По правде говоря, я уже думала о вложении 10% наших денег в обыкновенные акции и 20% — в конвертируемые облигации.

— Что тебе дадут эти конвертируемые?

— Я думаю, что конвертируемые облигации — это великое дело, когда ты ищешь признаки «дна», нижней точки падения рынка, но не уверена, что нашла ее. Если акции пойдут вниз, то у тебя на руках будут хорошие облигации. Если акции будут расти, ты тоже сможешь в этом участвовать — не настолько, как в случае владения акциями, но почти так.

Джонстон кивнул и улыбнулся с гордостью. Его дочь действительно не нуждалась в его или в чьих-либо советах. Она и сама превосходно справлялась со своими проблемами.

## Глава 24

### Самый мрачный день

Волна протеста прокатилась по большим и малым городам Америки. Снова можно было услышать новое слово — слово, которое большинство населения не понимало, — «мораторий».

Оно появилось в газетах, на телевизионных шоу-дебатах, в Интернет-чатах и на слушаниях по задолженности в Конгрессе. Оно было на афишах и плакатах протестующих. На Уолл-Стрит, на Мэйн-Стрит, и даже из самого Белого дома можно было слышать этот призыв.

Председатель Федерального резерва ушел в отставку, но сменивший его чиновник мало что сделал, чтобы остановить суматоху.

Муниципальные и федеральные служащие выходили на улицу всякий раз, когда чеки на получение зарплаты приходили с запозданием. Их лозунг был прост: «Нет денег — нет работы.» Они не требовали повышения зарплаты или дополнительных поощрений; все, чего они хотели, — это регулярной выдачи своих чеков на получение заработной платы.

В некоторых штатах банки, страдающие от массовой выдачи денег по закрываемым населением вкладам, получили от Федеральной корпорации страхования банковских вкладов (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC)<sup>97</sup> разрешение ограничить ежедневные выплаты вкладчикам суммой в 100 долларов. Толпы вкладчиков выстраивались в очереди около своих банков, переполняя улицы и громко протестуя, если их деньги не могли быть выданы немедленно. Некоторые, вспомнив стишок из 1930-х гг., распевали лозунги: «Это не очередь за хлебом. Не надо крошек!»

<sup>97</sup> Федеральная корпорация страхования банковских вкладов (FDIC) — государственная корпорация, создана в 1933 г. Современный статус определяется Законом о федеральном страховании депозитов, принятым 21 сентября 1950 г. Страхует счета вкладчиков в банках — участниках FDIC на сумму до 100 тыс. долларов. Финансируется за счет ежегодных взносов частных банков. — Примеч. ред.

Казалось, что страна находится на грани хаоса.

Все глаза были устремлены на одного человека — президента США. За месяцы, следовавшие после его решения отказаться от плана спасения экономики *Harris—MetroBank*, он все больше разочаровывался в советах своих ближайших помощников. Говорили, что несколько раз он выходил из себя, стуча кулаками по столу, и в необычном для себя проявлении гнева, кричал:

— Мне нужен альтернативный план! Я хочу получить конструктивный, разумный план!

Но плана не появлялось.

И только когда кризис буквально разлился по улицам, президент назначил новую группу лидеров и экспертов на различные высокие правительственные посты. Ранее он назначил нового председателя Федерального резерва. Помимо этого, ключевые посты были даны Полу Джонстону, основателю SECAR, Тамаре Бэлмонт, всеми уважаемому главному экономисту SECAR, и ряду других специалистов из независимых мозговых центров. Они встретились с президентом во время уик-энда в Кемп-Дэвиде, чтобы провести экстренное совещание.

Мирная безмятежность этого уединенного места в горах Мериленда противоречила экономической неразберихе в большом мире. Но президент несколько не старался скрыть свое отчаяние.

— Люди говорят, что хотят «моратория», — сказал президент, — но никто, кажется, не знает, что такое мораторий вообще или каковы могут быть его последствия.

Вновь назначенный председатель Федерального резерва ответил первым:

— Мораторий — это приостановка платежей по долгам. Но это невозможно. Как неоднократно предостерегал мой предшественник, люди должны понять, что являются не только должниками. Они являются и кредиторами. Если у вас есть деньги в банке, то вы кредитор. Если у вас есть акции взаимного инвестиционного рыночного фонда, то вы тоже кредитор. А кредиторам не будут платить во время всеобщего моратория. Нет, мораторий невозможен, это вне сомнения. Его невозможно и нельзя допустить!

— Что нам нужно, — продолжал председатель, — это *всеобщие каникулы*. При всеобщих каникулах ничего не прощается. Наоборот, всем нам придется выполнить свои обязательства. Но мы остановим панику. Мы остановим безумие до того, как оно сможет вызвать социальный и политический хаос.

— Я этого не понимаю, — сказал президент.

— Вместо того, чтобы закрыть рынок, мы закроем все.

— Все?

— Все! Рынки, заводы, банки. Сейчас все носятся, словно сумасшедшие. Нет никакого порядка. Мы должны заявить: «Замрите!» Таким образом мы остановим изъятие вкладчиками денег из банков и других финансовых учреждений. Одновременно мы заморозим все финансовые рынки и сделки — устроим временную остановку, которая продлится не больше нескольких дней, максимум неделю. Затем, когда все будет спокойно настолько, что вы сможете услышать падение капли, и мы завладеем всеобщим вниманием, мы обрисовываем план восстановления доверия — точно так, как это сделал ФДР, когда он впервые вошел в свой кабинет в начале 1930-х гг.

Президент откинулся на спинку кресла.

— Это будет актом отчаяния.

— Да, это так. Но других решений нет.

Президент не обратил внимания на последнее замечание.

— Боюсь, что так мы попадем в темный тоннель, где единственным источником света окажется прожектор приближающегося локомотива. Как мы сможем пережить это?

Новый председатель Федерального резерва ответил подчеркнуто твердо:

— Сэр, у вас нет выбора. Вы уже находитесь в тоннеле. Вы уже имеете *de facto* банковские каникулы, имеете *de facto* каникулы производства, *de facto* — каникулы рынка. Помимо этого, вы имеете избытки сельскохозяйственной продукции в сельских районах и острый ее дефицит в городах. Почему? Потому что у нас транспортные пробки, аварии в системах связи, перерывы в работе Всемирной сети и чрезмерные сокращения основных служб в муниципалитетах, испытывающих финансовые трудности. И все это из-за того, что у них нет денег! Потому что кредит уничтожен. Вы должны сделать что-нибудь решительное, чтобы замедлить безумное распространение паники, установить контроль, сгладить ситуацию, восстановить веру.

Президент медленно кивнул.

— Но что, по-вашему, мы должны сделать, чтобы страна снова заработала? — спросил он.

— Во-первых, позвольте мне перечислить то, чего мы не должны делать. Многие люди, погрязшие в долгах, надеются, что мораторий поможет им слезть с крючка. Этого не должно быть. Мы не можем приостановить, — не говоря уж о том, чтобы устранить, — реальные кон-

трактные отношения между реальными учреждениями мановением волшебной палочки. Чтобы расчистить долги, все мы — бизнесмены, банкиры, бюрократы — должны встретиться лицом к лицу и проглотить это. Мы должны реорганизоваться и перестроиться, даже если это будет означать большие сокращения и еще большие жертвы — долгий, трудный процесс, который мы не можем завершить быстро.

Пол Джонстон и Тамара Бэлмонт переглянулись. Председатель Федерального резерва говорил, в основном, те же вещи, которые были изложены в докладе их Комитета, в речах Джонстона и в его показаниях на слушаниях в Конгрессе. Поэтому они позволили новому председателю говорить, а сами держались в тени.

— Дальше я скажу, что мы *будем* делать, — продолжал председатель. — Мы будем уважать — любой ценой — обязательства правительства по отношению к населению. Это абсолютно минимальные требования, последний язычок пламени нашей финансовой системы, который не должен погаснуть. Опыт президента Картера в 1980 г. доказывает это. Наш опыт с остановленным планом спасения *Harris—MetroBank* свидетельствует о том же. Мы должны сохранить — любой ценой — возможность правительства занимать деньги на открытом рынке.

— Продолжайте, пожалуйста, — сказал президент.

— Это единственный рынок, который никогда не может закрыться, единственный долг, который должен быть возвращен при любых условиях. Где бы вы ни жили и кем бы вы ни были, если вы инвестор или вкладчик, который купил ценные бумаги Казначейства, вы получите свои деньги назад — быстро и вовремя. И где бы вы ни купили ваши ценные бумаги Казначейства — через инвестиционный фонд, брокера, банк или непосредственно через нашу прямую программу Казначейства, — вам будет гарантирован равный подход.

— А если у нас нет денег? — спросил президент.

