



АНТИКРИЗИСНАЯ ПОЛИТИКА В США: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

▪ **Игорь Аксенов**

Эксперт по рыночным рискам в секьюритизированных продуктах
Barclays Capital

АНТИКРИЗИСНАЯ ПОЛИТИКА В США: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

В КАЧЕСТВЕ ПРЕДИСЛОВИЯ

У многих возникает правда еще неявное ощущение, что кризис почти миновал и худшее уже позади. Действительно, на первый взгляд, уже прошел период, когда каждый день приносил все более пессимистические новости. Начиная с марта, в прессе начали появляться все более оптимистические комментарии. Теперь даже меньший (чем ожидалось) спад какого-либо важного показателя стал восприниматься как позитивная новость. Такого рода новости толкают рынки вверх.

Не стоит обманываться. Количество занятых продолжает сокращаться, и безработица растет, несмотря на замедление темпов ее роста¹. Основные экономические показатели далеки от уровня процветания. Рост котировок на рынках акций и облигаций объясняется весьма прозаическим вбросом государственных денег, который проводится последовательно последние шесть месяцев с помощью различных программ Федерального резерва (рассматривались автором в предыдущей публикации). Проблемы системного порядка, приведшие к возникновению текущего кризиса, далеки от разрешения, и многие комментаторы в деловой прессе предупреждают о последствиях продолжения текущей политики.

Автор статьи ставит себе задачу рассмотреть фундаментальные проблемы, которые уже проявились на настоящий момент, а также обозначить те которые, возможно, проявятся вскоре.

Уровень первый — вещи очевидные многим. Банковская система наполнена огромным количеством безнадежных долгов, прежде всего в сфере недвижимости; выселение неплатежеспособных заемщиков только нарастает в связи с окончанием моратория, объявленного в середине 2008 года. Число просроченных кредитов растет следом за ухудшением общей экономической ситуации. Большое количество активов фактически безнадежны, но еще официально не объявлены такими², что позволяет пока не признавать очевидные вещи. Яркий показатель: несмотря на официально объявленную «стабилизацию», банки все еще стремятся уменьшить свои риски, сокращая кредитные линии многим своим клиентам³. Количество проблем продолжает медленно расти по мере оседания экономики в депрессию.

Уровень второй — вещи менее очевидные, которые уже начали проявляться. Неспособность финансовой сферы кредитовать экономику — как производителей, так и потребителей — подрывает на корню множество компаний. Многие предприятия даже в лучшие времена существуют на грани рентабельности, и вероятность их закрытия или серьезного уменьшения в отсутствие дешевого кредита весьма велика⁴.

Прямые последствия резкого падения кредитования — увольнения, начавшиеся в сферах, прямо связанных с недвижимостью, уже распространились на другие сектора экономики. Обратная связь очевидна: растущее количество безработных увеличивает количество безнадежных долгов и еще больше сокращает текущий и будущий спрос, так как работающее население сокращает свои расходы и вновь начинает копить деньги.

¹ Рекомендую всем посмотреть график роста безработицы в США на сайте <http://www.slate.com/id/2216238/>

² Федеральный резерв и казначейство на данный момент уже предоставили гарантии на общую сумму в 75% всех активов американской банковской системы — до 9 триллионов долларов.

³ Крайний случай — компания American Express закрыла ряд счетов и предлагала даже списать определенную сумму долгов если заемщики выплатят остальную часть сразу.

⁴ Банкротство Circuit City — ликвидирована в начале 2009 года. Проблемы с финансированием окончательно добились компанию, которая уже отставала от конкурентов

График демонстрирует динамику роста кредитования в США (1992-2008, по цели займа):

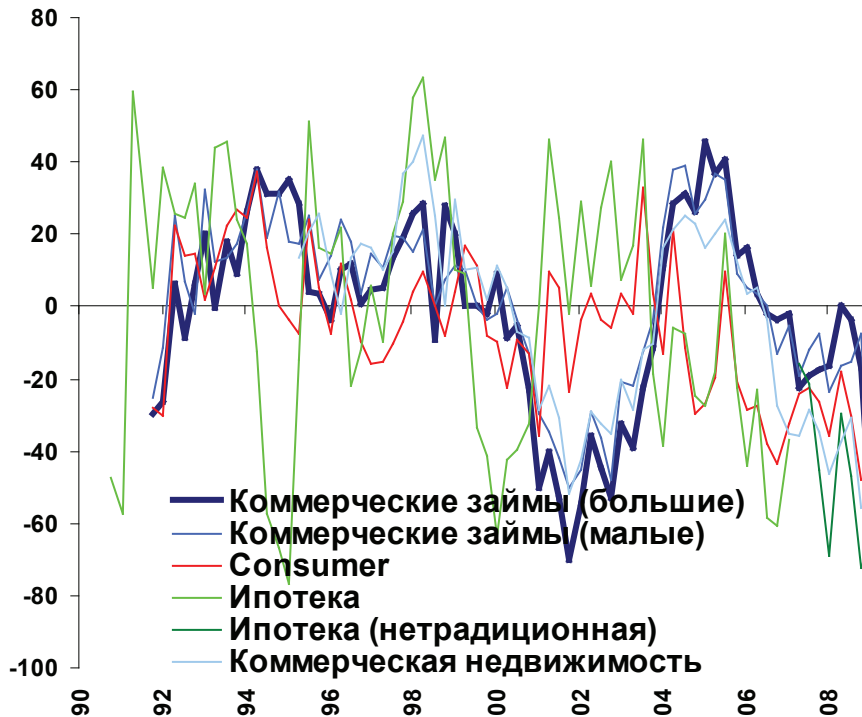
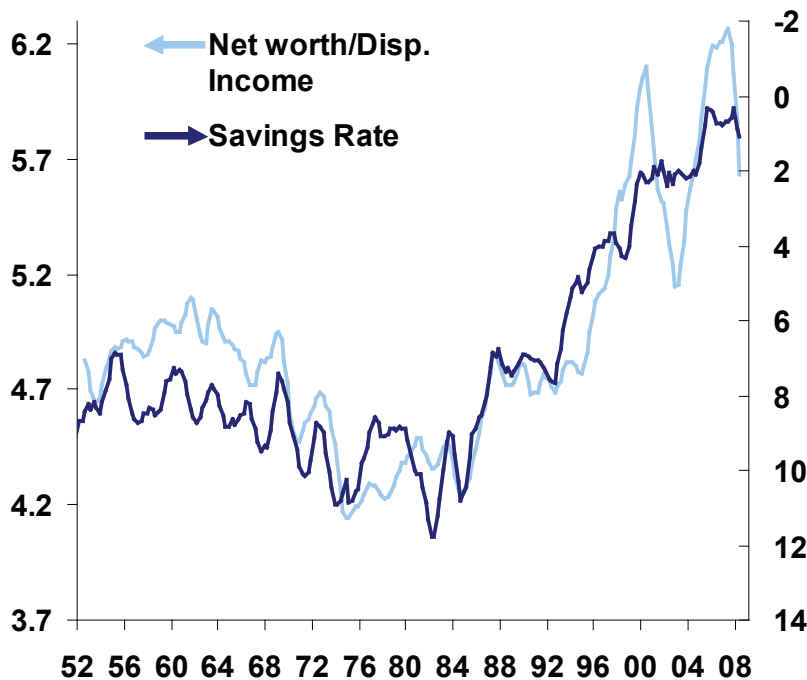


График демонстрирует динамику сбережений (правая шкала) рядом с отношением общего достатка к свободным средствам населения (левая шкала): видно как с ростом благосостояния сбережения практически прекратились.



Уровень третий — вещи, которые станут очевидными много позже. Не стоит забывать, что мировая экономическая система, сложившаяся в последние годы весьма близка к глобальной. Мировое разделение труда уже давно реальность; Китай и другие страны юго-восточной Азии, как «мастерская мира», и США,

как мировой банкир и посредник, влияют на экономическую динамику всех остальных стран. Все участники вовлечены в проблемы друг друга как потребители или производители, соинвесторы или кредиторы. Поэтому разрушение одного из основных элементов этой цепи — чем бы это не было вызвано — способно сокрушить всю систему отношений и привести к смене мирового экономического порядка.

Рассмотрим эти проблемы подробнее. Очевидно, что часть внешних проявлений является симптомами более глубоких процессов, и окончательный выход из кризиса возможен только после устранения фундаментальных недостатков, которые привели к нему. Поэтому стоит, прежде всего, понять — какие из этих проблем являются важнейшими, и какие будут поставлены во главу угла.

ИДЕОЛОГИЯ АНТИКРИЗИСНОЙ ПОЛИТИКИ

На своем выступлении в МежАмериканском Банке Развития (InterAmerican Development Bank) Lawrence Summers, бывший министр финансов в администрации Клинтона, а в настоящее время - советник президента США, высказался наиболее ясно по поводу логики, которой руководствуются нынешние финансовые власти. Его выступление можно разбить на несколько ключевых моментов:

1. Все кризисы заканчиваются. Само балансирующая система, присущая американской экономике, со временем вернет ситуацию в состояние равновесия. Возможно, для достижения такого эффекта потребуются массивные усилия правительства и центрального банка. Но так как кризис такого рода происходит «три или четыре раза в столетие», не стоит беспокоиться о фантастическом росте государственного долга. Экономический рост позволит стране выбраться из этих долгов.
2. Мы сможем выбраться из кризиса, поощряя то самое поведение [экономических субъектов] «от которого мы пытались их отучить» последнее время. Именно «эта мысль, это мнение», особенно по отношению к кредитованию финансовых инвестиций (leverage), являются «основополагающими в программе правительства США».
3. Важнейшей задачей государства является поддержание жизнеспособности финансовых посредников (банков) и обеспечение их достаточной капитализации, принимая во внимание все риски ситуации на настоящий момент. «Стресс-тесты» (дополнительный анализ качества активов крупнейших банков страны) призваны обеспечить именно такой результат.
4. Экономический рост, начиная с 90-х годов, был чересчур зависим от финансовой индустрии. Рост доходов компаний получаемых от финансовых операций «должен бы был послужить нам предупреждением». Следующий этап экономического роста должен базироваться не на мыльных пузырях на финансовом рынке, а на инвестициях в основные производительные силы страны.
5. Система финансового регулирования «была фундаментально неправильна». Не требует доказательств факт, что в последние 20 лет случилось слишком много серьезных кризисов (это заключение правда идет в разрез с постулатом № 1).

