

# КРИЗИС

Истоки возникновения и  
проблемы прогнозирования



АЛЕКСАНДР БЕЗУГЛЯК

16+

# Александр Викторович Безугляк

## Кризис. Истоки возникновения и проблемы прогнозирования

*[http://www.litres.ru/pages/biblio\\_book/?art=62998978](http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=62998978)*

*SelfPub; 2020*

### Аннотация

Автор рассказывает о причинах нынешнего кризиса и механизмах его развития. Его подход позволяет увидеть закономерности экономических и финансовых систем, что в итоге даёт лучшее понимание финансовых рынков. Не ограничиваясь констатацией и анализом фактов, в книге приведена методика прогнозирования кризисов, которая позволит заранее подготовиться к финансовым потрясениям и преодолеть финансовые испытания. Это то, что вам действительно нужно знать, чтобы уверенно ориентироваться в условиях нынешней турбулентности на глобальных рынках. Сложные вещи простым языком для самого широкого круга читателей. Скачивайте книгу «Кризис. Истоки возникновения и проблемы прогнозирования».

\* \* \*

Для понимания окружающих процессов как на местных, так и на глобальных рынках необходимо иметь целостную картину происходящих событий, так как всё взаимосвязано и изолированных финансовых процессов не существует. Важно понимать в какой стадии находится мировой рынок и уже исходя из этого строить собственные планы или планы своей компании. Это хорошо демонстрирует поговорка – думай глобально, действуй локально.

Явления макроэкономики затрагивают нас всех. Зарплата и цены, квартирная плата, налоги, безработица, инфляция – всё это составляющие нашей ежедневной жизни, хотим мы того или нет. Ситуация на глобальных рынках и макроэкономика оказывает прямое воздействие на наше собственное финансовое положение. Для того, чтобы понять и суметь изменить условия собственной жизни, добиться её улучшения необходимо понимать экономические взаимосвязи. Если этого не будете делать вы, значит это будет делать кто-то другой, интересы которого навряд ли будут совпадают с вашими.

Большинство компаний учитывают процессы на глобальных рынках лишь формально, рисуя абстрактные графики на презентациях, а в практической своей деятельности строят свои прогнозы исходя только из прошлого опыта деятельности своей компании. То есть локально и без учёта окружающей действительности. Такое игнорирование глобальных

процессов зачастую имеет фатальные последствия и компании терпят крах при первых же потрясениях.

В данной книге будут раскрыты причины нынешнего кризиса и описаны механизмы его развития. Вы сможете проследить закономерности экономических и финансовых систем, что в итоге даст лучшее понимание финансовых рынков. Книга не ограничивается констатацией и анализом фактов. В ней также рассмотрена методика прогнозирования и сопутствующие этому проблемы. Любая коммерческая компания, независимо от сферы деятельности, неизбежно сталкивается с неожиданными проблемами и трудностями, вызванными кризисами. Успех или поражение в борьбе с кризисными обстоятельствами в первую очередь зависят от способности заранее спрогнозировать эти события для того, чтобы предпринять защитные меры и выйти победителем из подобных испытаний.

Основным фактором внезапного попадания в кризисные ситуации является неумение ориентироваться в процессах на глобальных финансовых рынках и отсутствие способности спрогнозировать грядущие потрясения. И, как следствие, люди и компании не успевают подготовиться к этому и предпринять защитные меры.

Внезапное и неожиданное для людей попадание в кризисную ситуацию опасно тем, что существенно снижается качество принимаемых решений. Принятие решений в кризисной ситуации принципиально отличается от принятия реше-

ния в спокойной обстановке. Кризис совпадает с так называемым кризисом решения. Он застаёт вас врасплох и приводит в замешательство – вам нужно принимать решения, которые могут как разрешить кризисную ситуацию, так и усугубить её. Вы попадаете на распутье – вам предстоит принять важное решение, но вы не знаете, что выбрать. Для выбора рационального решения у вас нет времени и необходимых данных, а решение требуется зачастую уже здесь и сейчас. Наступает кризис решения и в этом состоянии остаётся только надеяться на свою интуицию. Вы понимаете, что успех или неудача зависит от принятого решения, и стремитесь сделать правильный выбор.