— Мы займем еще.

— А если не сможем занять?

— Мы поднимем процентные ставки.

— А как насчет остальной экономики? — спросил президент.

— Дела Казначейства должны рассматриваться в первую очередь, остальные вопросы экономики — во вторую. Помимо основных товаров и услуг, наши усилия должны быть сфокусированы не на производстве, а на связи и транспорте. Хотя другие учреждения переживают упадок, сеть отношений между друзьями, родственниками и соседями приобретет особое значение как вторая линия обороны. Ра-

бота телефонной связи, ТВ-новостей, Интернета и печатных станков — плюс минимальные возможности пользования наземным, морским и воздушным транспортом — все это должно поддерживаться, независимо от финансовых трудностей.

— Во-вторых, — продолжал он, — прения в Конгрессе должны быть открытыми для публики независимо от возможных неудобств. В-третьих, линии связи между государствами следует использовать в максимальной степени, чтобы координировать международные каникулы, независимо от текущих торговых споров. Вы должны...

Джонстон, молчавший в течение большей части дискуссии, вдруг прервал его.

— Я не убежден, что нам нужно что-либо закрывать. Но если вы пойдете на это, то не забывайте об одном: даже беспорядочный рынок в тысячу раз лучше, чем полное его отсутствие. Прежде чем вы закроете рынки, вы должны обеспечить наличие некоего механизма, чтобы иметь возможность открыть их снова. Вы должны найти покупателей, обладающих наличностью, и снова привлечь их к долгосрочным облигациям Казначейства и корпораций, к акциям и т. д.

— Легче сказать, чем сделать, — реакция собравшихся была скептической. — Но где эти покупатели? Где ликвидность? У кого есть наличные деньги?

В этот день ни у кого не было ответов. Но президент чувствовал, что у него нет другого выбора. И он приступил к организации полномасштабных каникул для всей страны — к временному закрытию почти всех финансовых рынков и всего не самого основного производства. Это был момент величайшего риска, когда-либо допущенного любым президентом в мирные периоды истории своей страны.

## Глава 25

# Настоящий подъем

Панические продажи прекратилась. Жуткое спокойствие распространилось по земному шару. Но в сердцах и умах людей остался страх.

Средний гражданин представлял, что какие-то безликие бюрократы в последнем акте отчаяния могли запустить станки для печатания денег... или что какие-то боевики, выжившие в мировой войне против терроризма, предприняли самоубийственную подготовку к взрыву ядерной бомбы.

Власти беспокоились, что всеобщие каникулы окажутся бессистемными и неуправляемыми.

Владельцы гигантских промышленных предприятий боялись, что закрытие продлится вечно, а в это время их заграничные конкуренты продолжали сбывать свои товары в Соединенные Штаты по заниженным ценам.

Политические аналитики предрекали, что небывалые экономические кризисы за рубежом могут привести к власти новое поколение квазидиктаторов, поддержанных военными хунтами, что подлые государства могут шантажировать мир тайными складами биологического оружия, что любое восстановление экономики будет саботироваться религиозными, этническими и расовыми войнами. К счастью, ни одно из этих страшных событий не материализовалось в скольконибудь значительной степени.

Президент и его новые советники снова собрались на совещание в Кемп-Дэвиде. Джонстон захватил с собой своего начальника штаба, Оливера Даллеса. И в ответ на вопрос «Где же деньги?» новый председатель Федерального резерва вызвал некоего личного помощника с

ноутбуком и базой данных на все наиболее ликвидные акционерные компании. У помощника была с собой также распечатка компьютерных данных, которую он положил на стол.

Даллес и Джонстон с тревогой посмотрели на имена и числа на листе. Затем помощник встал и помог им развернуть длинные листы поперек стола и далее на полу. Одна колонка показывала ресурсы наличных денег, вторая — текущие долги, а третья — коэффициенты быстрой ликвидности, то есть отношение стоимости быстроликвидных активов к сумме текущих долгов.

После изучения этих данных они не почувствовали особого энтузиазма, и Даллес выразил в словах их общую озабоченность.

— Вы можете отвести этих лошадей к воде, но если они решат не пить или, хуже того, если решат сбросить свою поклажу, вы вернетесь к исходному пункту. Если этот список типичен, то задача, которая стоит перед нами, окажется более трудной, чем я представлял. Посмотрите, — сказал он, тыкая пальцем в распечатки, которые держал перед собой, — когда эти коэффициенты хороши, то объемы незначительны, а когда объемы велики, коэффициенты уже не столь хороши. Это серьезно отличает текущую ситуацию от времен Дж. П. Моргана, когда все резервы, нужные для того, чтобы после паники сложить куски вместе, можно было подсчитать на салфетке.

Несмотря на некоторые известные имена и впечатляющие цифры, они сразу поняли, что это всего лишь капля в море по сравнению с окружающим их океаном долгов. С другой стороны, какой бы обескураживающей ни казалась стоящая перед ними задача, они также поняли, что *хоть что-то* бесконечно лучше, чем совсем ничего.

Позже они поняли также, что допустили грубую ошибку в своем анализе. Данные на разостланном перед ними листе включали только компании, акции которых открыто торговались на бирже. Это значило, что они проглядели большое количество страховых компаний, банков и брокерских фирм, которые не входили в листинг ни одной биржи, но *действительно* имели значительный капитал и ликвидные ресурсы.

Возглавляли список страховщики жизни и имущества: *Teacher's Insurance & Annuity Assurance of America* с резиденцией в Нью-Йорке, имеющие общие активы в 130 млрд долларов; *Northwestern Mutual Life Insurance* в Висконсине с активами свыше 105 млрд долларов; *New York Life* — 79 млрд долларов; *Massachusetts Mutual* — 71 млрд; *Pacific Life* со штаб-квартирой в Калифорнии и 53 млрд; *State Farm Life* из Илли-



нойса (30 млрд) и многие другие<sup>98</sup>. Но убедить их в необходимости предоставить свои ликвидные ресурсы, чтобы помочь вытащить из бездны рынки, все еще представляло серьезную проблему.

«Прежде чем будут вовлечены любые ликвидные ресурсы, — заявил глава ACLI<sup>99</sup> в письме к президенту, — должны быть соблюдены определенные условия.» Каковы же были эти условия? Это письмо неоднократно ссылается на идущий «процесс генеральной уборки», но жалуется на его медлительность и незначительность достигнутого до сих пор продвижения. Вот еще несколько выдержек из этого письма:

«Многие надеются на то, что последний раунд случайностей окажется действительно последним, что больше не будет нужды в ликвидации задолженности путем перевода части активов в наличные деньги. Но это вопрос спорный. К концу бума в экономике Соединенных Штатов долгов было приблизительно на 25 трлн долларов в виде процентов; свыше 50 трлн долларов, если вы включите Западную Европу и Японию; и почти 100 трлн долларов, если вы включите все деривативы и не связанные с процентами обязательства и гарантии. Многие из этих долгов стали сейчас плохими долгами — по ним не платят процентов. Но в данное время ликвидирована только четверть таких долгов. Сколько же еще долгов перейдет в категорию плохих? Это неясно, но одно можно сказать с уверенностью: пока мы не увидим более конкретного прогресса в ликвидации не приносящих процентов долгов, крупные компании по страхованию жизни не будут снова инвестировать в учреждения, обремененные этими долгами. Пока мы не закончим ликвидацию плохих долгов, которыми мы уже владеем, мы не сможем участвовать в вашей программе восстановления, разве что в символическом объеме».

Однако, несмотря на свои колебания, многие сильные страховщики и банки начнут скоро вливать свои деньги в акции и облигации сто-

<sup>98</sup> Известные в США страховые компании, имеющие многолетнюю историю. — *Примеч. ред.*

<sup>99</sup> ACLI — American Council of Life Insurance. Американский совет страхования жизни. Общественная организация. Основана в 1976 г. Объединяет 617 страховых компаний. Штаб-квартира в Вашингтоне. — *Примеч. ред.*

ящих компаний. А тем временем в Кемп-Дэвиде некий чиновник из Администрации был явно расстроен направлением обсуждения. Отражая широко распространенное беспокойство всего Вашингтона относительно будущего системы предпринимательства, он поднял свой протестующий голос: «Неужели вы, джентльмены, хотите сказать, что президент должен принять на себя диктаторскую власть под предлогом существования угрозы для государства? Неужели вы хотите сказать, что он должен принять на себя руководство частной промышленностью, руководить рыночными сделками?»

Чего он не смог понять, так это того, что паника — к добру ли, к худу ли — сделала все эти вопросы отвлеченно-научными. Из-за резкого спада поступлений от налогов многие правительственные программы были сведены к почти пустым оболочкам, а власть правительства — снижать налоги, придерживать траты денег или тратить с легкостью — была сведена к тени прежней власти. Думать, что правительство могло бы сейчас взять на себя диктаторские полномочия, означало полный отрыв от реальности.