Разберем эти тезисы по порядку.

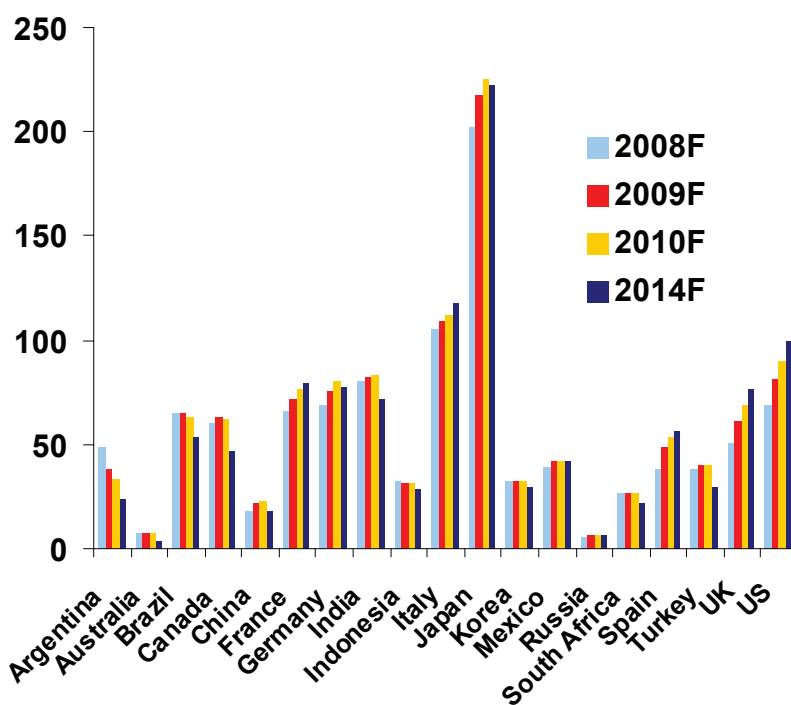
Прежде всего, стоит отметить неочевидность самого тезиса о том, что американская экономика — саморегулирующаяся система и способна сама выйти из кризиса. Этот крайне спорный тезис будет рассмотрен отдельно, стоит лишь отметить, что он характеризует советника администрации как сторонника традиционного «неокейнсианского» пути, в котором много больше нео либеральных гипотез стиля Фридмана, чем Кейнса⁵.

Действительно, кризис когда-нибудь заканчивается. Но чем он сменяется — быстрым ростом или стагнацией?⁶ Ничто в этом докладе, равно как и во всех других высказываниях администрации по этому вопросу, не говорит о том, как США удастся избежать повторения «японского варианта» 90-х годов, т.е. длительного периода минимального экономического роста (0–2%), крайне медленной очистки финансовой системы от безнадежных долгов и огромного государственного долга (200+% ВВП).

⁵ Рекомендую книгу Heiman Misny, “Stabilizing the unstable economy” где этот вопрос рассматривается детально.

⁶ Именно этим вопросом задался Бильдербегский клуб на своей встрече в середине мая.

График показывает отношение государственного долга к ВВП



Если учесть перегруженность долгами большинства компаний и потребителей США, японский вариант — это вполне реальная угроза.

Статья	начало 1982	начало 2009	Изменение
Данные кредитного рынка, % ВВП			
Задолженность на кредитном рынке	172	370	2.15x
Федеральный долг	27	45	1.67x
Долг домохозяйств	47	96	2.04x
Долг финансового сектора	22	117	5.32x
Дефицит федерального бюджета	3.2	14.3	4.47x
Состояние домохозяйств			
Расходы на процентные долги, % дохода	10.7	13.9	1.30x
Долг по вкладным, % ВВП	31	73	2.35x
Долг по вкладным, % свободных средств	43	98	2.28x
Наличные деньги, % задолженности	145	81	0.56x
Акции, % достатка	8.1	17	2.10x

Однако правительство призывает нас игнорировать реальность; их официальная позиция в том, что угрожающие показатели задолженности (в таблице показано состояние на 2009 год по сравнению с 1982 годом) теперь не проблема. Предполагается и дальше увеличивать национальный долг и решать все возникающие из-за этого проблемы с помощью «дополнительных государственных программ» (читай дополнительных долгов) и стимулирующей фискальной политики.

Во втором и третьем постулате признается, что программы правительства нацелены на удержание на плаву финансового сектора, прежде всего крупнейших банков, которые в свою очередь должны поддерживать близкий к прошлому уровень кредитования потребителей, которые поддержат спрос на нужном уровне, что в свою очередь должно вытянуть страну из кризиса. Но это явно противоречит постулату № 4: если целью является смещение инвестиций из финансовых в иные (производительные) активы, это

предполагает стимулирование перетока туда всех видов ресурсов. Неочевидно, почему кто-либо из инвесторов захочет переходить в какой-либо другой сектор, если можно, как и раньше, извлекать ренту из финансовых операций — правда в этот раз засчет правительства.

Усилия по поддержанию благосостояния крупнейших финансовых организаций можно объяснить страхом перед хаосом, который может последовать после внезапного крушения одной из них. Все запомнили последствия банкротства Lehman Brothers; правительство считает, что оно в западне и не может допустить повторения такого развития событий. Но сложно понять, как неограниченная финансовая подпитка банков поможет реформам системы регулирования. Нетрудно увидеть, что государство поддерживает организации, которые во многом способствовали возникновению критической ситуации — в частности, такие конгломераты как Bank of America и Citigroup.

В последние 2 года банки сокращали кадры по многим направлениям, тем не менее, основная структура, а тем более мотивация деятельности остается неизменной⁷. Сложно судить о реальном положении дел после потери доверия к банковской отчетности⁸, но если верить официальной риторике, банки уже сейчас в состоянии выдержать дальнейшие испытания кризисом. В таких условиях маловероятно, что удастся реформировать систему, в сохранении которой они так заинтересованы.

Стоит отметить, что в своей речи г-н Summers ни слова не сказал о политической подоплеке вопроса. Официальная позиция сводится к простой констатации фактов — мол, бывает. И можно понять почему: многие сотрудники и советники администрации, ответственные за вопросы экономики и финансы, имеют давние связи с крупными финансовыми структурами. Это совсем не новость, благо связь такого рода заложена в основу системы Федерального резерва⁹.

Просто в последнее время использование государственных органов для реализации частных интересов стало значительно более явным. Многие отметили активное участие бывших сотрудников Goldman Sachs в правительственных организациях, а также их роль в компаниях, получивших первоочередную государственную помощь¹⁰. Стоит упомянуть, что Timothy Geitner, действующий министр финансов США, в 2004—2008 возглавлял нью-йоркский банк федерального резерва и активно лоббировал интересы индустрии, в частности, по упрощению и ослаблению системы регулирующих органов, что по сути своей полностью противоположно его официальной задаче поддержания финансовой стабильности и разумной оценки рисков¹¹. Есть немалая доля иронии в том, что сейчас на него возложена обязанность ликвидации последствий его же деятельности (равно как и бездеятельности) на предыдущем посту.

Многие сочтут размышления на эту тему совершенно лишними. Да, «коней на переправе не меняют» — в этом есть доля здравого смысла. Также очевидно, что для возобновления полноценного экономического роста необходим комплекс мер, только часть которых правительство в состоянии осуществлять напрямую. Инфляционная политика Федерального Резерва и действия Европейского Центрального банка и правительств Европы не находятся под контролем властей США. Однако решение формулировать свою политику, исходя прежде всего из интересов финансовой элиты принимается федеральным казначейством и белым домом.

Не секрет, что руки правительства во многом связаны обязательствами перед политическими союзниками. Не стоит удивляться, что правительство не сменило руководство банков и организаций, которые получили государственную помощь, равно как и не потребовало никаких ограничений для них в веде-

⁷ Финансовая отчетность показывает что, несмотря на крайне негативную реакцию общества, банки продолжают начислять бонусы своему персоналу, даже в тех случаях, когда государство фактически владеет контрольным пакетом акций.

⁸ В марте 2009 года были изменены требования об обязательности оценки финансовых активов компаний по рыночным ценам. Это расширяет возможности манипуляций отчетностью и скрывает реальную ситуацию в компаниях.

⁹ Президент нью-йоркского отделения федерального резерва назначается федеральным правительством после согласования с главами крупнейших частных финансовых организаций, входящих в его совет директоров.

¹⁰ В 2008 году бывший сотрудник Goldman Sachs, John Thain возглавлял Merrill Lynch; бывший президент Goldman Sachs, Henry Paulson возглавлял казначейство; член совета директоров Goldman Sachs, Edward Liddy был назначен главой AIG.

¹¹ Ничего неизвестно о прямой заинтересованности нынешнего министра финансов в какой-либо компании. Но сменивший его на посту президента нью-йоркского отделения Stephen Friedman владел большим пакетом акций Goldman Sachs и уже занимая свою должность, не только не продал но и увеличил его.

нии дел. Правительство желает сохранить свободу политического маневра, что будет невозможно при излишне пристальном внимании к финансовой сфере. Фактически предпринятые меры и заявленные цели тщательно избегают ущемления чьих-либо интересов и сводятся к стремлению восстановить докризисную экономическую систему — благо на это согласны все.

Возможно, что такая политика считается необходимой для восстановления доверия к финансовой системе. Рассмотрим, удалось ли достигнуть такого результата в других странах, следуя логике администрации.

ОПЫТ ДРУГИХ СТРАН

Судя по опыту других стран, прошедших через серьезный кризис, такой результат совсем не очевиден. Традиционный совет МВФ, который часто давался с согласия и от имени казначейства США, заключается в обратном: немедленный разбор завалов неплатежеспособной банковской системы в условиях кризиса, как раз и призван сократить правительственные расходы (сразу фиксируя стоимость санации), привести к оздоровлению всей системы и возобновлению доверия к ней¹².