Кто мы и что собой представляем, где находимся и насколько успешны – всё это в большей степени определяется нашим выбором. И если в обычной размеренной жизни мы можем позволить себе неспешные решения, то в момент острых кризисных ситуаций у нас нет времени на обдумывание и корректировку принятых решений, результат которых может оказаться фатальным для компании или для нас. Принятие решений – это основополагающий навык и особо важные решения приходится принимать чаще всего, когда мы уже находимся в затруднительном положении, когда у нас неприятности и нужно срочно найти выход.

Гибкий ум и возможность принимать верные решения в критических ситуациях это конечно же важно, но первостепенным является сама возможность спрогнозировать крити-

ческую ситуацию и предпринять защитные меры заранее.

В результате естественного отбора наш мозг был «сформирован» таким образом, чтобы его обладатель смог выжить в жёстком и бесконечно меняющемся мире. Поэтому лучший способ преуспеть в этом мире – научиться прогнозировать, что произойдёт в будущем и когда именно. Мы не можем исключить риски из нашей жизни, но мы можем научиться их прогнозировать и управлять ими.

Практически из любой проблемы можно найти не только выход, но и извлечь выгоду из возможностей, которые открывает сама проблема. Это важный навык – уметь увидеть в проблеме возможность. А потому более важным является умение не только уметь работать в кризисных ситуациях, но и само умение спрогнозировать эту кризисную ситуацию. Поэтому прогнозирование является первостепенным навыком.

Важно понимать, что прогнозирование и принятие решений в кризисных ситуациях требуют такого же обучения и подготовки, как и другие науки, как медицина или инженерное дело. Без этих знаний и умений вы всегда будете вынуждены идти по чужому сценарию, того, кто этими знаниями обладает и умеет их применять на практике.

Для понимания всех последующих событий на глобальных финансовых рынках приведу одно знаковое событие. В 2014 году произошёл обвал многих местных валют развивающихся рынков EM (от английского emerging markets). В

Украине гривна выросла более чем втрое с 8 до 26 гривен за доллар. Наличных долларов в обменниках не было и на чёрном рынке курс подскакивал до 30-32 гривен за 1 доллар.

Падение валют ЕМ в 2014 году является ключевым для понимания всех последующих событий, которые в конечном итоге привели к нынешнему турбулентному состоянию глобальных и местных рынков. Что же тогда послужило причиной падения валют ЕМ?

Как я уже писал, вся нынешняя мировая финансовая система взаимосвязана и процессы, происходящие в определённой её части тут же находят отклик и последствия во всей мировой системе. А флагманом является долговой рынок США, именно он является на данный момент главным системообразующим всей нынешней мировой финансовой системы. На доллар приходится более половины мирового долга, более половины международных кредитов, более сорока процентов валютного оборота и более половины валютных резервов. Поэтому все процессы, происходящие на финансовом рынке США, влияют на все мировые финансы рынки, на экономику каждой страны, каждой компании и каждого человека.

Первое на что я хочу обратить внимание это на так называемую программу от ФРС под названием «количественное смягчение», в переводе с английского Quantitative easing, сокращённо QE. Что это за программа и зачем её запустили?

QE это финансовый инструмент, который «придумали» в период кризиса в 2008 году (на самом деле его впервые использовали японцы в начале нулевых, но об этом позже).

Я не буду подробно останавливаться на событиях кризиса 2008 года, опишу лишь вкратце ключевые события того года и их последствия, для понимания всех последующих процессов и запуска программы количественного смягчения QE.

Ипотечные заёмщики в нулевых годах XXI века считали, что стоимость недвижимости продолжит свой рост в будущем и поэтому адекватно не оценивали свою платёжеспособность. И просто брали ипотеку с растущими ставками, не понимая, что их ежемесячные платежи через несколько лет сильно вырастут. С другой стороны те, кто выдавал ипотечные кредиты не особо хотели проверять заёмщиков. Мотив их был в том, что ипотечный кредит всегда можно перепродать банку. Аналогично банки закрывали глаза на то, что им продавали так как они могли это перепродать инвестиционным фондам. Управляющие инвестиционных фондов покупали то, что им предлагали инвестиционные банки, потому что пока доходность была высокая они получали бонусы каждый год. Не малую роль в этом сыграли рейтинговые агентства – об их роли напишу позже.

Переломное событие произошло в ночь на понедельник 15 сентября 2008 года – американский инвестиционный банк Lehman Brothers обратился в суд с заявлением о банкротстве и просьбой о защите от кредиторов – долги состав-



ляли 613 миллиардов долларов. Это послужило отправной точкой к мировому кризису 2008 года. Последовала цепочка банкротств.