Президент особенно остро осознавал эти изменения.

— Правительство не может объявить о национальной катастрофе, — ответил он, — поскольку мы *уже* имеем национальную катастрофу. Все, что правительство может сделать, — это гарантировать закон и порядок, установить принципы честности и помочь в предоставлении информации, необходимой для того, чтобы снова сложить куски головоломки.

Представитель Администрации горько жаловался на влияние еще одного фактора — чрезвычайно высокой реальной стоимости денег. Стоимость потребительских товаров падала. Стоимость денег — процентные ставки — росла. Иначе говоря, темп инфляции был намного ниже нуля, и в то же время ставки процента были значительно *выше* нуля. Разрыв между ними, размер *реальной процентной ставки*, был на самом высоком уровне в американской истории.

Вдруг все заговорили одновременно — о разных вещах, но все они относились к этой единственной теме — высокая реальная процентная ставка. Президент, словно строгий учитель, намеренно громко стукал по столу, пока в комнате не стало тихо. Впав в философское настроение, он ответил следующим замечанием:

— Впервые в нашей истории случилось так, что стоимость денег и стоимость товаров столь сильно разошлись. Так может быть, нам об этом что-нибудь скажет рынок?

Все присутствующие торжественно уставились на него.

— Я не экономист, — продолжал президент, — но в последние месяцы я узнал одну вещь, а именно, что процентные ставки выражают нечто большее, чем рыночная стоимость денег. Они также представляют стоимость, которую мы приписываем кредиту, вере и доверию. Рынок говорит нам, что ему нужно больше доверия и больше веры. В то же время, падение потребительских цен говорит нам о том, что мы живем в эру изобилия, что мы обладаем почти неограниченной свободой производить материальные блага, но часто производим не то, что действительно нужно. Не может ли быть так, что этот кризис есть вспышка молнии, дающая нам возможность заглянуть в будущее с большей верой и еще большим изобилием? Я надеюсь, что мы сможем провести более четкое различие между ними. Ясно, что искусственное снижение процентных ставок в данной обстановке было бы равносильно... было бы подобно... — И президент стал искать подходящее сравнение.

## Повторное открытие

Наконец рынок снова открылся. Однако, в отличие от того повторного открытия, которое в последний раз произошло 17 сентября 2001 г., большого шума не было. Никаких фанфар. Но стоило посмотреть на цены, и вы сразу замечали огромный скачок по сравнению с ценами последнего дня перед навязанными каникулами. Хотя, конечно, еще не было слишком поздно, чтобы покупать, но было уже слишком поздно считать этот уровень цен самым низким за все столетие.

Со своей стороны, Федеральное резервное управление дало ясно понять, что любые попытки искусственно снизить реальные ставки процента будут равноценны «лаю на караван».

По мере возвращения уверенности начинались большие дела. Несмотря на отсутствие правительственного вмешательства в экономику, быстро восстановился курс доллара. Сам факт, что рынки опять успешно функционируют, приветствовался зарубежными инвесторами. Внезапный прилив денег, хранившихся в виде наличных и в облигациях Казначейства, оживил рынки акций.

Многие весьма состоятельные лица вкладывали больше половины своего богатства, чтобы спасти свою страну. А что еще важнее, не са-

мая малая часть инвесторов, получивших прибыль в результате кризиса, начали снова вливать свои доходы в рынок акций. И все же большинство инвесторов были настроены крайне скептически, спрашивая: «Будет ли это настоящим подъемом? Или же рынок снова начнет падать, втягивая страну в финансовое болото еще на много лет?». Никто не знал ответа.

Однако с течением времени экономика США и остального мира все же оправилась. На пути к этому, безусловно, случались конфликты и инциденты. Еще больше было ошибок. Но большей части фатальных просчетов удалось избежать.

В CECAR сменилось руководство, которое стало преследовать новые цели, поскольку прежние лидеры успешно завершили свои карьеры в государственных и частных предприятиях.

Линда Дэдини и ее муж держались вне политики и продолжали преподавать. А еще они вложили часть своих средств в диверсифицированный портфель акций национальных и международных компаний, включая некоторые уникальные предприятия, осваивающие новую продукцию.

Даже в сценарии для самого плохого варианта всегда есть много компаний, способных оставаться невредимыми в финансовом отношении, избегая излишних долгов, сохраняя сильный капитал и непрерывно предпринимая шаги для собственной защиты. Эти учреждения могут: 1) служить примером для других, которых может беспокоить будущий спад экономики; 2) сыграть конструктивную роль при любом последующем восстановлении экономики, и (3) действовать как сравнительно безопасная гавань для потребителей, желающих сберечь свой капитал.

Много лет спустя, когда их внуки устроили пересмотр этого портфеля, их удивило, как много было сделано, но некоторые операции они так и не смогли до конца понять. Например, как это бабушка Дэдини вообще смогла найти эти коммерческие лесокombинаты, которые росли из ничего в далеком штате Акре в Северо-Западной Бразилии?

Где она нашла эту маленькую японскую компанию, разрабатывающую программное обеспечение для компьютеров, которая применяла передовую игровую технологию для обучения детей острова Хоккайдо истории эпохи Мейдзи, а позднее — истории мира для детей любой страны?

Как узнала она о крупном издателе мирового масштаба, который начал с создания учебного центра раннего развития для молодых мам и пап в Пенсильвании?

Как она узнала о новых биотехнологических компаниях, которые превратили альтернативную медицину в индустрию стоимостью триллион долларов?

Никто в семье этого не знал, а самой Линды больше не было рядом, чтобы все объяснить. Очевидно, у нее был дар предвидения, и она к тому же с самых юных лет была гением по части инвестиций.

## Комментарии и примечания

### Глава 1. Тайный план брокера

Стр. 22

#### Миф о долгосрочном инвестировании

Хотя некоторые брокеры лезут из кожи вон, чтобы выполнить свой долг перед клиентом, встречи Линды Дэдини с ее брокером типичны и характеризуют опыт миллионов инвесторов. Тайная цель брокера состоит в том, чтобы *заставить вас купить то, что он хочет продать*, и в этом заключается основной конфликт интересов, который подсказывает брокерам проталкивать идеи, выгодные для них и не всегда выгодные клиентам. Описываемая проблема: идея о том, что инвестирование в акции на длительный срок всегда окупается.

Рассмотрим практически любое руководство по инвестированию. За редкими исключениями, они советуют инвесторам держаться за акции утопающих компаний, неявно отбрасывая возможность глубокого, длящегося годами упадка рынка, который может уничтожить состояние практически любого инвестора, следующего такой стратегии.

#### Миф о бумажных потерях

Подобно тысячам брокеров во всей стране, изображенный в этой истории брокер, Джеймс Дюбуа, постоянно говорит своим клиентам, что «бумажные потери» не являются реальными до тех пор, пока инвестор не продаст акции и не получит убыток. Однако сами брокерские фирмы переоценивают свои ценные бумаги в соответствии с текущими ценами на рынке, неся свои собственные так называемые бумажные потери каж-

дый день. Если бы они этого не делали, они нарушили бы Биржевое правило 440 и Правила SEC 17a-3 и 17a-4, что привело бы к ложным записям в бухгалтерских книгах и отчетах.

## Глава 2. Мыльный пузырь

Стр. 26

### Пузырь индекса Nasdaq

Безумие 1990-х гг. вокруг акций компаний технологического сектора явно представляло собой величайший спекулятивный пузырь всех времен, с первичной эмиссией акций компаний, которые привлекли крупнейшие объемы капитала в истории. Для получения дальнейших деталей об этом буме и первичных эмиссиях следует обратиться к сайтам:

[www.marketdata.nasdaq.com/asp/Sec3IPO.asp](http://www.marketdata.nasdaq.com/asp/Sec3IPO.asp)  
и [www.ipohome.com/default.asp](http://www.ipohome.com/default.asp).

Стр. 30

### Оплата труда исполнительных директоров

Сейчас очевидно, что даже честные руководители предприятий получают в Америке непомерную зарплату, в то время как менее честные часто и вовсе разоряют акционеров и сводят на нет результаты добросовестного труда рядовых работников. Некоторые классические примеры можно найти в «Enron's Many Strands? Excerpts From Testimony Before House Subcommittee on Enron Collapse,» *New York Times*, February 5, 2002. См. также «Business Week Special Report — Executive Pay,» *Business Week*, April 16, 2001, который есть также на сайте [www.businessweek.com/pdfs/2001/0116comp.pdf](http://www.businessweek.com/pdfs/2001/0116comp.pdf).