Оценим размер требуемой санации: таблица сопоставляет ВВП и стоимость (на настоящий момент) спасения банковской системы в разных странах за счет роста дефицита и выпуска государственных облигаций. Обратите внимание, что приведенные цифры в миллиардах!

Chart 7: The Cost of the Banking Crisis (IMF estimate)

Country	2008 GDP (\$ billion)	IMF Estimate Δ Deficit (% of GDP)	Projected Bond Issuance (\$ billion)
Australia	\$1,069	26%	\$278
Canada	\$1,564	14%	\$219
France	\$2,978	21%	\$625
Germany	\$3,818	14%	\$535
Italy	\$2,399	28%	\$672
Japan	\$4,844	28%	\$1,356
South Korea	\$858	14%	\$120
Mexico	\$1,143	6%	\$69
Spain	\$1,683	35%	\$589
Turkey	\$799	12%	\$96
UK	\$2,787	29%	\$808
US	\$14,330	34%	\$4,872
Total, G12	\$38,272	27%	\$10,239

Source: CIA World Fact Book, IMF

Возможно добиться восстановления банков, не проводя радикальной санации — как было сделано в начале 1980-х годов. Но это только переносит потери на будущий период и будет стоить огромных денег, в много крат превышающих то, что уже было потрачено. За счет этого скептики (Rogoff & Reinhart) прогнозируют значительно большие дефициты и рост государственного долга США:

**Chart 8: The Cost of the Banking Crisis
(Reinhart & Rogoff estimates)**

	Δ Deficit (% of GDP)	Projected Bond Issuance (\$ billion)
IMF Estimate	27%	\$10,239
Rogoff, Best Case	40%	\$15,309
Rogoff, Average	86%	\$33,029

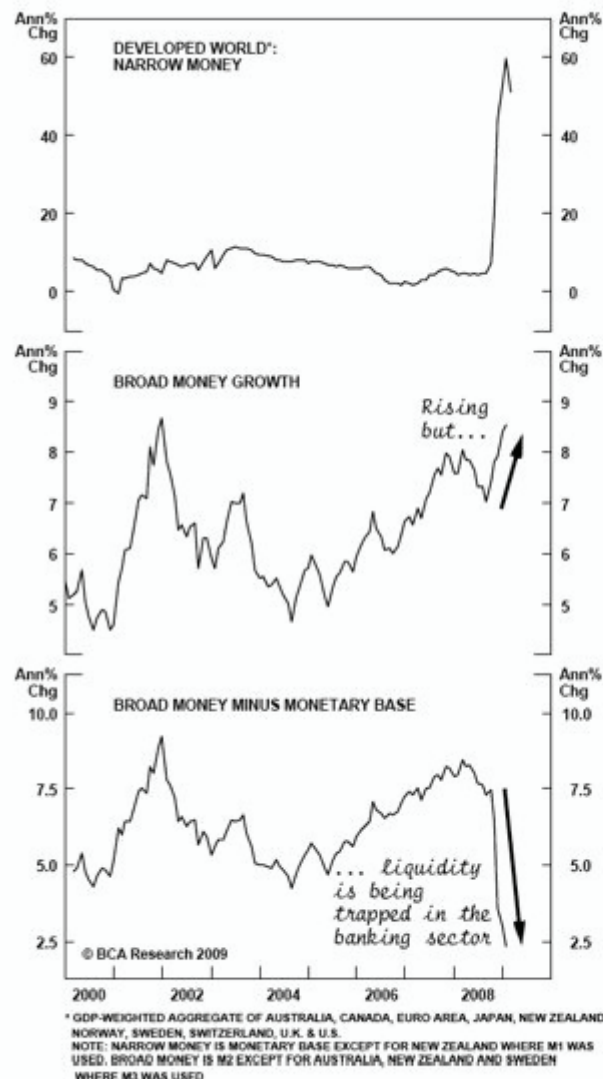
Source: CIA World Fact Book, IMF, Rogoff & Reinhart

¹² Забавно что в 90е годы именно эти рекомендации не раз давали правительству Японии (Larry Summers) и странам ЮВА (Timothy Geitner).

Именно из-за затягивания решения вопроса кризис ссудно-сберегательных касс¹³ в конце 1980-х был настолько масштабным. Также уместно вспомнить уже упомянутый «японский вариант», учитывая, что сейчас это будет происходить при значительно более неблагоприятной экономической конъюнктуре. Опять же неочевидно, как постоянное откладывание разрешения проблем финансовых организаций будет способствовать успеху декларированной стратегии роста через производительный сектор экономики. Также не ясно, как ухудшающееся финансовое положение самого государства (растущий дефицит, долг) позволит стимулировать технологические (не финансовые) инновации.

Отметим, что рост денежной массы совсем необязательно приводит к стимулированию экономики (даже при сопутствующей инфляции). Приведенные графики показывают, что несмотря на рост денежной массы М1 и рост депозитов М2 количество ликвидности падает за счет того что банки сокращают объем кредитования. Фактически политика ФРС не достигает своей официально заявленной цели.

Chart 1: Liquidity Remains Trapped in the Banking Sector



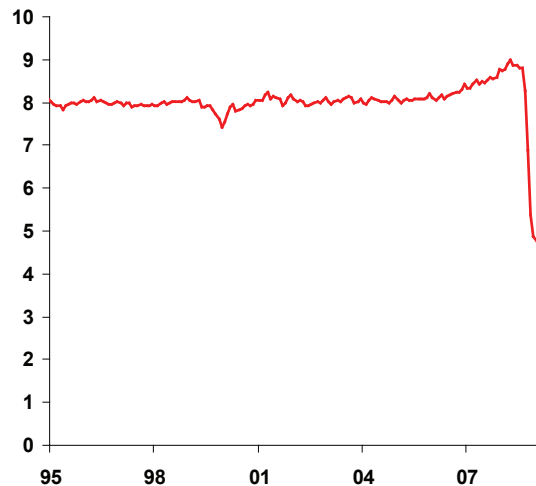
Source: BCA Research

Итак, правительство закачивает деньги напрямую в капитал компаний а также гарантирует стоимость активов (до 90 млрд) на балансе ряда крупнейших банков (Bank of America, Citigroup), выдвигая при

¹³ Savings & Loan crisis

этом требования¹⁴ которые не выполняются. Логично, что приток средств стабилизирует ситуацию на банковских балансах¹⁵. Но банки вместо увеличения кредитования используют часть этих средств для скупки ценных бумаг на умерших рынках ABS для того, чтобы с большой выгодой продать их государству же в рамках одной из программ Федерального Резерва.

В макроэкономическом масштабе это говорит о неэффективности такого рода мер, по крайней мере для достижения заявленных целей — увеличения кредитования. Падение мультипликатора денежной массы (соотношение M2/M0) — прямое тому подтверждение.



Складывающаяся система сильно напоминает российские залоговые аукционы 1995–1997 годов. Вспомним, как государство размещало в коммерческих банках свои средства под минимальный процент, которые затем использовались для выдачи государству же кредита, для обеспечения которого закладывались акции крупнейших сырьевых компаний. Находились причины, по которым кредит не гасился, и государственная собственность отходила в частные руки. Как и в России, сегодня в США налицо направленная политика правительства, которая приводит к перекачке государственных ресурсов в частные руки. Причем практически безвозвратно, так как при банкротстве и ликвидации финансовой организации в условиях кризиса невозможно выручить практически ничего¹⁶.

На первый взгляд, сложно найти какую либо рациональную причину такому поведению. Довольно распространено обвинение экономического блока администрации в коррупции. Речь не идет о банальном взяточничестве, хотя у некоторых руководителей, без сомнения, есть и прямой финансовый интерес в организациях, в которых они многие годы работали. Скорее речь идет об одинаковом восприятии ситуации и возможных путей выхода из нее — и в результате, единстве интересов руководства экономических направлений администрации, федерального резерва и крупнейших финансовых организаций, что направляет политические решения в выгодное всем им русло.

ПОВОРОТ ИЛИ ПРЕЕМСТВЕННОСТЬ?

Попробуем же разобраться, чем руководствуются эти люди и к чему ведут предпринятые на данный момент меры. Основной целью антикризисных программ декларировано возобновление экономического роста, одним из важнейших признаков которого является возобновление коммерческого и потребительского кредитования. Разумно, что для этого необходимо существование по крайней мере основных кредитных организаций¹⁷. Но каждый день это становится все более дорогостоящей затеей: на настоящий момент Федеральный резерв уже предоставил займы и гарантии / кредитные линии на общую сумму до 8 трлн долларов.

¹⁴ Модификация условий существующих залоговых и поддержание кредитования экономики.

¹⁵ Глава Казначейства не раз заявлял, что крупным банкам будет оказана всемерная поддержка государства.

¹⁶ После банкротства Lehman Brothers кредиторам удалось получить около 9% своих средств.

¹⁷ Основные вопросы в том, как решается, какие организации «системны» и кто достоин спасения.

С одной стороны, это выглядит как радикальное изменение экономической политики. Увеличение роли государства через прямое владение компаниями и кредитование всех сфер экономики идет вразрез с основными догмами неоллиберальной экономической теории, которой во многом придерживалась предыдущая администрация. Фискальная политика сейчас становится более опасной — финансирование объявленных программ экономической стимуляции предполагается дефицит бюджета в 2 трлн долларов на ближайшие несколько лет.

При этом администрация не отказалась от своих предвыборных планов, в частности реформы системы здравоохранения и введения новых налогов за загрязнение окружающей среды¹⁸. Вне зависимости от их актуальности в настоящий момент, обе меры являются важным элементом политической платформы администрации и пользуются поддержкой влиятельных групп среди избирателей Демократической партии; контроль над Конгрессом гарантирует, что эти меры будут в какой-то форме воплощены в жизнь.

Финансовый кризис внес свои коррективы в приоритеты правительства, отодвинув реализацию вышеупомянутых программ. Тем не менее, они остаются на повестке дня и скорее всего будут проведены через Конгресс, несмотря на феноменальный рост дефицита и активную оппозицию республиканской партии.