Западные банковские системы пережили шок 2008 года и «сломались». Они больше не могли спокойно переправлять средства от владельцев сбережений к заёмщикам. Возник серьёзный дефицит денег. Домохозяйства и компании, понимая это, естественно, отреагировали тем, что стали придерживать имеющиеся деньги.

Количественное смягчение QE должно было преодолеть этот долларовый дефицит за счёт вливания денег непосредственно в экономику в целом, без посредничества банковской системы. Целью было убедить сообщество в том, что деньги теперь снова легкодоступны, а поэтому их больше не будут накапливать и расходы неизбежно будут расти.

Как эта программа осуществлялась на практике. Центральный банк создавал новые деньги не посредством печатного станка, а вводя определённую финансовую информацию в компьютерную банковскую систему. Затем эти деньги использовались для покупки облигаций (долговых обязательств), которые уже были у инвесторов. Увеличение покупки активов центральным банком приводило к росту спроса на эти активы, и как следствие цена на них повышалась. А поскольку цена, по сути, находится в обратном отношении к доходности, то более высокая цена влечёт снижение доходности. И если доходы по ценным бумагам, обеспечен-

ные активами, и государственными облигациями падают, то владельцы капиталов начинают искать более высокие прибыли где-то ещё. Спрос на более рискованные активы – акции, недвижимость – в таком случае растёт. Компании, акции которых котируются на фондовых биржах, получили возможность собрать средства с меньшими затратами (за счёт фондового рынка), а домохозяйства – смогли более легко получать займы под выросшую теперь стоимость их имущества. И тогда вся экономика в целом должна была получить возможность подняться и вернуться к разумному уровню экономического роста.

Таким образом для того, чтобы преодолеть финансовый кризис 2008 года, ФРС приняло решение «напечатать» 3,5 триллиона долларов. И этот процесс печатания продлился с 2009 по 2014 год, в результате чего баланс ФРС вырос с 0,9 до 4,5 триллионов долларов. На практике это означало, что ФРС выкупила с рынка на 3,6 триллиона долларов качественных и надёжных на тот момент облигаций.

За этот же период американские корпорации выпустили примерно такое же количество своих облигаций. Ведь стоимость привлечения упала и воспользовавшись этой возможностью стали активно занимать средства под эту деятельность. Таким образом с рынка ушло 3,6 триллиона безрисковых и низкорисковых облигаций, а их заменили менее качественные.

Аналогичная программа количественного смягчения бы-

ла запущена и на других континентах, итогом которой стало то, что с 2009 года ФРС, ЕЦБ и Банк Японии совокупно "напечатали" около 15 триллионов долларов в рамках программы количественного смягчения. Денег стало избыточно в системе, и они искали себе применение везде, где только можно было получить доходность. Пока ФРС «печатала» доллары, страны ЕМ (развивающиеся страны) испытывали приток капитала и их валюты либо укреплялись, либо были стабильны к доллару.

В 2014 году закончилась третий раунд программы количественного смягчения QE и доллар стремительно вырос ко всем валютам развивающихся рынков. Именно этим и был обусловлен обвал местных валют ЕМ в 2014 году.

\* \* \*

Прогнозы оказывают самое большое влияние на бизнес. В большинстве компаний существуют планы, бюджеты, отчёты и прогнозы. Но внезапно случается какой-либо кризис и в компании вся эта выстроенная структура мгновенно начинает сыпаться, оставляя руководителей и сотрудников компании фактически безоружными наедине с образовавшимися проблемами. Почему же так происходит и почему весь штат людей компании оказывается не способен предсказать и предпринять защитные меры на ранней стадии образования проблемы? И такое критическое положение вещей вы можете наблюдать повсеместно. Пока всё более-менее стабильно – компании тоже более-менее на плаву, но малейшая

волна и компании оказываются опрокинутыми.

Очевидным становится приоритет прогнозирования критических ситуаций, с тем чтобы иметь возможность защититься и противодействовать им. Если знать, что нас ждёт впереди, то можно заранее подготовиться к возможным неприятностям.