### WorldCom

Руководители *WorldCom* были в числе наиболее «отличившихся» фальсификаторов, но они никоим образом не являются единственными, что можно увидеть из следующих источников: «What's Wrong? Deadbeat CEOs Plague Firms As Economy and Markets Roil,» *Wall Street Journal*, August 1, 2002, а также «The Board of WorldCom Begins Search For Next Chief» by Simon Romero, *New York Times*, September 11, 2002.

Стр. 32

### Советы директоров не сделали ничего или почти ничего для прекращения разбазаривания капитала компаний

Совет директоров корпорации несет ответственность за контроль над сбившимися с пути руководителями корпорации, увольняя тех, кто дей-

ствует не в интересах акционеров. Но в слишком многих случаях они пассивно наблюдали, как их топ-менеджеры продолжали манипулировать с бухгалтерскими книгами, фальсифицировать записи и вести компанию к разорению. См., например: Hearing of the Permanent Investigations Subcommittee of the Senate Governmental Affairs Committee, chaired by Senator Carl Levin (D-Mich), в 2002 г. относительно роли Совета директоров *Enron* в коллапсе корпорации *Enron*.

Стр. 35

### Источник данных о пенсионном фонде

Годичные отчеты и отчеты по форме 10k, Standard & Poor's Compustat database.

## Глава 3. Крикливая реклама Уолл-Стрит

Стр. 41

### Единодушно вранье до самого конца

Аналитикам Уолл-Стрит свойственно продолжать неумеренно восхвалять определенные акции, даже когда выпустившая их компания находится на грани банкротства. Weiss Ratings проверила 19 компаний, которые обратились в суд с заявлением о признании их банкротами согласно статье 11, и состояние которых оценивалось фирмами Уолл-Стрит. Из этих 19 компаний 12 получили рейтинг «покупать» или «сохранять» от всех фирм Уолл-Стрит, которые оценивали их экономическое состояние. Более того, они продолжали получать эти единодушно положительные рейтинги вплоть до того дня, когда они подали заявления о банкротстве. Таким образом, даже усердные и настойчивые инвесторы, искавшие иное или даже третье мнение для подтверждения оценки состояния этих компаний, наткнулись на каменную стену неизменного совета «не продавай-те». Фирмы Уолл-Стрит вели их, словно леммингов в море, без *единого* голоса против в толпе советчиков. См. «47 Brokerage Firms Recommended Shares of Failing Companies Even as They Filed Chapter 11 in 2002,» Weiss Ratings, Inc., June 3, 2002, [www.weissratings.com/crisis\\_of\\_confidence.asp](http://www.weissratings.com/crisis_of_confidence.asp).

Стр. 44

### Прекращение публикации оценок финансового состояния компаний

В то время как рекомендации «покупать» объявлялись с большой помпой, часто случалось, что аналитики молчали, когда их мнение о компа-

нии оказывалось негативным. Во многих случаях они просто прекращали публиковать свои оценки финансового состояния компании, не уведомив об этом инвесторов. Подробности можно найти в «Crisis of Confidence on Wall Street: Brokerage Firm Abuses and the Worst Offenders,» Weiss Ratings, Inc., July 24, 2002, p. 6, [www.weissratings.com/crisis\\_of\\_confidence.asp](http://www.weissratings.com/crisis_of_confidence.asp).

*Стр. 46*

#### **Плохие рейтинги Грабмена**

Согласно «Wall Street Journal», до октября 1998 г. Грабмен не включал AT&T в свой список главных игроков в секторе телекоммуникаций. Руководство AT&T действительно много раз жаловалось на его отношение к их компании. Затем, во время своего выступления по телевидению в 1998 г., Грабмен снова не назвал AT&T восходящей звездой сектора телекоммуникаций. В ответ на новые жалобы и требование извинения от главного руководителя AT&T Грабмен написал служебную записку, которая могла служить в качестве извинения. Он утверждал, в частности, что считает AT&T «одной из самых значительных компаний в этой отрасли промышленности». Впоследствии он поднял ее рейтинг до уровня «сильные-покупать». Затем AT&T предоставило компании Salomon заказ на размещение крупной доли в общем объеме эмиссии своих акций. См. «Wildcard: Citigroup Now Has New Worry: What Grubman Will Say,» *Wall Street Journal*, October 10, 2002. См. также «Grubman May Turn on Citigroup,» *CNN Money*, October 10, 2002, <http://money.cnn.com/2002/10/10/news/companies/grubman/index.htm>.

*Стр. 47*

#### **Рейтинги Блджета**

До публикации своего прогноза для компании Amazon Генри Блджет был, по существу, неизвестен. Однако после публикации он был принят в компанию Merrick Lynch. См. «Oh, Henry!», *Red Herring*, December, 2000.

*Стр. 48*

#### **Вопиющее предательство доверия**

Одно из первых официальных признаний великого жульничества Уолл-Стрит появилось 31 июля 2001 г. в свидетельском показании перед Подкомитетом Палаты представителей по финансовым услугам на рынках капитала. Действующий председатель SEC Лора С. Унгер показала в качестве свидетеля, что почти все крупные фирмы Уолл-Стрит были виновны в серьезных злоупотреблениях служебным положением. Тем не

менее после сентябрьских атак этот вопрос был положен под сукно и возник снова только после того, как Элиот Спитцер, генеральный прокурор штата Нью-Йорк, возбудил дело против Merrick Lynch, о чем сообщалось в «Merrill Lynch Under Attack As Giving Out Tainted Advice» by Patrick McGeehan, *New York Times*, April 9, 2002.

*Стр. 49*

#### **UBS Paine-Webber заставляет замолчать служащих, дающих рекомендацию «продавать» акции Enron**

В августе 2001 г. один аналитик UBS послал служащим Enron электронное письмо, в котором говорилось, что сохранение акций этой компании, стоивших тогда 37 долларов за акцию, может «стоять вам состояния». Он был немедленно уволен, поскольку его письмо противоречило текущим рекомендациям UBS, призывавшим инвесторов покупать акции Enron,.

*USA Today*, March 14, 2002.

#### **Спитцер и Вашингтон нападают на Уолл-Стрит**

После нескольких месяцев борьбы за сферы влияния регулирующие органы и администрации штатов согласились объединить свои усилия в расследовании деятельности фирм Уолл-Стрит, чтобы напасть на них единым фронтом. Патрик Мак-Гихан из «New York Times» сообщает, что «компания из регулирующих органов разных штатов от Сакраменто до Бостона... спешно расследует злоупотребления служебным положением среди дюжины с лишним крупнейших в стране фирм, ведущих операции с ценными бумагами, включая такие фирмы, как Morgan Stanley, Lehman Brothers, Bear Stearns и UBS Paine Webber.» *New York Times*, October 20, 2002.

*Стр. 53*

#### **Фирма Merrick Lynch еще не самый худший пример**

Хотя фирма Merrick Lynch и была первой мишенью регулирующих организаций, она, безусловно, не была худшей. Правонарушения со стороны фирм Salomon Brothers Smith Barney и Morgan Stanley были куда значительнее, согласно свидетельскому показанию главного прокурора штата Нью-Йорк Элиота Спитцера перед Парламентским комитетом по торговле, науке и технологии.

[www.oag.state.ny.us/press/2002/jun/testimony7.pdf](http://www.oag.state.ny.us/press/2002/jun/testimony7.pdf).

#### **Махинации Merrick Lynch кажутся банальными**

См.: «Salomon's Woes Multiply,» *CNN Money*, September 3, 2002, <http://money.cnn.com/2002/09/03/news/companies/salomon/>; «Spitzer Raises

the Heat on Citigroup,» *Business Week Online*, October 2, 2002, [www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/oct2002/nf2002102\\_2153.htm](http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/oct2002/nf2002102_2153.htm); «City of Schemes», *New York Times*, October 6, 2002:

«ФИРМЫ УОЛЛ-СТРИТ ОТКАЗЫВАЮТСЯ ОТ СВОИХ ДУРНЫХ ПРИВЫЧЕК И ПРИНОСЯТ НЕУКЛЮЖИЕ ИЗВИНЕНИЯ

В начале июня 2002 г. главный исполнительный директор компании *Goldman Sachs* в своем выступлении в *National Press Club* возложил вину за кризис доверия к Уолл-Стрит на руководителей корпораций и их бухгалтеров, включая и главных клиентов его фирмы. Но в ходе своей речи он свел к минимуму ответственность своей собственной фирмы и брокерских фирм в целом. Аналогично, в программе *CNBC* «Louis Rukeyser's *Wall Street*» главный исполнительный директор фирмы *Merrill Lynch*, слегка опьяненный достигнутым мировым соглашением со штатом Нью-Йорк, отшел напрочь все обвинения, заявив, что «клеветники» в адрес его компании — это всего лишь «несколько паршивых овец». Эти опровержения со стороны брокерской сферы были непродуктивными, расчетливыми и неискренними. Пока лидеры этой индустрии не признают свои собственные прегрешения полностью, реальные решения проблем будут ускользать от них.»