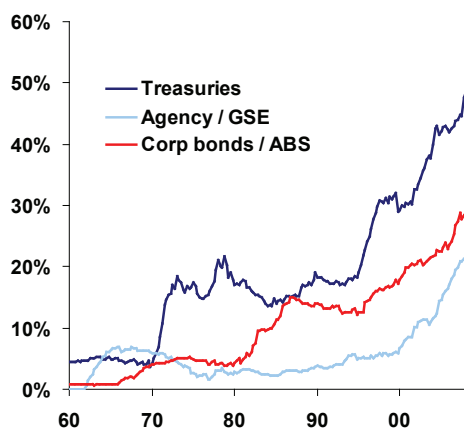
По сути своей эти меры довольно дорогостоящи, и из-за дополнительной нагрузки на экономику они ухудшают условия ведения бизнеса в стране. Логично предположить, что они будут способствовать дальнейшей деиндустриализации и переводу дополнительного числа производственных мощностей в другие страны. Окончательным результатом будет фактическая преемственность общей линии экономической политики — все уже происходящее и предложенные новые инициативы не изменяют стратегического направления движения экономики.

В связи с отсутствием других общепринятых теорий и заявленных стратегий развития, рискнем предположить, что целью антикризисных мероприятий предполагается возвращение в общих чертах к status quo ante — финансовой модели мира, сложившейся после экономического кризиса в Азии в 1997–1998.

СИСТЕМА 1997–2007

В этот период страны Азии и Южной Америки преодолели последствия кризиса 1997–1998 годов путем производства все большего количества товаров, которые потребляли в основном США. Доллары, идущие в оплату импорта, постоянно накапливались в центральных банках стран экспортеров, которые последовательно занижали курс своих валют для поддержания конкурентоспособности своей промышленности. В целях стерилизации излишней ликвидности, деньги размещались в государственных облигациях правительства США и его подразделений¹⁹.

График демонстрирует рост иностранных вложений в ценные бумаги эмитентов США в процентах от общего объема.

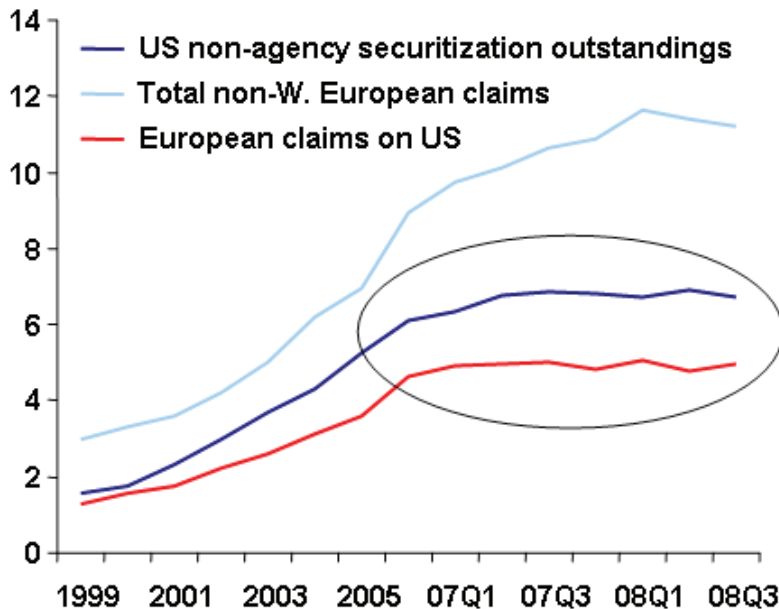


¹⁸ Carbon credits system

¹⁹ В частности GNMA

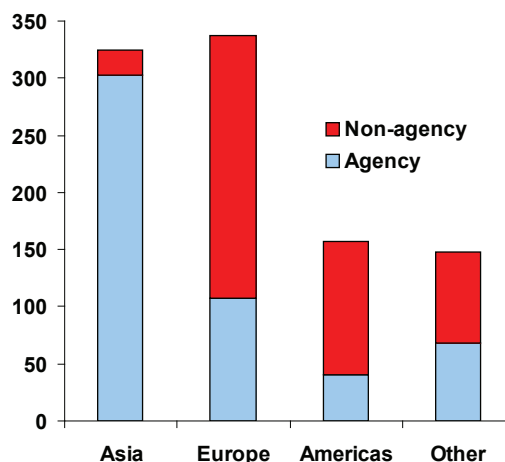
Как следствие, постоянный спрос на эти бумаги снижал процентную ставку и со временем уменьшил стоимость государственного долга США в целом. Одновременно с этим, кредитование частных лиц (авто займы, кредитные карты, студенческие и потребительские кредиты) и коммерческих организаций (недвижимость, производство) в самих США финансируется на 20 процентов²⁰ с помощью секьюритизации — где роль инвестора/кредитора выполняют европейские частные и государственные организации.

График показывает, что динамика роста выпуска такого рода бумаг параллельна росту европейских инвестиций в США:



MBS MARKETS

На примере рынка закладных облигаций высшей категории качества (prime MBS) рассмотрим, кто финансировал американскую недвижимость. На конец 2007 года, вложения стран Азии в этот сектор — почти полностью ипотечные займы, гарантированные федеральными агентствами FNMA и FHLMC, в то время как вложения европейских и американских²¹ средств сконцентрированы в более доходных и рискованных негарантированных займах на 60% и 75% соответственно. Логично — Азия стремилась к безопасной стерилизации иностранной валюты, в то время как остальные страны просто искали высококачественные доходные бумаги.



²⁰ Средняя цифра; синдицированные корпоративные займы финансировались с помощью секьюритизации на 60%

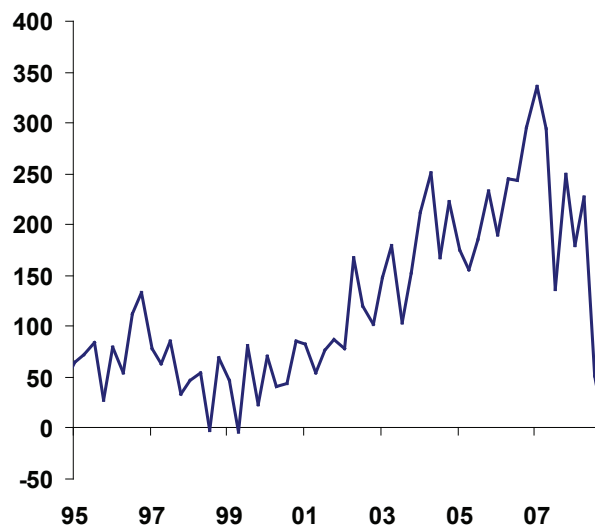
²¹ В расчет включается южная и северная Америка.

Разумно предположить, что полная сохранность инвестиций, особенно в государственные и полу государственные бумаги США, никогда раньше не подвергалась сомнению. Поэтому, когда они возникли, властям пришлось принимать срочные меры. Такое положение дел объясняет введение прямых государственных гарантий (июль 2008) и последовавшую национализацию FNMA и FHLMC (сентябрь 2008): даже возможность банкротства серьезно испугала финансовые власти стран экспортеров. Поэтому американские финансовые власти сделали все возможное, чтобы гарантировать продолжение отношений по прежней схеме.

Ситуация была сложнее с европейскими инвесторами. С прекращением новых эмиссий на этом рынке в конце 2007 года Европейский Центральный Банк через ряд программ предоставил частным держателям неограниченное финансирование в обмен на ценные бумаги, обеспеченные европейскими (но не американскими) негарантированными займами всех видов.

В результате рынок завис. В связи с продолжающимся ухудшением качества американских кредитов и катастрофическим падением цен на обеспеченные ими ценные бумаги, держатели крупных портфелей во всех странах находятся в патовой ситуации. Они не имеют возможности ни продать существующие, ни купить новые бумаги из-за того, что им придется в своей отчетности переоценивать все уже существующие вложения по новым ценам, что реально приведет к банкротству многих из них²².

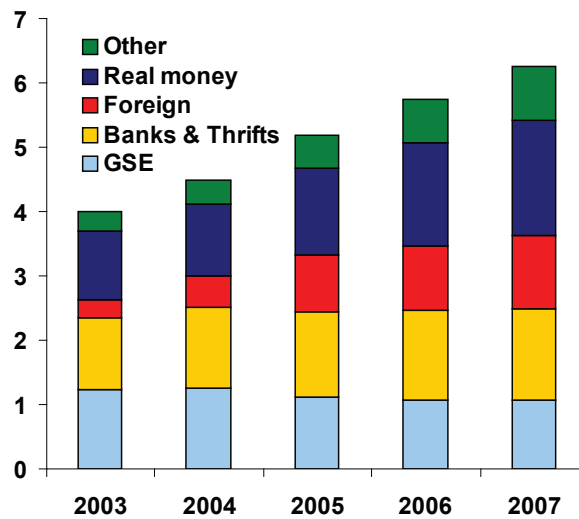
Из-за этого большая группа потенциальных инвесторов убрана с рынка, что напрямую сокращает приток средств для кредитования американских потребителей. Очевидно, что уменьшение спроса на бумаги даже при сохранении качества кредитного портфеля ведет к падению цен и усугублению проблемы. Статистика подтверждает тяжесть ситуации: график демонстрирует фактическое исчезновение иностранного спроса на американские долговые обязательства всех видов к концу 2008 года.



Вернемся к американской недвижимости. Иностранцы выпадают по вышеописанным причинам. За исключением государственных агенств (GSE), все остальные инвесторы несут убытки из-за падения стоимости их портфелей и форсированной ликвидации. Если учесть, что только 15–20% этих денег «реальны» (то есть не одолжены у кого-либо еще), практически в одночасье недоверие к предмету залога / обеспечению приводит к сужению рынка и исчезновению спроса на такого рода бумаги. С углублением кризиса и перетоком проблем в другие отрасли потенциальные источники средств (страховые компании, частные инвесторы, фонды, банки, т.п.) попадают во все более сложное положение, начиная нести уже реальные убытки из-за нарастания неплатежей.