Прогнозирование имеет две функции. Первая – это деятельность, направленная на выдвижение некоторого суждения о неизвестных будущих событий. Это справедливо для абсолютного большинства людей и компаний. Вторая функция – это непосредственно само программирование этого будущего, но для этого необходимо иметь соответствующий ресурс для возможности осуществлять спрогнозированное и прогнозирование в этом случае представляет из себя планирование с последующим корректированием обстоятельств под существующий план. Но это могут себе позволить лишь очень ограниченное количество людей и компаний. В этой книге будет рассмотрена только первая функция прогнозирования.

Для начала необходимо осознать и понимать – какие бы потрясения не случились и какие бы новые экономические учения не были выдвинуты, важно помнить базовую вещь – рынок никогда не меняется. Меняются капиталы, меняются акции, меняются биржи, но сам рынок не меняется никогда. Потому что неизменной остаётся человеческая природа.

«В кафе у Фанкони целый месяц переходила из рук в ру-

ки, то падая, то подымаясь в цене и давая людям заработать "на разнице", одна и та же затертая железнодорожная накладная на вагон лимонной кислоты в Архангельске», – так вспоминал писатель Паустовский Одессу осени 1919 года. «Архангельск был недостижим, дальше, чем Марс, и лимонная кислота давно уже стала мифом. Но это не смущало лапетутников», – дополняет Паустовский. «Их занятие походило на шумную игру маньяков. Они до хрипоты торговались, били по рукам, обижались, а иной раз из-за этого вагона лимонной кислоты или такого же мифического груза губок (франко-порт Патрас в Греции) разгорались визгливые затяжные скандалы».

Между Одессой и Архангельском тогда были не только 6,5 тысяч верст, но и крайне беспокойная революционная обстановка. Торговле тогда это не мешало. Продавали и покупали. Как видим особой разницы между биржами Одессы 1919 года и сегодняшними нет. Поменялись лишь технологии по переносу информации, а сама суть как была, так и осталась той же.

Разговор о прогнозировании будущего следует начинать с двух вопросов: будущим кого или чего это будущее является, и каким образом оно образуется.

Начнём с первого вопроса – не бывает будущего и прошлого вообще, оно бывает только чьё-то. У каждого человека есть прошлое, биография и также есть какое-то будущее. И его будущее формируется уже в настоящем времени. Оно

выглядит в виде планов, ограничений и прочего. Например, у профессионального тяжелоатлета много лет посвятившего этому виду спорту уже вряд ли есть будущее в профессиональном боксе, в любом случае его карьера боксёра не будет такой же успешной как в тяжёлой атлетике.

Рассмотрим, как будущее возникает. Возьмем снова в качестве примера будущее отдельного человека. Он может вообще не думать о будущем и жить лишь настоящим и вообще не планировать что-либо. Или же планировать и, например ходить в спортзал или получать образование, чтобы впоследствии применить свои знания при устройстве на работу или применить полученную силу на спортивных соревнованиях. Таким образом он подталкивает сам себя к запланированному будущему. Но помимо частных явлений в судьбе конкретного человека, существуют процессы, которые оказывают влияние как на часть определённого социума, так и на значительную его часть.

Знать будущие процессы и явления – это то, что всегда манило человека. Когда пойдет дождь и пойдет ли он вообще, сколько будет стоить доллар, кто выиграет чемпионат мира по футболу и прочее. Если людям задать вопрос, что бы они делали если бы попали в прошлое, то можно услышать ответы – купил бы доллары перед кризисом или поставил бы денег на победу той или иной команды в тех или иных спортивных чемпионатах. Знание о том, что произойдет в будущем зачастую воспринимается как возможность заработать или

избежать неприятностей – знал бы, где упаду солому постелил бы. А раз есть такой спрос, то всегда найдутся и те, кто желает на этом заработать – это всевозможные прогнозисты, аналитики, оракулы и предсказатели спортивных событий. Но количество среди них как дилетантов, так и откровенных мошенников стремится к ста процентам. Цель их очевидна и прагматична – они желают поиметь прибыль здесь и сейчас с тех, кто хотел бы с их помощью узнать о будущих событиях.