Стр. 54

#### «Мафия» Уолл-Стрит

Уильям Ф. Гэлвин, главный чиновник штата Массачусетс, ведущий следствие по банку *Credit Suisse First Boston*, согласен, по-видимому, с мнением автора, что мафия позеленела бы от зависти, если говорит: «Вы обязаны относиться к этим людям, почти как к наркодилерам. Вы должны конфисковать все их добытые нечестным путем доходы.» *New York Times*, October 20, 2002, p. BU 12.

## Глава 4. Пузырь лопается

Стр. 55

#### Увели в наручниках

См. «2 Ex-Officials at WorldCom Are Charged in Huge Fraud,» *New York Times*, August 2, 2002; «Founder of Adelphia and 2 Sons Arrested,» *New York Times*, July 25, 2002; и «Former Chief of ImClone Systems Is Charged with Insider Trading,» *New York Times*, June 13, 2002.

Стр. 56

#### Бегство в оффшорные фирмы

Многие корпоративные гиганты США, включая *Tyco International*, имеют штаб-квартиры или филиалы в оффшорных зонах, например, на Бермудских островах, и во многих случаях эти оффшорные подразделения использовались для сокрытия некоторых счетов от акционеров или властей США. Список операций, связанных с использованием фирм на Бермудских островах можно найти на сайте <http://bermuda-online.org/intcoys.htm>.

Стр. 58

#### Разоблачения жульничества с пенсионными фондами

Дополнительные данные, относящиеся к *Watson Wyatt*, глобальной консалтинговой фирме, специализирующейся на использовании человеческого капитала и финансового менеджмента, можно найти на сайте [www.watsonwyatt.com](http://www.watsonwyatt.com).

Стр. 61

#### Waste Management

Дело компании *Waste Management*, которое выплыло на свет задолго до скандалов с *Enron*, *WorldCom* и другими крупными бухгалтерских скандалов, должно было послужить предупреждением о возможности возникновения аналогичных проблем в будущем как для инвесторов, так и для регулирующих органов. Тем не менее в то время этому делу не придали особого значения. См. SEC Press Release, датированный 26 марта 2002 г., «Waste Management and Five Other Former Officers Sued For Massive Fraud,» [www.sec.gov/news/press/2002-44.txt](http://www.sec.gov/news/press/2002-44.txt).

Стр. 62

#### Аудиторы не смогли предупредить о бухгалтерских нарушениях

Процесс аудита подвергся полному развалу с катастрофическими последствиями:

Во-первых, аудиторские фирмы почти повсеместно не смогли предупредить общественность, выдав положительное аудиторское заключение 93,9% открытых акционерных компаний, которые впоследствии были уличены в махинациях с бухгалтерской отчетностью. Эти компании имели максимальную рыночную стоимость свыше 1,8 трлн долларов, от которой к июню 2002 г. осталось лишь 527 млрд, что подразумевает сум-

марный убыток для акционеров до 1,276 трлн вследствие влияния ряда факторов, среди которых находятся и вопросы бухгалтерской отчетности.

Во-вторых, аудиторские фирмы имели к тому же плохую репутацию в сфере предупреждений о будущих банкротствах, давая положительное аудиторское заключение 42,1% акционерных компаний, которые впоследствии, между 1 января 2001 г. и 30 июня 2002 г., заявили о своем банкротстве. Тем не менее, у 88,9% тех компаний, которым было выдано положительное аудиторское заключение, имелось, по меньшей мере, два отрицательных финансовых признака, которые были очевидны в их отчетности во время аудита. Эти признаки должны были насторожить аудиторов.

Подробности можно найти в докладе «*The Worsening Crisis of Confidence on Wall Street: The Role of Auditing Firms*», который был представлен Мартином Д. Вайсом (Martin D. Weiss), Ph.D., от компании Weiss Ratings, Inc., в Сенат США как вклад в законопроект Public Company Accounting and Investor Protection Act (S. 2673), представленный сенатором Полом Сарбанесом, 5 июня 2002 г., [www.weissratings.com/worsening\\_crisis.asp](http://www.weissratings.com/worsening_crisis.asp).

*Стр. 65*

#### **Председатель SEC Артур Левитт предупреждал о надвигающемся кризисе с бухгалтерской отчетностью**

См., например, «SEC Chairman Arthur Kevitt, Concerned that the Quality of Corporate Financial Reporting Is Eroding, Announces Action Plan to Remedy Problem», September 28, 1998, [www.sec.gov/news/press/pressarchive/1998/98-95.txt](http://www.sec.gov/news/press/pressarchive/1998/98-95.txt).

#### **Закон о реформе бухгалтерского учета в акционерных компаниях и защите инвесторов**

В 2002 г. Конгресс принял этот закон, затруднив компаниям осуществление махинаций с их бухгалтерской отчетностью. Тем не менее, спустя три месяца администрация Буша угрожала подорвать этот закон двумя способами: во-первых, путем резкого сокращения финансирования, необходимого для применения этого закона, и, во-вторых, путем назначения дружески расположенного к корпоративному сектору чиновника председателем бюро по отчетности акционерных компаний, которое должно наблюдать за промышленностью. См. «Bush Tries to Shrink S.E.C. Raise Intended for Corporate Cleanup,» by Stephen Labaton, *New York Times*, October 19, 2002, и «Ex-Director Of FBI, CIA Could Be Accounting Top Cop,» by Greg Farrell, *USA Today*, October 25, 2002.

## **Глава 5. Туалетный набор за 17 000 долларов**

*Стр. 73*

#### **Комиссия по общественному доверию и частному предпринимательству**

См. «Expert Business Panel Puts Stock Options on a List of Reforms,» by Kenneth N. Gilpin, *New York Times*, September 18, 2002.

*Стр. 74*

#### **Исследование Goldman Sachs по растратам в ИТ-сфере**

Оно проводилось журналом «Fortune» в конце июня 2002 г. среди 100 ИТ-директоров из 1 тыс. компаний. Подробности см. на сайте [www.gs.com/insight/research/reports/it\\_spending\\_survey.pdf](http://www.gs.com/insight/research/reports/it_spending_survey.pdf).

*Стр. 75*

#### **Комментарий Gartner Dataquest**

«Ожидается снижение объема поставок персональных компьютеров EMEA в этом квартале,» *Financiak Times*, July 18, 2002. См. также статью «Gartner Dataquest Says Worldwide PC Shipments in Second Quarter of 2002 Dampen First Quarter Optimism,» [www.gartner.com](http://www.gartner.com), July 18, 2002.

#### **Телекоммуникационные компании терпят банкротство**

Последние сведения о банкротствах в сфере телекоммуникаций или в других отраслях можно найти на сайте [www.bankruptcydata.com](http://www.bankruptcydata.com).

## **Глава 6. Продайте эти акции сейчас же!**

*Стр. 79*

#### **Мошенничество компании WorldCom на сумму свыше 9 млрд долларов!**

См. «WorldCom Wins Approval To Borrow up to \$1.1 Billion,» *Wall Street Journal*, October 15, 2002 и «Two Ex-WorldCom Execs Plead Guilty To Fraud,» *Financial Times*, October 10, 2002. См. «WorldCom Strikes a Deal With SEC,» *New York Times*, November 27, 2002.

#### **Компания Merrick Lynch не одинока**

Помимо *Merrill Lynch* еще 46 крупных компаний Уолл-Стрит продолжали рекомендовать акции корпораций, находящихся на грани банкротства, даже после того, как это стало очевидно для всех, включая главные рейтинговые агентства.

Против брокерских фирм не только готовится много судебных действий, но эти действия, по-видимому, принимают все более активный характер. 21 октября 2002 г. массачусетские регулирующие органы направили в суд административный иск против фирмы *Credit Suisse First Boston*, утверждая, что советы этой фирмы по вложениям диктовались ее жадной получением гонораров от корпоративных клиентов.

Тем временем власти штата Нью-Джерси, а также NYSE (Нью-Йоркская фондовая биржа) проводили расследование по компании *Bear Stearns*. В отношении *Credit Suisse First Boston* расследование велось властями штата Массачусетс и NASD; *Goldman Sachs* — властями штата Юта и NYSE; *JP Morgan Chase* — штатом Техас и NYSE; *Lehman Brothers* — штатом Алабама и SEC; *Morgan Stanley* и *Salomon Smith Barney* — штатом Нью-Йорк и NASD; *UBS Paine-Webber* — штатом Аризона и NYSE; *UBS Warburg* — штатом Иллинойс и NYSE; а *US Bancorp Piper Jaffray* — штатом Вашингтон и NASD.