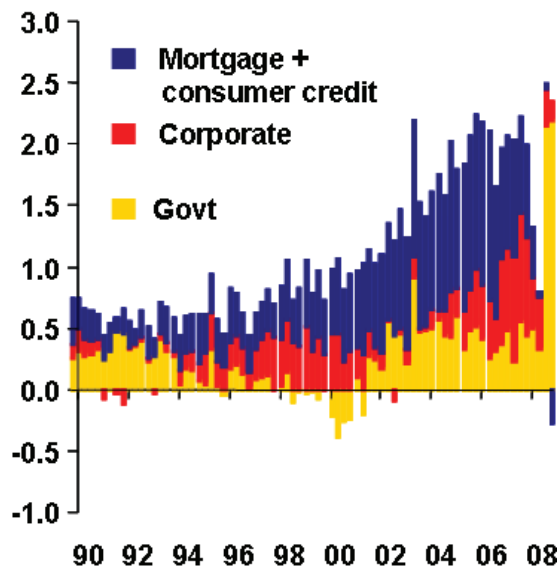
²² Для американских инвесторов стандарт отчетности, требующий оценки ценных бумаг в портфелях банков по рыночной стоимости был отменен в марте 2009 года.

График показывает источники инвестиций в США в прошлые пять лет:

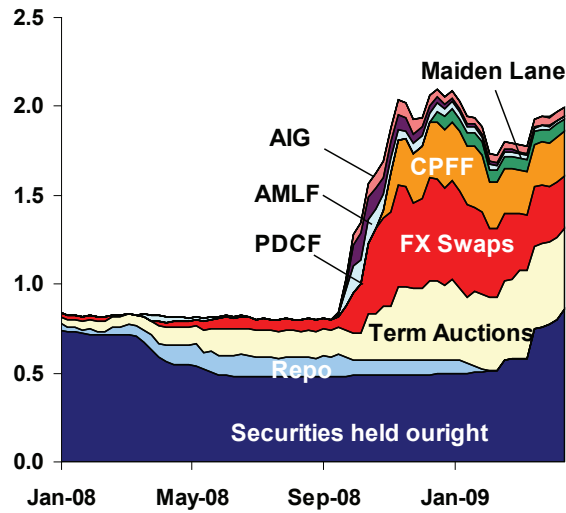


В 2008 году государство попыталось заменить собой весь выпадающий спрос на ценные бумаги, фактически взяв на себя финансирование всей экономики.

График нетто выпуска облигаций показывает прекращение выпуска обеспеченных облигаций (ипотечных и потребительских) и колоссальный рост выпуска государственных облигаций.

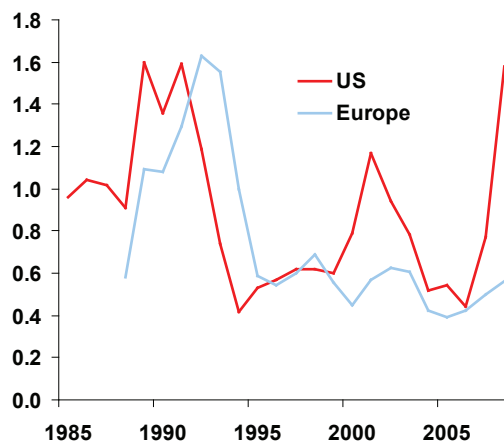
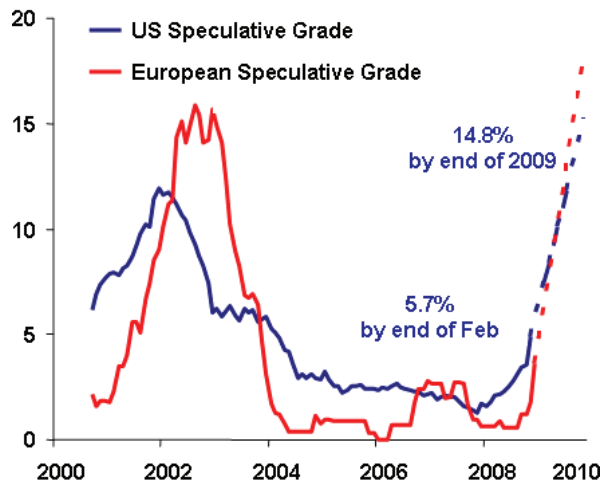


Нельзя утверждать, что такое решение было осознанным шагом; тем не менее цель системы мер, предпринятых правительством и Федеральным резервом, вполне однозначна: американское государство пытается не дать системе остановиться и затыкает государственными деньгами все проблемные рынки и сектора, где частный капитал давно уже не готов появляться. Отражением такой политики является взрывной рост баланса ФРС после сентября 2008 года (на графике):



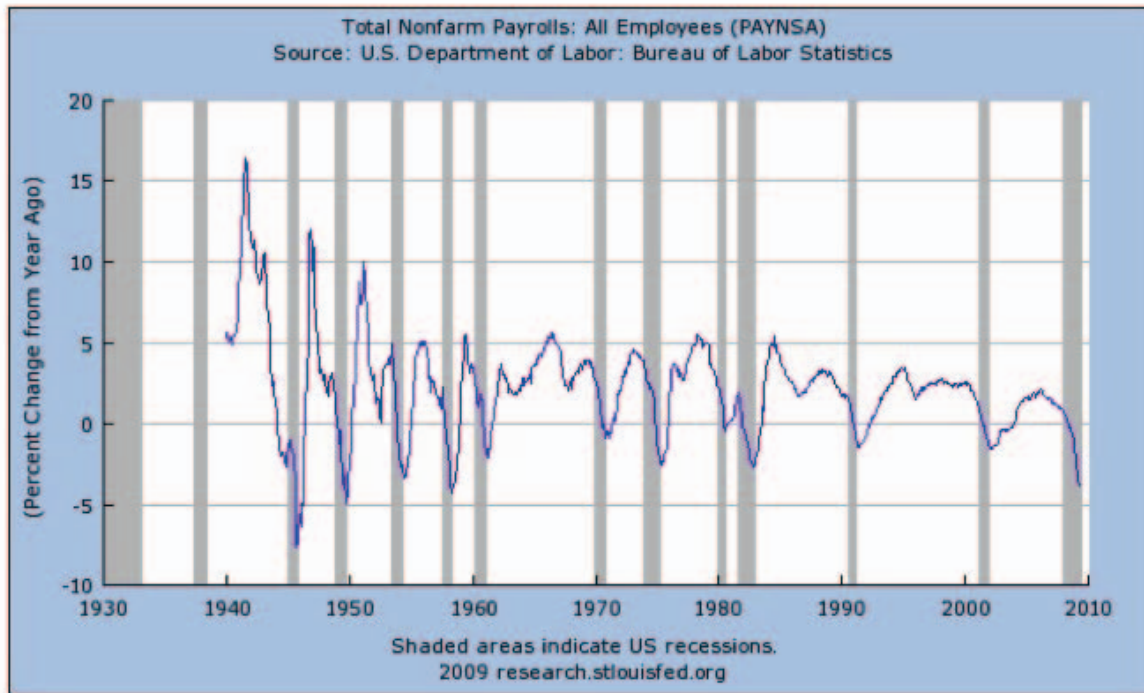
Сложность в том, что даже при наличии кредитных ресурсов население во многих случаях не в состоянии занимать с таким же размахом, как это делалось раньше. Помимо этого, реальные убытки растут и продолжают ослаблять банки.

График показывает прогноз потерь на рынке облигаций и займов.



Помимо ужесточения кредитных условий всех банков и исчезновения многих кредитных организаций, рост безработицы крайне негативно влияет на уверенность в завтрашнем дне – что сильно уменьшает спрос.

График падения занятости:



Стоит отметить, что уже признанные проблемные займы совсем не исчерпывают проблему: на очереди потенциально массовые потери на корпоративных займах и коммерческой недвижимости. Если судить по нескольким знаковым сделкам²³, многие объекты могут упасть в цене на 50-65%²⁴.