Сейчас наблюдается изобилие таких экспертов, которые, утверждают, что они смогли заранее спрогнозировать наступающий кризис. Но по факту мы, в лучшем случае, можем наблюдать лишь тех, кто просто угадал – так как если поднять их прогнозы, то можно увидеть, что они прогнозировали наступление кризиса чуть ли не каждую декаду каждого предыдущего года или вовсе прячут свою некомпетентность за размытыми формулировками. Как-то в интернете я встретил такое высказывание: «Вероятность кризиса в этом году я оцениваю близко к нулю, вероятность начала рецессии в 2020 году я оцениваю в 30%, вероятность рецессии в 2021 году – 50%». И такую размытую формулировку написал не рядовой обыватель, а директор департамента макроэкономического прогнозирования одной из постсоветских стран. И таких одиозных аналитиков множество, которые прячут своё неумение прогнозировать под обилием словоблудия, общих формулировок и научных терминов, применяемых как к месту, так и нет.

Распространенная ситуация: человек читает и натывает на гороскоп. Он, конечно, не верит во все эти лженауки, но решает прочесть гороскоп чисто ради развлечения. Но странное дело: характеристика подходящего ему знака очень точно совпадает с его собственными представлениями о себе.

Такие вещи случаются даже со скептиками: психологи назвали это явление «эффектом Барнума» – в честь американского шоумена и ловкого манипулятора XIX века Финнеаса Барнума. Большинство людей склонны воспринимать довольно общие и расплывчатые описания, как точные описания своей личности. И, конечно, чем позитивнее описание, тем больше совпадений. Этим эффектом и пользуются астрологи, гадалки, а также нередко и финансовые аналитики.

Эта книга к перечисленной когорте псевдо-экспертов не относится и является исключением. Мне позволяет это утверждать то, что я спрогнозировал наступление нынешнего кризиса заранее. И в качестве доказательства вы можете проследить за моими прогнозами в паблике Фейсбука, который был создан и посвящён нынешнему кризису. Этот паблик я начал вести задолго до начала глобальной рецессии и в нём практически ежедневно выкладывал аналитику на ключевые события наступающего кризиса. Электронный адрес паблика: <https://www.facebook.com/crisis2019>. Рекомендую каждому посетить этот паблик и ознакомиться. В последующем же читая эту книгу, каждый читатель сможет лично



проследить и понять логику того, как мне удалось довольно точно спрогнозировать наступивший кризис. И, кроме того, читая эту книгу, вы сможете освоить методику и самостоятельно составлять точные прогнозы.

В своей книге "Старые времена на Миссисипи" Марк Твен написал: "За сто семьдесят шесть лет Миссисипи укоротилась на двести сорок две мили, то есть в среднем примерно на милю и одну треть в год. Отсюда всякий спокойно рассуждающий человек, если только он не слепой и не совсем идиот, сможет усмотреть, что в древнюю силурийскую эпоху, – а ей в ноябре будущего года минует ровно миллион лет, – Миссисипи имела свыше миллиона трехсот тысяч миль в длину и висела над Мексиканским заливом наподобие удочки... Все-таки, в науке есть что-то захватывающее."

Книга была написана в 1875 году, но с тех пор мышление большинства аналитиков не поменялось. Весь их прогноз зачастую заключается в простом протягивании в Excel ряда цифр, а полученные цифры и выдаются за прогноз.

Абсолютное большинство прогнозов не учитывают и даже игнорируют окружающую действительность. Не учитывают, например, стадию жизни, на которой находится продукт или компания. А ведь в жизни мало что растёт линейными темпами – будущее изменчиво и пластично. Форс мажоры и вовсе выпадают из прогнозов, а потому способны полностью выбить компанию из финансовой жизни. Но при всех видимых недостатках компании зачастую слишком увлека-

ются такими поверхностными статичными прогнозами.

С одной стороны, излишне оптимистичным будет считать, что есть кто-то, кто сможет предсказывать будущее со стопроцентной точностью. Но, с другой стороны, является неправильным и полное отрицание того факта, что существуют проверенные временем подходы к прогнозированию, которые могут дать статическое преимущество перед окружающими. Только эти прогнозы должны быть не «эмоциональными» или основанными на историях известных аналитиков, а «инженерными», основанными только на фактах и с учётом окружающей действительности. В этом могут помочь математические модели. Но математические модели также имеют свои недостатки и потому к ним стоит относиться осторожно и скептически. Так как зачастую эти модели построены на изначально не верных предпосылках. Например, на идее того, что рынок эффективен, люди рациональны, и что рынок всегда учитывает все выходящие новости, либо строят свои прогнозы на основе прошлых исторических участков, что зачастую также является заблуждением.