См. «States Takk Tough. Wall Street Sweats,» *New York Times*, October 20, 2002, и Weiss Ratings White Paper, «Crisis of Confidence on Wall Street: Brokerage Firm Abuses and the Worst Offenders,» July 14, 2002, [www.weissratings.com/crisis\\_of\\_confidence.asp](http://www.weissratings.com/crisis_of_confidence.asp).

Стр. 83

### 25 лет для того, чтобы возместить свои потери?

Именно так обстояло дело после «медвежьего» рынка 1929–1932 гг. Во время своего пика в 1929 г. индекс S&P 500 достиг величины 31,83. Он снова поднялся до этого уровня только 22 сентября 1954 г. — полных 25 лет спустя. Источник: *Vkoomborg*.

## Глава 7. Обеспечьте деньгам безопасность

Стр. 98

### Дефолт по облигациям

Новейший перечень, подобный тому, что Линда получила от своего консультанта, находится на сайте <http://riskcack.moodysrms.com/us/research/defrate.asp>.

Стр. 100

### Что произойдет с ценами на ваши облигации, если процентные ставки удвоятся?

Догадка Гэбриэла Дэдини очень близка к истине. Например, в конце октября 2002 г. 5,38%-ные облигации Казначейства США от 15.02.2003 с номинальной стоимостью 10 тыс. долларов продавались по цене 10 359 долларов. В случае, если бы процентные ставки удвоились, цена этих облигаций упала бы приблизительно до 5500 долларов.

## Глава 8. Раздувание бюджетного дефицита

Стр. 109

### Самоуспокоенность в отношении дефицита

Самоуспокоенность Америки в отношении дефицита бюджета и небрежной бухгалтерской отчетности в начале двадцать первого столетия резко контрастирует с сильным ощущением тревоги, царившим в конце 1950-х гг.

В то время отец автора, Ирвинг Вайс, основал две некоммерческие организации: Комитет бизнесменов за достойное управление (*Businessman's Committee for Seasoned Management*) и Комитет сильного доллара (*Sound Dollar Committee*).

Первый комитет, включавший выдающихся топ-менеджеров, таких, как Джеймс М. Кемпер из *Kemper Insurance Group*, успешно лоббировал в пользу честности бухгалтерского учета и методов управления.

Второй комитет при поддержке советника президента Бернарда Баруха и бывшего президента Герберта Гувера организовал кампанию в средствах массовой информации, призывая общественность поддерживать сбалансированный бюджет. В ответ на объявления и пресс-релизы этого Комитета избиратели послали предположительно 12 млн открыток, писем и телеграмм на Капитолийский холм, склоняя Конгресс голосовать за сбалансированный бюджет в 1959 г.

Стр. 111

### Налет на фонды социального страхования

См. «Budget Scrambke — Social Security, Programs and Borrowing from the Social Security,» *AARP Bulletin*, [www.aarp.org/bulletin/departments/2002/news/0405\\_news\\_1.html](http://www.aarp.org/bulletin/departments/2002/news/0405_news_1.html).



### **Выступление председателя Федерального резерва поощряет технический бум**

В конце 1990-х гг. мистер Гринспен, очевидно, отказался от борьбы против пузыря в сфере высоких технологий и решил, наоборот, поддержать его, заявив: «...наша экономика все еще находится в эффективном периоде, в котором, при сдержанной инфляции и в целом благоприятных для кредита условиях, подъем стоимости акционерного капитала стимулирует расходы и, в свою очередь, рост производства, занятости и способствующие росту производительности капиталовложения. Надежды на ускоренный рост производительности поддерживали ожидания будущих корпоративных доходов и тем самым питали еще большее увеличение стоимости акционерного капитала.» «Testimony of Chairman Alan Greenspan, before the Joint Economic Committee, U.S. Congress, June 10, 1998.»

*Стр. 112*

### **Экономисты правительства проглядели спад**

См. «Forecast Too Sunny? Try the Anxious Index,» by David Keonhardt, *New York Times*, September 1, 2002.

## **Глава 9. Пузырь рынка облигаций**

*Стр. 116*

### **Дядя Сэм вытесняет других заемщиков**

Во втором квартале 2002 г. правительство США занимало в долг новые средства со среднегодовым темпом 948,4 млрд долларов, или 39% от всех средств, собранных за этот период. Это резко контрастирует с 1997 г., когда правительство взяло займы 236 млрд долларов, или всего лишь 15% от всех полученных средств. См. [www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/zlr-3.pdf](http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/zlr-3.pdf), Table F.4, «Credit Market Borrowing, All Sectors, by Instrument.»

*Стр. 120*

### **Паралич рынка облигаций 11 февраля 1980 г.**

Согласно «*Wall Street Journal*» от 7 февраля 1980 г., поток заказов на продажу на рынке облигаций способствовал тому, что все кроме четырех или пяти крупнейших инвестиционных корпораций с наибольшей капитализацией решительно отказались от своей рынокообразующей роли. Через пять дней «*Wall Street Journal*» в номере от 12 февраля сообщил, что

«вчера продавцы облигаций в главных организациях не смогли найти покупателей для облигаций Казначейства даже на 5 млн долларов».

### **Реакция президента Картера на коллапс рынка облигаций 1980 г.**

При полном одобрении президента Федеральный резерв предпринял следующие действия: 1) повысил основные процентные ставки; 2) ужесточил контроль над займами банков США; 3) неожиданно установил необычно жесткий контроль над образованием новых потребительских займов, получаемых с помощью кредитных карт. Немедленным результатом этого явился резкий подъем на рынке облигаций, плюс одно из самых резких падений экономики за несколько десятилетий.

## **Глава 10. Пузырь рынка недвижимости**

*Стр. 122*

### **Федеральный резерв резко снижает процентные ставки и накачивает деньги в экономику**

Боясь действительной реализации чего-нибудь подобного тому, что изложено в сценариях для худшего случая развития событий, которые будут рассматриваться в следующих главах, Федеральный резерв США накачивал в экономику беспрецедентные объемы денег. «*Business Week*» так комментирует это: «В момент, когда мировая экономика замедляет свой рост чуть ли не до полной остановки, во всем мире увеличивается ликвидность. В США неоднократные снижения процентных ставок Федеральным резервом означают, что показатель М3 (самая всеобъемлющая форма учета денежной массы, включающая банковские депозиты и инвестиционные рыночные взаимные фонды) поднялся к концу октября почти на 14% (в годовом исчислении). Это самый большой темп роста за 20 с лишним лет.» См. «*Money, Money Everywhere,» Business Week*, December 17, 2001.

*Стр. 123*

### **Домостроительный бум**

Именно активное накачивание денег, проводимое Федеральным резервом, подстегнуло домостроительный бум. Подробности о росте цен на дома можно найти в следующих источниках: Office of Federal Housing Enterprise Oversight, House Price Index, Second Quarter 2002, pp. 19ff; «*Frenzy Returns to California Housing Market,» by Broderick Perkins, Realty Times*, May 29, 2002, <http://realtytimes.com/rtnews/rtpages/>

20020529\_calfrenzy.htm; «As safe as what? Global house prices,» *The Economist*, August 29, 2002, p.2; и «Housing Boom Breeds New Mortgage Deals,» *USA Today*, October 25, 2002, p.1.

*Стр. 126*

#### **Провал домостроительства?**

См.: Tim Scott, «Waiting for the Shoe to Drop,» [www.sqre.com/report\\_aprik01.html](http://www.sqre.com/report_aprik01.html).

*Стр. 127*

#### **Средний процент собственного капитала в стоимости приобретаемого жилья падает до 55**

Источник: *Fkown of Funds for the U.S.*, Table B.100, «Balance Sheet of Households and Nonprofit Organizations,» Section 102, Federal Reserve Statistical Release, Z.1, [www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/data.htm](http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/data.htm).

*Стр. 129*

#### **Просрочки выплат по закладным**

См.: «A Record Percentage Of U.S. Homeowners Are Facing Foreckosure, And Many More Are Falling Behind On Monthly House Payments,» *USA Today*, September 10, 2002.

*Стр. 130*

#### **Потери на рынке акций затрудняют инвестиции в недвижимость**

Индекс Nasdaq 7 октября 2002 г. снизился с пикового значения 5132 до 1119 пунктов, что означает падение на 77%; за тот же период индекс S&P 500 упал с пикового значения 1553 до 785 пунктов — падение на 50%; а индекс Dow упал с пикового значения 11 750 до 7423 пунктов, то есть на 27%. При таких потерях немногие смогли бы перейти из рынка акций на недвижимость. Представляется, что основная масса очередных инвестиций в недвижимость, пришла из новых заимствований, что еще больше раздувало пузырь недвижимости.