The "Balance Sheet" Of The U.S. Banking and Thrift System		The Treasury and The FED Support Programs																																																											
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Assets (SBN)</th> <th>Liabilities (SBN)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Cash or Near Cash \$147</td> <td>Deposits 7,889</td> </tr> <tr> <td>Total Bank Credit 10,895</td> <td>Checkable and Small Time/Savings 4,447</td> </tr> <tr> <td>Securities 2,749</td> <td>Non-interest Bearing Deposits 1,104</td> </tr> <tr> <td>Loans 8,146</td> <td>Large Time Deposits 2,338</td> </tr> <tr> <td>Bank Loans 2,184</td> <td>Short Term Liabilities 2,791</td> </tr> <tr> <td>Mortgages 4,778</td> <td>Short Term Borrowing 2,427</td> </tr> <tr> <td>Consumer Credit 903</td> <td>Commercial Paper 850</td> </tr> <tr> <td>Misc Assets 2,469</td> <td>Other ST Borrowings 1,578</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Other ST Liabilities 364</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Long-Term Liabilities 1,456</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Total Liabilities 12,136</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Shareholders' Equity 1,375</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Preferred Stock 385</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Common 990</td> </tr> <tr> <td>Total Assets 13,511</td> <td>Total Liabilities & Equity 13,511</td> </tr> </tbody> </table>		Assets (SBN)	Liabilities (SBN)	Cash or Near Cash \$147	Deposits 7,889	Total Bank Credit 10,895	Checkable and Small Time/Savings 4,447	Securities 2,749	Non-interest Bearing Deposits 1,104	Loans 8,146	Large Time Deposits 2,338	Bank Loans 2,184	Short Term Liabilities 2,791	Mortgages 4,778	Short Term Borrowing 2,427	Consumer Credit 903	Commercial Paper 850	Misc Assets 2,469	Other ST Borrowings 1,578		Other ST Liabilities 364		Long-Term Liabilities 1,456		Total Liabilities 12,136		Shareholders' Equity 1,375		Preferred Stock 385		Common 990	Total Assets 13,511	Total Liabilities & Equity 13,511	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Government Support Guarantees (SBN)</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>FDIC 5,100</td> <td>114.7%</td> </tr> <tr> <td>TLGP 450</td> <td>40.8%</td> </tr> <tr> <td>MMIFF 180</td> <td>7.7%</td> </tr> <tr> <td>CPFF 850</td> <td>100.0%</td> </tr> <tr> <td>Portion of Programs Listed Below 1,578</td> <td>100.0%</td> </tr> <tr> <td>FHLB (ST Portion) 395</td> <td></td> </tr> <tr> <td>TAF, Discount Window 700</td> <td></td> </tr> <tr> <td>TLGP 700</td> <td></td> </tr> <tr> <td>MMIFF 420</td> <td></td> </tr> <tr> <td>FHLB (LT Portion) 617</td> <td>42.4%</td> </tr> <tr> <td>Total Liability Support Sources 8,775</td> <td>72.3%</td> </tr> <tr> <td>TARP Preferred Stock 275</td> <td>20.0%</td> </tr> </tbody> </table>		Government Support Guarantees (SBN)	%	FDIC 5,100	114.7%	TLGP 450	40.8%	MMIFF 180	7.7%	CPFF 850	100.0%	Portion of Programs Listed Below 1,578	100.0%	FHLB (ST Portion) 395		TAF, Discount Window 700		TLGP 700		MMIFF 420		FHLB (LT Portion) 617	42.4%	Total Liability Support Sources 8,775	72.3%	TARP Preferred Stock 275	20.0%
Assets (SBN)	Liabilities (SBN)																																																												
Cash or Near Cash \$147	Deposits 7,889																																																												
Total Bank Credit 10,895	Checkable and Small Time/Savings 4,447																																																												
Securities 2,749	Non-interest Bearing Deposits 1,104																																																												
Loans 8,146	Large Time Deposits 2,338																																																												
Bank Loans 2,184	Short Term Liabilities 2,791																																																												
Mortgages 4,778	Short Term Borrowing 2,427																																																												
Consumer Credit 903	Commercial Paper 850																																																												
Misc Assets 2,469	Other ST Borrowings 1,578																																																												
	Other ST Liabilities 364																																																												
	Long-Term Liabilities 1,456																																																												
	Total Liabilities 12,136																																																												
	Shareholders' Equity 1,375																																																												
	Preferred Stock 385																																																												
	Common 990																																																												
Total Assets 13,511	Total Liabilities & Equity 13,511																																																												
Government Support Guarantees (SBN)	%																																																												
FDIC 5,100	114.7%																																																												
TLGP 450	40.8%																																																												
MMIFF 180	7.7%																																																												
CPFF 850	100.0%																																																												
Portion of Programs Listed Below 1,578	100.0%																																																												
FHLB (ST Portion) 395																																																													
TAF, Discount Window 700																																																													
TLGP 700																																																													
MMIFF 420																																																													
FHLB (LT Portion) 617	42.4%																																																												
Total Liability Support Sources 8,775	72.3%																																																												
TARP Preferred Stock 275	20.0%																																																												

Source: Table L.109 Commercial Banking and L.114 Savings Institutions of the Fed Flow of Funds Accounts Z.1 Release for Q2 2008, Bank of America estim

²³ Продажа оффисного центра в Бостоне и Нью-Йорке группе частных инвесторов в марте-апреле 2009 года по цене эквивалентной 50-60% от цены покупки (2007).

²⁴ Рейтинговое агенство Moody's использует дисконт в 50-65% в расчетах текущей стоимости активов, обеспечивающих коммерческие ипотечные займы.

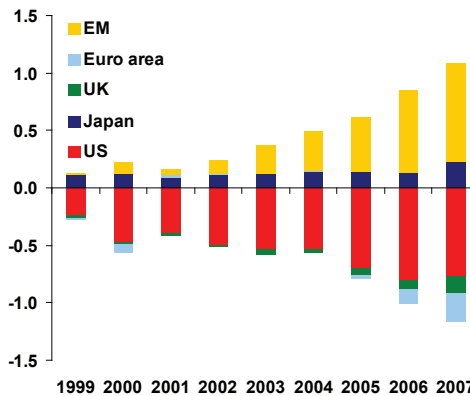
Очевидна определенная последовательность в мерах правительства, и в то же время не менее очевидны проблемы, с которыми сталкиваются такие методы. Но в отсутствии приемлемых для всех альтернативных вариантов развития, все сводится к реагирующей политике и ожиданию самокорректировки экономики и возвращению к прежнему.

ФУНДАМЕНТ СИСТЕМЫ

К чему же стремится вернуться правительство? Что же представляла из себя американская экономика в контексте мира в последние 10 лет?

Финансовая система страны в целом действовала как гигантский банк: деньги стран с переизбытком сбережений привлекались с помощью разнообразных финансовых инструментов для покупки коммерческих и потребительских активов, немалая доля которых производится вне страны. При этом страны производители фактически предоставляли дополнительное финансирование, обеспечивая спрос на государственные облигации США, и, таким образом, снижая общий уровень процентных ставок, что дополнительно стимулировало потребление и повышало спрос на их продукцию.

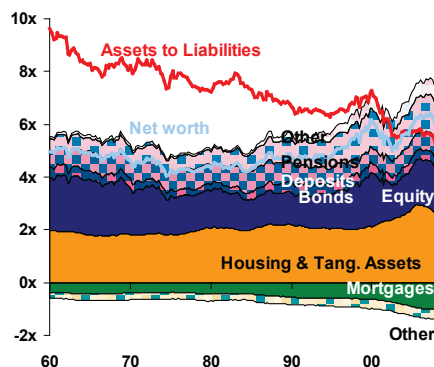
График демонстрирует наиболее значимые страны доноры и страны потребители капитала:



Масштабный кризис возник, прежде всего, из-за высокой степени интеграции мировой финансовой системы: при возникновении проблем с обслуживанием даже малой доли кредитов, выданных в США, волны задержек и затем неплатежей начали обходить мир, серьезно сократив финансовый и товарный оборот.

Аналогичная динамика прослеживается на примере финансового состояния домохозяйств. Юридические владельцы активов в общеэкономическом масштабе владели малой долей собственности, которая не была обременена какими либо обязательствами. Соотношение активов и пассивов неуклонно падало последние 40 лет но особенно ускорилось в последние 10.

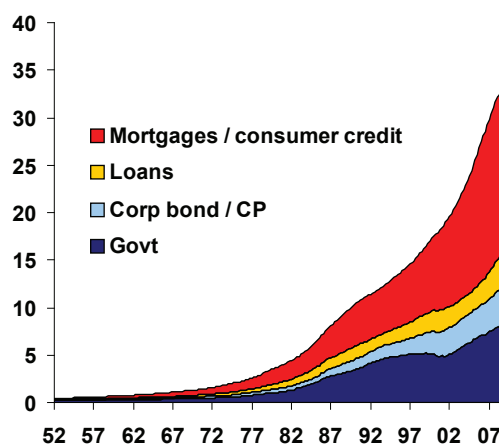
График показывает динамику роста задолженности в американской экономике в сравнении с доходами населения:



Поэтому дефляция — падение стоимости активов в масштабах всей экономики — смертельна, так как она приводит к банкротству все большее количество людей и компаний. Именно так случилось во время Великой Депрессии в 30е годы. Меры правительства по поддержанию стоимости активов путем дешевого финансирования и даже прямого вливания государственных денег крайне инфляционны, но даже при падении мультипликатора денежной массы могут позволить избежать банкротства большинства населения.

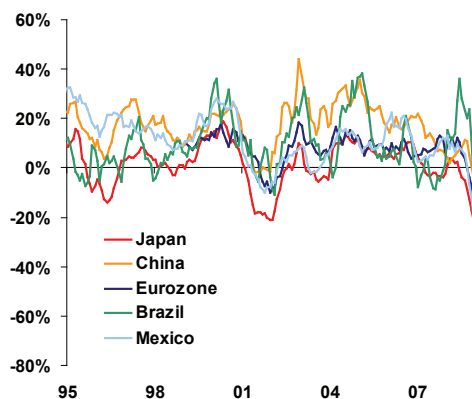
Тем не менее, проблема дефляции или инфляции очевидна. Менее очевидна макроэкономическая проблема: даже при отрицательной процентной ставке невозможно продолжение существовавшей в прошедшие десять лет практики. Произошел банальный кризис перепроизводства, но не товаров — как это происходит теперь в основном в развивающихся странах — а спроса. Всевозможные методы финансирования всего и вся, возникшие из-за целого ряда причин уже рассмотренных этим и другими авторами, фактически производили спрос, который подстегивал обычные мировые экономические процессы.

График роста задолженности США по категориям заемщиков:



Постиндустриальной экономике, ярким представителем которой являются США, необходимо постоянно поддерживать производство спроса — на товары, услуги, кредиты, т.п. Не зря считается что финансы — кровь экономики. Как финансовый центр мира, спрос, возникающий в США, направляет движение финансовых потоков в самые отдаленные уголки планеты и вызывает движение людей, товаров, услуг, и индустрии в самом широком понимании этого слова. При замедлении спроса замедляется экономика во всем мире; при остановке или падении спроса весь мир входит в депрессию.

График демонстрирует динамику импорта в США из стран крупнейших торговых партнеров:



Говоря о спросе, я имею в виду сочетание желания и возможности экономики страны поглотить товары и услуги, которые кто-либо производит. По определению, внутренний спрос, при котором произ-

водитель и потребитель чего-либо находятся в рамках единой страны или экономической системы менее подвержен колебаниям мировых течений. Поэтому при резком спаде мировой торговли который последовал после остановки американского финансового центра, многие страны производители предприняли усилия для стимулирования внутреннего спроса (например Китай, в размере 586 млрд долларов), чтобы заменить выпадающий фактор спроса внешнего.