## **Глава 12. Команда**

*Стр. 145*

#### **Темп накопления**

Министерство торговли США, Бюро экономического анализа.

*Стр. 146*

#### **Бремя корпоративной задолженности**

Источник: Federal Reserve's *Flow of Funds*, B.102, Balance Sheet of Non Farm Nonfinancial Corporate Business,» [www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/zl.pdf](http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/zl.pdf).

*Стр. 147*

#### **Тамара Бэлмонт уходит**

Одна статья в журнале «Wakl Street Journal» еще в 1992 г. показала, что инсайдеры брокерских компаний прекрасно знали, что случается с чрезмерно независимыми аналитиками: такие аналитики часто оказываются заклеятыми своей сферой, а их служебная карьера разрушается. См., например, «Under Pressure: At Morgan Stanley, Analysts Were Urged To Soften Harsh Views,» *Wall Street Journal*, July 14, 1992, p. A1.

*Стр. 151*

#### **Группы защиты фондового рынка от спада**

См.: «Pkunge Protection Team,» by Brett D. Fromson, *Washington Post*, February 23, 1997, и «In '87 Crash, All Eyes on Greenspan; Two Months Into Job, Fed Chairman Faced Ultimate Challenge,» by Bob Woodward, *Washington Post*, November 13, 2000.

*Стр. 155*

#### **Крах японского рынка облигаций в 1987 г.**

Лучшие японские облигации 1986 г., дававшие тогда 5,1% дохода, достигшие рекордной высоты 125 пунктов (12 500 иен за каждую облигацию с номинальной стоимостью 10 тыс. иен), упали до 100 пунктов. Тем временем доходность, упавшая до рекордно низкого уровня 2,6%, подскочила до 4,6%, что составило поразительный рост на 77%.

*Стр. 158*

#### **Расчеты наличными на рынке акций**

В соответствии с разделами 220.8(b)(1) и (4) Правила Т Правления Федерального резерва (Federal Reserve Board)<sup>100</sup> брокер или дилер может ждать пять деловых дней после даты продажи прежде, чем заплатить за купленные ценные бумаги.

<sup>100</sup> Управление Федеральной резервной системы — Независимое регулятивное агентство, осуществляющее контроль за деятельностью Федеральной резервной системы через своих представителей в правлениях входящих в нее банков. — *Примеч. ред.*

Стр. 159

### Ограничения работы Нью-Йоркской фондовой биржи

Самые последние правила можно найти на сайте [www.nyse.com/press/press.htmk](http://www.nyse.com/press/press.htmk).

### Программная торговля

Точное определение можно найти в [Investopedia.com](http://Investopedia.com) в разделе «Dictionary».

Стр. 161

### Реальная стоимость взаимного фонда в период кризиса

SEC (Комиссия по ценным бумагам и биржам) утверждает: «Если активы фонда оцениваются неверно, то владельцы его акций будут получать за них слишком много или слишком мало. Кроме того, завышение стоимости активов фонда приведет к преувеличению эффективности работы фонда и даст в результате завышенную характеристику издержек фонда, которые рассчитываются на основе чистых активов, таких как гонорары за консультации по инвестициям. Закон об инвестиционных компаниях (Investment Company Act) требует, чтобы фонды оценивали свой инвестиционный портфель, используя рыночную стоимость ценных бумаг в то время, когда рыночные котировки «легко доступны». Когда рыночные котировки не являются легко доступными, Закон 1940 г. требует, чтобы стоимость ценных бумаг в текущих ценах честно и добросовестно определил Совет фонда.» В условиях кризиса выполнить это условие может быть исключительно трудно, и у многих взаимных фондов может не оказаться другого выбора, кроме использования самой последней цены при закрытии биржи, что может сильно завысить чистую стоимость активов фонда в расчете на одну акцию. Источник: [www.sec.gov/news/speech/spch517.htm](http://www.sec.gov/news/speech/spch517.htm).

## Глава 13. Скрытые риски

Стр. 166

### Провал Long Term Capital Management

Дальнейшие подробности можно найти на сайте [www.erisk.com/Learning Center/CaseStudies/ref\\_case\\_item.asp](http://www.erisk.com/Learning Center/CaseStudies/ref_case_item.asp) и «Hedge Fund Debacle Offers a View of a Secret World,» by Josef Kahn and Laura M. Holsom, *New York Times*, September 30, 1998.

Стр. 168

### Деривативы компании Enron

Экзотическая природа деривативов не только позволила компании *Enron* обманывать акционеров в отношении истинного масштаба ее долгов, но и дала возможность биржевым маклерам *Enron* организовать крупнейший в истории заговор на энергетическом рынке. Действительно, 17 октября 2002 г. Тимоти Н. Белден, бывший глава торгового офиса *Enron* в Портленде, штат Орегон, «признался в соучастии в разработке приемов торговли, которые эффективно преобразовали сложную систему покупки и передачи энергии в Калифорнии в фикцию, вплоть до липовых графиков передачи энергии, воображаемой перегрузки силовых линий и жульнических продаж по цене поступившей «из других штатов» энергии, которая на самом деле вырабатывалась в самом штате.» *New York Times*, October 18, 2002, p. C1.

### Крупные банки допускают большие риски в работе с деривативами

Бюро контролера денежного обращения ежеквартально следит за крупными деривативными контрактами. Соответствующая сводка, на которую мы ссылаемся, озаглавленная «Percentage of Credit Exposure to Risk Based Capital», показывает, что на каждый доллар рискованного капитала банк *JP Morgan Chase* имел 5,89 доллара кредита, связанного с деривативами. *Bank of America* имел 1,69 доллара, а *Citibank* — 1,99 доллара. В любом из случаев имеются чрезмерные риски.

См. [www.occ.treas.gov/ftp/deriv/dq202.pdf](http://www.occ.treas.gov/ftp/deriv/dq202.pdf).

Стр. 177

### Состоятельные люди приходили на помощь корпоративной Америке после предыдущих кризисов

Дополнительные факты можно найти в следующих источниках: Harry Schuktz, *Panics and Crashes* (New Rochelle: Arlington House, 1972); Alfred Sloan, Jr., *My Years with General Motors* (Garden City: Doubleday, 1969) и Lewis Corey, *The House of Morgan: A Social Biography of the Masters of Money* (New York: AMS, 1969).

Стр. 179

### Экономический коллапс Японии

В печати Японии и США были тысячи больших статей, весьма подробно документирующих этот экономический коллапс. Особенно рекомендуем National Center for Policy Analysis, Oct. 14, 2002, [www.ncpa.org/edo/bb/2002/bb101402.html](http://www.ncpa.org/edo/bb/2002/bb101402.html); «Global economy to grow 1.7 percent in 2002, Japan to fall 0.7

percent: UN,» *Kyodo News*, Oct. 9, 2002; и «Bank of Japan Acts to Shore Up Banks Against Market Swings,» by Mariko Sanchanta, *New York Times*.

*Стр. 180*

#### **Выигрыш в покер на «Титанике»**

Случайный турист все еще мог бы увидеть в Японии большую часть внешних признаков процветания, несмотря на целое десятилетие прокатившейся депрессии и спадов на рынке акций. См. «Japan Markets Resume Their Search for Bottom,» by James Brooke, *New York Times*, September 26, 2002.

*Стр. 185*

#### **Четыре с половиной года плохих бухгалтерских балансов**

Источники: *Moody's Global Credit Trends: Weekly Commentary*, October 14, 2002.

#### **Совокупный долг корпораций**

В конце июня 2002 г. суммарный корпоративный долг в США достиг 4,9 трлн долларов, что составляет 57,1% от чистой стоимости корпораций. См. *Federak Reserve's Flow of Funds*, Table B.102, «Balance Sheet of Non Farm Nonfinancial Corporate Business,» [www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1.pdf](http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1.pdf); а также Table D.3, «Debt Outstanding by Sector,» [www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1r-2.pdf](http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1r-2.pdf). Эти источники показывают, что суммарный неуплаченный корпоративный долг на 30 июня 2002 г. составлял 4,876 трлн долларов в сравнении с суммарной чистой стоимостью корпораций в 8,573 трлн долларов.