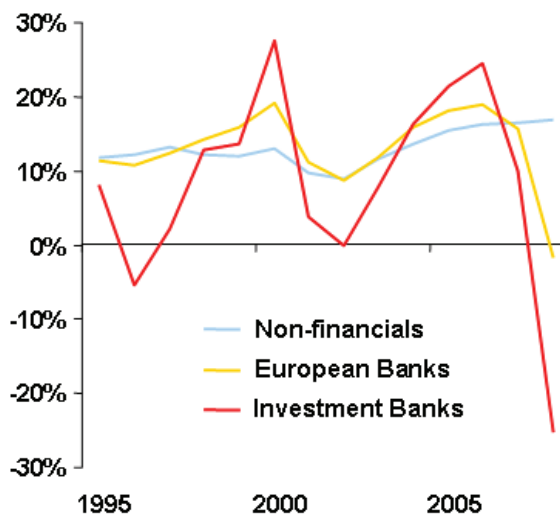
Страны, выпускающие конкурентоспособную на мировом рынке продукцию, способны маневрировать между внутренним и внешним спросом на их товары. Но благосостояние пост индустриальных стран напрямую зависит от возобновления их роли как регулятора мировых финансовых потоков. США производят лишь часть объема товаров, которые потребляются, поэтому в данной ситуации они вынуждены продолжать официальную линию на открытость границ и единство мирового рынка, одновременно с этим пытаются стимулировать собственную промышленность, вводя дискриминационные ограничения на ряд товаров и услуг. Но протекционизм вызывает ответные меры, что ведет к дальнейшему разрушению сложившихся связей и дальнейшему падению макро спроса в мировом масштабе – подстегивает новый Великий Спад.

Как любой циклический процесс, происходящий внутри экономики, кривая спроса должна пройти через спад и депрессию перед тем, как вновь возобновить свой рост. Меры правительства успешны только отчасти, потому что финансирование – только один из элементов этого процесса.

БАЛАНС ВЛИЯНИЯ: БЕЛЫЙ ДОМ И WALL STREET

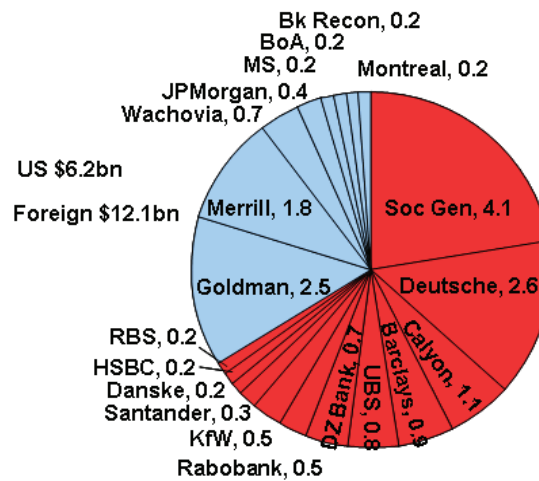
Стремление финансовых организаций вернуться к прежней системе отношений понятно. Многие люди заработали феноменальные деньги на посреднических услугах в последние 10 лет. Самые перспективные направления во всех банках страны были связаны с инновациями в финансовых продуктах – то есть, в совершенствовании методов привлечения средств в мировой финансовый оборот из самых разных ниш. Неизбежно во всех сделках участвовали консорциумы и отдельные банки, каждый раз собирая свой процент и обеспечив феноменальный рост доходности.

График показывает показатель ROE (доход на акцию) для финансовых организаций Европы и США



Ради сохранения прежней системы используются все лоббистские ресурсы, и на данный момент их усилия успешны. Экономический блок правительства состоит из бывших сотрудников банков или их близких политических союзников; политика ФРС способствует восстановлению, прежде всего, банковских организаций; программы рефинансирования самых разных категорий активов, открытые федеральным резервом для всех финансовых организаций, позволили им удержаться на плаву в 2008 году. Самый яркий пример - компания AIG, первая из получивших федеральную помощь в сентябре 2008 года прежде всего потому что в числе ее контрагентов были многие банки мира.

График показывает выплаты AIG контрагентам во исполнение страховых контрактов:



Тем не менее, влияние финансистов не бесконечно. Яркое доказательство этого — ситуация в автомобильной промышленности²⁵.

Несмотря на официальную линию правительства о поддержании всей американской экономики, оно продолжило политику предыдущей администрации на поддержку, прежде всего, финансовых организаций фактически вместо решения проблем заемщиков, попавших в тяжелое положение.

Очевидно, что банки играют ключевую роль в мировой экономической системе равно как и во внутриполитических маневрах США. Проблема в том, что в отсутствии естественного потребительского спроса даже работающая банковская система не сможет сама вытянуть экономику из кризиса.

ПОСЛЕДСТВИЯ

Если правительству и ФРС удастся добиться возвращения экономики на прежние рельсы, курс на сохранение деиндустриализации и ключевой роли банков будет оправдан. По ряду причин такой результат вызывает сомнения.

В случае неудачи, ущербность такой модели и высокие риски могут привести к значительно более глубоким потрясениям, чем дефляция или инфляция. Фактически речь идет о необходимости переустройства всей экономики США и отходе от модели открытых границ и глобализации в пользу протекционизма, трансформации занятости населения и резкого падения его доходов.

Рассмотрим возможную цепочку событий. Международная торговля, без всякого сомнения, продолжится, однако маловероятно, что когда-либо в ближайшее время вернется такая степень интеграции мировой экономики и разделения труда. Безусловно, продолжится развитие региональных торговых блоков, с возведением серьезных барьеров для всех остальных стран.

В связи с ростом протекционизма пострадают творческие сектора экономики, в частности, ориентированные на производство своих разработок вне страны. Эти организации будут вынуждены или заниматься производством внутри страны или сместиться ближе к своим заводам в другие страны, приводя к потере рабочих мест и оттоку высококвалифицированного персонала.

В связи с падением оборотов торговли, потребуется объективно меньшее количество посреднических организаций, обеспечивающих переток товаров, услуг и денег — то есть, продолжатся сокращения, в частности, в консультационных и финансовых организациях всех типов. Их многочисленный персонал будет вынужден искать себе работу в производственном секторе, с сопутствующим этому падением зарплат, уровня потребления и уровня жизни в целом.

²⁵ Смотри приложение.

Такое развитие событий сместит влияние в экономической цепочке в сторону малочисленных (за счет сокращений) потребителей, которые смогут диктовать свои ценовые условия в значительно большей мере, чем раньше и еще больше уменьшат прибыль корпораций, подстегивая новый виток дефляции и сокращений.

В таком развитии событий кроется огромный риск для США и всей неолиберальной англо-американской модели экономики. Необходимость возрождения промышленной базы и переустройства всей системы отношений будет крайне болезненной и длительной и потребует немалых жертв во всех сферах. В то же время, другие страны с сохранившейся промышленной базой смогут значительно быстрее приспособиться к новой системе. И как ни парадоксально, в таких условиях страны с более закрытой экономикой приобретут (по крайней мере, временно) значительное влияние, несоразмерное с их истинным весом: из-за отсутствия связи их экономических процессов с внешним миром, неизбежный глубокий экономический спад затронет их меньше всего.

ЧТО МОЖЕТ ПОПРАВИТЬ СИТУАЦИЮ?

Что может изменить такое течение событий? Изменение системы ориентиров в проводимой политике правительства США. Решение проблем падения потребительского спроса значительно более важно, чем восстановление прибыльности банковской системы. И эти изменения должны последовать безотлагательно из-за взаимозависимости экономических процессов в других странах. Если верить статистике, финансовые власти стран экспортеров продолжают стерилизацию долларовой денежной массы, покупая государственные облигации США, но уже в значительно меньшем объеме, чем раньше. Как было рассмотрено выше, несмотря на колоссальные расходы, пока не удалось воссоздать финансирование потребления внутри стран должников (США), которое остановилась из-за развала системы секьюритизации. Фактически механизм потребления сломан. Поэтому после того, как страны экспортеры решат проблему занятости в своих экономиках путем наращивания внутреннего спроса, или найдут альтернативные рынки сбыта своих товаров, возможно, в рамках региональных торговых блоков, существующая модель глобальной экономики будет похоронена окончательно.

Успех антикризисных мер США зависит от того, насколько власти осознают глубину проблемы, и смогут, возможно, в ущерб своим текущим личным интересам, сохранить механизм который так хорошо работал на них все это время.

На мой взгляд, главное — трезво оценить, какие сферы требуют безотлагательного внимания, а какие совершенно не имеют значения и могут быть оставлены на более позднее время. В частности, существование американской автомобильной промышленности совершенно не влияет на расстановку сил в экономической системе мира, и внимание, уделенное этой проблеме, прежде всего, связано с политическим влиянием многих задействованных лиц. В то же время способность Китая производить все более качественные товары, а американской (западной) финансовой системы — кредитовать потребление их — чрезвычайно важно.

Проблемы регулирования американской финансовой сферы имеют мировое значение точно так же как и проблемы безопасности в китайской пищевой промышленности. Слишком много людей в мире (включая США) ест китайские продукты, и слишком многие полагаются на надежность финансовой системы США для сохранения и приумножения своих инвестиций. Очевидно, что Китай принимал жесткие меры не только для исправления но и прежде всего для сокрытия фактов разного рода нарушений в своих производствах, потому что потенциальный эффект разрушения сложившихся торговых потоков крайне велик.

С этой точки зрения стоит признать что эффект от мер предпринятых американскими властями вплоть до настоящего момента не впечатляет. Потрачены огромные средства в пользу ограниченного числа политически влиятельных организаций без каких-либо свежих мыслей по поводу построения лучшей системы экономических отношений, предотвращающих повторение событий последнего года. Да, можно говорить, что падение остановлено и финансовая система под контролем; но неочевидно хватит ли денег в мире для того, чтобы покрыть все прогнозируемые убытки (см. Оценки стоимости банковского кризиса).

Chart 9: Global Assets under Management

Fund Type	As of End	\$ Billion
Private Wealth	2006	\$37,200
Pension Funds	2007	\$28,228
Mutual Funds	2007	\$26,200
Insurance Companies	2007	\$18,836
FX Reserves	2007	\$7,341
Sovereign Wealth Funds	2007	\$3,300

Source: http://en.wikipedia.org/wiki/Global_assets_under_management

Наряду с декларациями о необходимости реформ не делается ничего, чтобы уверить мир в том, что невозможно повторение кризиса такого масштаба. Когда некоторые американские финансисты уже заявляют, что не видят проблем в той системе, которая существовала до 2007 года, у многих возникают резонные сомнения в надежности США как финансового посредника мира²⁶.