*Стр. 186*

#### **Суммарный частный долг**

Суммарный невыплаченный долг частного сектора США на 16 сентября 2002 г. составил 20,023 трлн долларов. Для сравнения, суммарный валовой внутренний продукт составил 10,376 трлн долларов. Данные содержатся в: *Federak Reserve's Flow of Funds*, Table L.4., «Credit Market Debt, All Sectors, by Instrument»; [www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1r-2.pdf](http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1r-2.pdf); и U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

## **Глава 14: Дефляция!**

*Стр. 188*

#### **Дефляция в Соединенных Штатах**

См., например, «Bargains for Buyers May Also Hold Risk of Slower Recovery,» by David Leonhardt, *New York Times*, November 25, 2001 и

[www.nvca.org/](http://www.nvca.org/) «Venture Capital Investments in Q2 2002 Continue To Slide Back Toward Pre-Bubble 1998 Levels,» July 2002.

*Стр. 193*

#### **Safeguard Scientifics**

Данные взяты из *Vcoomberg*.

*Стр. 197*

#### **Рейтинги облигаций подвержены воздействию взяток**

Как *Standard & Poor's*, так и *Moody's* предоставляют по запросу бесплатные перечни. *Standard & Poor's* взимает 3,25 базисных пункта за рейтинги облигаций и привилегированных акций. Минимальные комиссионные составляют 25 тыс. долларов, для эмиссий больше 500 млн долларов плата составляет 162 500 долларов. Агентство *Moody's* взимает 3,30 базисных пункта с минимумом в 33 тыс. долларов. По крупным эмиссиям оно взимает максимальные комиссионные в 250 тыс. долларов.

## **Глава 15. Падение «голубых фишек»**

*Стр. 222*

#### **Слабость банков**

По состоянию на 30 сентября 2002 г. существовало 2016 банков и сберегательных учреждений, получивших рейтинг надежности по Вайсу B+ или выше, заслужив тем самым включение в список учреждений, рекомендованных Вайсом. Количество банков и сберегательных учреждений, получивших рейтинг D+ или ниже, что означает предупреждение о ненадежности, составило 1748.

*Стр. 226*

#### **Мина банкротства**

В деле о *WorldCom* за 10 дней до объявления о банкротстве кредиторы заморозили ссуды этой группе компаний на сумму 2,65 млрд долларов. Через пять дней S&P срезала кредитный рейтинг этой компании до самого низкого возможного уровня в связи с возможной коррупцией в Пенсионном фонде Калифорнии. В случае с *Enron*, ее энергетический конкурент компания *Dynegy*, также базирующаяся в Далласе, попыталась 9 ноября 2001 г. купить этого умирающего торговца энергией. Когда в конце месяца *Dynegy* отказалась от своих

намерений, у *Enron* не осталось никакого выбора, кроме как неделю спустя подать заявление о банкротстве.

#### Краткосрочный коммерческий вексель

Существуют очень краткосрочные займы, которые могут стать серьезной пусковой точкой кризиса. Крупнейшими их эмитентами являются *Generak Electric*, *General Motors* и *Ford*. Детали можно найти в:

[www.tradeweb.com](http://www.tradeweb.com),

[www.nact.org/US\\_Commercial\\_Paper-A\\_Shrunken\\_Market.pdf](http://www.nact.org/US_Commercial_Paper-A_Shrunken_Market.pdf),

а также [www.gtnews.com/articles6/4537.pdf](http://www.gtnews.com/articles6/4537.pdf).

Стр. 228

#### Кого винить за устаревшие рейтинги?

Когда было указано, что многие крупные брокерские фирмы продолжали сохранять рейтинги «покупать» и «сохранять» для акций разоряющихся компаний вплоть до даты их банкротства, некоторые из брокеров оправдывались тем, что эти рейтинги просто устарели и их не следовало бы более публиковать, таким образом, обвиняя в промашке главных распространителей рейтинговых данных, таких как *Bloomberg*. Однако в письме от *Bloomberg* фирме *Weiss Ratings*, говорится: «...Мы получаем весь аналитический материал непосредственно от самих аналитиков или от фирмы, которую они представляют... Пока аналитик активно освещает надежность или все еще считается сотрудником фирмы, которая его представляет, мы оставляем его оценки. В случае, если он уходит из фирмы, или если фирма перестает помещать его оценки надежности ценных бумаг, мы тоже перестаем их использовать.»

По аналогичным причинам *Yahoo.com* и другие крупные источники информации продолжают распространять рейтинги «покупать» или «сохранять» без каких-либо извещений со стороны брокерской фирмы о том, что эти рейтинги изменились.

## Глава 16: Переведите свой счет в другую компанию!

Стр. 232

#### Ботинки Джеймса Дюбуа

Тот факт, что брокеров заставляли снимать ботинки, может показаться нелепым и смешным, но ведь часто факты оказываются еще более странными, чем фантазия. Очень похожая тактика была описана в 16-

страничном отчете фонда NEFE<sup>101</sup>. Однако этот отчет редко видел дневной свет, поскольку главные фирмы Уолл-Стрит, очевидно, пригрозили подать в суд, и NEFE немедленно изъял свой отчет из обращения.

Стр. 233

#### Является ли ошибка Линды причиной того, что она потеряла свои деньги?

Абсолютно нет — по той простой причине, что ее намеренно и сознательно ввели в заблуждение в отношении перспектив акций. Другими словами, ее брокер лгал ей. Насколько часто приходится сталкиваться с такой ложью? Для ответа рассмотрим исследование этой сферы, проведенное Федеральной корпорацией по кредитованию жилищного строительства, из которого следует, что биржевые брокеры регулярно лгут, и это составляет «всепроникающую и рутинную часть их практики ведения бизнеса.» *Washington Post*, September, 1991.

Стр. 237

#### 10 тысяч брокеров пойманы за руку

Исследование GAO, которое нашел Дюбуа, озаглавлено «*Actions Needed to Better Protect Investors against Unscrupulous Brokers*,» GAO/GGD-94-208 9/14/1994. В нем GAO делает вывод о том, что 10 тыс. брокеров, активно работавших в то время, были уличены в надувательстве своих клиентов тем или иным способом.

#### Файл, содержащий сведения о нарушениях и судебных действиях против фирм, слишком велик для отправки по электронной почте

Для крупнейших фирм Уолл-Стрит, таких как *Morgan Stanley Dean Witter*, *Prudential Securities* и *Merrill Lynch*, список предпринятых против них судебных действий столь обширен, что NASD решила, что соответствующие компьютерные файлы слишком велики, чтобы пересылать их по электронной почте. Поэтому NASD приняла решение пересылать эти отчеты инвесторам по почте первого класса. В 2002 г. отчет по компании *Lehman Brothers* состоял из 550 страниц, по *Prudential Securities* — из 500 страниц; по *Merrill Lynch Pierce Fenner and Smith* — 450 страниц; по *Salomon Smith Barney* — 350 страниц; *Morgan Stanley Dean Witter* — тоже 350 страниц. Причина, по которой Джеймс Дюбуа был так доволен, заключается в том,

<sup>101</sup> NEFE — National Endowment for Financial Education — Национальный фонд финансового обучения. — Примеч. ред.

что он понимал, что для среднего инвестора было бы почти невозможно разумно воспользоваться такой массой данных.

## Глава 17. Призыв к действию

Стр. 248

### «Цифровая неграмотность»

См.: *Innumeracy: Mathematical Illiteracy and its Consequences*, by John Allen Paulos (Hill & Wang, 2001).

## Глава 19. Большая помощь

Стр. 271

### Коллапс аукциона по продаже облигаций японского правительства

См. «Not Enough Bidders for Bond Auction in Japan,» *New York Times*, September 21, 2002. Это было, пожалуй, самое сильное и ясное предупреждение об опасностях, угрожающих властям США в том случае, если они попытаются вмешаться, чтобы поддержать рынок акций.

Вайс Мартин Д.

## Делай деньги во время паники на бирже

Перевел с английского В. Псарев  
под ред. О. Сидоровой («Форекс Клуб»)

Главный редактор	Е. Строганова
Заведующая редакцией	И. Андреева
Руководитель проекта	В. Фасульян
Выпускающий редактор	О. Морозова
Редактор	В. Ильин
Художественный редактор	Е. Дьяченко
Корректоры	М. Бабицкая, Н. Соломина
Верстка	Л. Прохорова

Лицензия ИД № 05784 от 07.09.01.

Подписано к печати 29.10.04. Формат 60×90/16. Усл. п. л. 24,0. Тираж 3000. Заказ 1013  
ООО «Питер Принт», 194044, Санкт-Петербург, пр. Б. Сампсониевский, д. 29а.  
Налоговая льгота — общероссийский классификатор продукции ОК 005-93,  
том 2, 95 3005 — литература учебная.

Отпечатано с готовых диапозитивов в ОАО «Техническая книга»  
190005, Санкт-Петербург, Измайловский пр., 29

Для контакта с автором посетите сайт [www.crashprofits.net](http://www.crashprofits.net).