Сложившаяся система регулирования финансовых организаций в США имеет мировое значение. Публичное обсуждение причин кризиса и ошибок в регулировании финансовых организаций необходимо для восстановления доверия не только в экономике США, но и в мировом масштабе, и возрождения мирового разделения труда в форме близкой, к существовавшей раньше.

ВЫВОДЫ

Сохранение ориентации экономики США на деиндустриализацию и стимулирование потребления в ущерб инвестициям в инфраструктуру говорит о преемственности политической линии на глобализацию со всеми ее последствиями. По состоянию на май 2009 года, кризис и его последствия должны стать значительно более болезненными, для того чтобы экономическая элита мира приняла решение об изменении системы отношений друг с другом.

Подготовлено по материалам Federal Reserve, Citigroup, IMF, EcoWin, WorldScope, Office of National Statistics, BIS, Bloomberg, AIG, Datastream, TIC, Dealogic, Moodys, S&P, MarkIt

²⁶ Намек на это – комментарии китайского правительства о желательности альтернативы доллару как мировой валюте.

ПРИЛОЖЕНИЕ

ТРАНСФОРМАЦИЯ АВТОМОБИЛЬНОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ

Было бы большой ошибкой считать, что положение дел в большой тройке было стабильным до начала кризиса в 2008 году. Стоит вспомнить мини-кризис, возникший в 2005 году после того как рейтинги сперва GM а затем и других компаний были понижены ниже ВВВ.

Это было вызвано теми же причинами, из-за которых первоначально обозначилось отставание американских компаний от их иностранных конкурентов еще в 1970е годы. Гибкость организации производства в Японии включала в себя не только умные станки и робототехнику, но также и существенно более низкую оплату труда сотрудников, не защищенных какими-либо профсоюзами.

Из-за исторического политического союза с демократической партией, профсоюзы автопрома сохранили свое влияние, в то время как многие другие растворились в 80-е годы. Их защитники в конгрессе решили проблему повышения качества автомобилей в их пользу.

Суть производства требует постоянных дорогостоящих вложений на разработку новых моделей и компонентов; себестоимость постоянно растет также из-за растущих требований профсоюзов и огромных отложенных обязательств по оплате пенсий бывших сотрудников компаний. С другой стороны, повышение розничных цен на конечный товар невозможно из-за жесткой конкуренции на рынке, прежде всего со стороны японских компаний. На определенном этапе производство перестает приносить прибыль.

В такой ситуации компании не могли сократить расходы на зарплаты и пенсии, не затронув интересов профсоюза. Чтобы добиться минимальной прибыльности производства, компании добились исключения из федеральных требований топливной эффективности для своих внедорожников (закон 1984 года). В результате этого умелого шага склонность американской публики к большим машинам, временно ограниченная высокими ценами на топливо в начале 1980х, взяла свое уже к 1985 году. Последующие два десятилетия компании наращивали производство прибыльных внедорожников темпами, намного опережающими рост производства в целом.

Помимо производства все компании зарабатывали деньги на финансировании своих продаж. GMAC, Chrysler Financial, Ford Credit весьма успешно пользовались дешевым рыночным кредитом, и со временем успешно освоили секьюритизацию для еще большего наращивания оборота. Со временем их финансовые подразделения превратились в диверсифицированные конгломераты с интересами во многих областях помимо авто кредитования. В частности GMAC создал огромный оборот, работая на рынке ипотечного кредитования.

К 2005 году сложилась ситуация при которой даже сверхприбыльная финансовая составляющая не могла перевесить нарастающие проблемы основного бизнеса. Ситуация была критической и в 2006 году для сохранения на плаву GM пришлось продать свое финансовое подразделение GMAC группе частных инвесторов. Было очевидно, что это только отсрочка неминуемого конца существующей системы отношений.

Отделение производства компонентов от основного производства не помогло ослабить финансовую нагрузку на организацию из-за сохраняющихся обязательств по закупке и сбыту, а также зарплат и пенсий сотрудников. Вскоре произошедшее банкротство производителей компонентов потребовало дополнительных усилий со стороны материнских компаний в то время когда они уже не могли этого себе позволить.

Таким образом, вялотекущий кризис с весьма предсказуемым концом просто сильно ускорился в 2007 году: остановка рынка секьюритизации к середине 2008 года закрыла финансовым подразделениям источник рефинансирования; одновременно с этим рост цен на нефть резко сократил спрос на внедорожники и уничтожил последнее прибыльное производство. Было очевидно, что конец существовавшей системе отношений неминуем.

Последние новости о банкротстве Chrysler и неизбежном банкротстве GM следует приветствовать; с одной стороны, это позволит значительно уменьшить финансовую нагрузку на эти организации. В

условиях экономического кризиса и серьезного падения спроса на автомобили, очевидно, что необходимо изменение бизнес модели – переход на систему отношений, которая позволит поддерживать компании на плаву при производстве значительно меньшего числа машин, чем раньше (на 30%).

Однако, и в этом случае важны другие детали реорганизации. При стандартной реорганизации в соответствии с параграфом 11 кода о банкротстве предполагается, что акционеры теряют все, обеспеченные кредиторы первой очереди получают обязательства новой компании, а кредиторы второй и последующих очередей становятся новыми акционерами при существенном урезании их номинальных требований. Возможно, что сотрудники компании, выступающие в роли кредиторов через пенсионный фонд или подобные организации, также участвуют в процессе. Тем не менее, их требования всегда вторичны требованиям финансовых кредиторов. В случае рассмотрения дела в суде приоритет будет отдан требованиям существующих сотрудников компании, которые как группа могут получить долю акций (реорганизация United Airlines) или какие либо другие привилегии.

Реорганизация Chrysler не следует предписанной законом схеме. Если план правительства будет осуществлен, пенсионный фонд бывших сотрудников, являющийся кредитором третьей очереди, получит 55% акций компании за счет всех остальных кредиторов, включая требования кредиторов с обеспечением. 35% компании будут отданы группе Fiat бесплатно в обмен на обязательства продолжить производство, и лишь 10% акций отойдет кредиторам. Предложенная схема вписывается в закон путем быстрой продажи активов компании посреднику организованной с целью получения вышеописанного результата.

Очевидно, что предложенная схема находится на грани законности, о чем немедленно заявили представители кредиторов (Oppenheimer Funds). Проблема в том что в сложившейся ситуации основные кредиторы авто прома – крупнейшие банки, которые сами находятся на грани банкротства. Учитывая их зависимость от расположения федерального правительства, не удивительно, что они согласились на списание 90% своих требований в обмен, вероятно, на обещание дальнейшей поддержки их самих из федеральных средств. Независимые инвестиционные фонды, первоначально заявившие о планах отстаивать свои требования в суде, уже отказались от них «из-за беспрецедентного давления федерального правительства²⁷ и крупнейших финансовых организаций».

Таким образом, предложенная схема имеет большие шансы на успех из за эффективной нейтрализации всех ее противников. К сожалению, такое развитие событий сохраняет во многом бизнес модель, которая привела компании к кризису. Профсоюзы и пенсионный фонд, на порядок увеличивавшие себестоимость производства, еще более усилились; уникальная возможность рационализировать структуру компании упущена, прежде всего, из-за политических обязательств сторон. Профсоюз все еще является важной опорой демократической партии, несмотря на то, что администрация избегает оказывать ему явную финансовую помощь, делается все возможное, чтобы сделать это другими средствами.

Таким образом, в результате реорганизации автомобильной промышленности политически важные организации получили (и получат) привилегии засчет законных требований всех остальных кредиторов. Организация производства осталась такой же неэффективной из-за сохранения системы оплаты труда, которая делала компании неконкурентоспособными многие годы. Сокращение объема производства на 30% или более и сопутствующее пропорциональное сокращение персонала оставляет неизменным проблему завышенной оплаты труда, которая вряд ли будет разрешена без постороннего вмешательства в форме банкротства - так как профсоюз теперь владеет большинством акций.

Помимо частного случая нарушения прав кредиторов в условиях банкротства отдельно взятой компании, сложившаяся ситуация ставит под сомнение более фундаментальные вещи. Если план федерального правительства, фактически нарушающий кодекс о банкротстве, будет утвержден в суде, возникнут серьезные сомнения в действенности независимого правосудия, а также в системе оценки обязательств компаний.

²⁷ Президент уделил особое внимание в своей речи «тем не многим, которые не готовы пожертвовать частной выгодой во имя общей цели». Неочевидно, почему вкладчики инвестиционных фондов должны оплачивать политические акции администрации.

В условиях продолжающегося финансового кризиса перешедшего в кризис экономический, возможность банкротства влияет на оценку обязательств разных организаций исходя из очередности их требований в случае реорганизации. Если будет создан прецедент нарушения прав старших классов кредиторов в пользу младших классов без адекватной компенсации, цены на вторичном рынке должны будут неминуемо отразить вероятность таких потерь: нет смысла платить 90% за обеспеченные старшие облигации компаний, когда в результате банкротства есть вероятность, что не только обеспечение, но и их права на старшинство не будут признаны.

Само собой предлагаемый план будет проведен с минимальным количеством процедурных нарушений. В самом деле, кодекс о банкротстве позволяет реализовать активы компании в пользу другой организации «при наличии очевидной деловой необходимости». Таковая неочевидна, особенно если учитывать что заводы Chrysler будут остановлены на ближайшие несколько месяцев, и единственной причиной спешки может быть желание помешать противникам плана собрать свои силы.

Нарушая закон в случае Chrysler, администрация демонстрирует силу кредиторам GM, заранее подготавливая их к аналогичному варианту. Проблема в том, что в условиях ухудшения ситуации в экономике возникнет немало ситуаций, где силовой подход будет выглядеть наиболее выгодным политически. Именно поэтому опасения финансистов имеют под собой реальную основу.