Несостоятельность таких математических моделей показывает каждый последующий кризис, который полностью разрушает такие модели на корню и перечеркивает все задуманные планы. Например, кризисы 1929 года, 1987, 2000, 2008. Каждый раз практически все официально признанные математические теории и модели, которые должны были спрогнозировать и дать понимание куда движется рынок,

феерично ломались.

Кроме того, стоит отметить то, что такие математические модели очень дорогие в использовании. Так как требуют для своего использования мощную инфраструктуру, которую поддерживает большое количество аналитиков. Причем количество аналитиков в таких структурах вовсе не означает качество их работы. Подобные математические модели могут позволить себе лишь очень большие компании или инвестиционные фонды с крупным капиталом. И зачастую математический прогноз в таких компаниях сводится лишь к искусству лоббирования своих собственных коммерческих интересов.

Из вышесказанного может сложиться впечатление, что компаниям и людям в принципе невозможно сделать расчёт будущего движения рынка и тем более наступление кризиса. И что математика, возможно, вообще не нужна при прогнозировании движения рынков. Но это не так.

Также отмечу, что при прогнозировании будущего, постановке целей и оценке самого себя или своей компании люди склонны завышать свои возможности и способности. Зачастую оптимизм бывает сознательным – мы знаем, что вероятность успешного исхода крайне мала, но полагаем, что к нам это не относится. В декабре 2017 года было опубликовано исследование «States of Startups», которое охватило 869 респондентов. Результатом явилось то, что 42% стартапов уверены, что имеют всё необходимое, чтобы стать ком-

панией стоимостью миллиард долларов, но реальные шансы достичь такой капитализации составляют всего лишь 0,00006%.

Такая уверенность в себе породила гипотезу рациональных ожиданий – источник веры в то, что человек сможет измерить уровень риска всех возможных экономических явлений. Ныне эта гипотеза основополагающая и на ней строится большинство прогнозов. Она предполагает, что будущее в принципе познаваемо. И утверждает также, что данных о будущем достаточно, чтобы решения всех участников рынка были в среднем верными. А это полностью исключает возможность больших кризисов, кроме тех случаев, когда происходят неожиданные события – те, которые не случались прежде и потому не могут быть частью чьих-либо знаний, но такие события весьма редки. И под эту гипотезу подведена вся мощь эконометрики как метода использования прошлых статистических данных для прогнозирования будущих событий.

Формально гипотеза рациональных ожиданий утверждает, что ожидаемая величина любой переменной (например, цена акции или темп инфляции) равна величине, предсказанной с помощью прогнозных моделей с поправкой на случайную погрешность. Но за этой погрешностью зачастую аналитики скрывают свою некомпетентность.

В результате исследований проектов железнодорожного строительства за 30 лет выяснилось, что более чем в 90%

случаев прогноз пассажиропотока завышался в среднем в два раза. А стоимость проекта превосходила плановую почти на 50%. При этом свидетельств нереалистичного планирования было множество, но менеджеры предпочитали их игнорировать. Этим обстоятельством часто пользуются компании-поставщики B2B (бизнес для бизнеса). Сперва занижают стоимость, чтобы выиграть тендер, а после дополнительными соглашения добивают заказчика по тем моментам, которые тот выпустил из виду при оптимистичном планировании.

За всеми вышеперечисленными расчетами стоят два предположения. Первое состоит в том, что рациональные индивиды, формируя свои ожидания, используют всю доступную им информацию. Под этим понимается, что они ведут себя в соответствии с моделями, прогнозирующими их будущие действия. И возможность непредсказуемых потрясений означает, что их поведение будет соответствовать расчетной модели лишь в среднем. Люди всегда будут допускать ошибки, но если они совершаются независимо от информации, доступной всем, и к тому же не зависят одна от другой, то нет причин думать, что эти ошибки приведут к смещению общего тренда в ту или иную сторону. Единственный возможный источник односторонней интерпретации фактов лежит в самой модели.

Второе предположение гласит, что Вселенная стабильна (линейна) во времени. Взятые вместе, оба предположения

задают уровень информированности и предсказуемости, достаточный, чтобы ваши математические ожидания оказались в среднем верными. Для изменения ожиданий никаких оснований нет. Если вы думаете, что в дальнейшем ваши ожидания изменятся, значит, вы их уже изменили и поэтому в будущем их не измените. Например, текущая цена акций зависит от сегодняшних ожиданий относительно того, какой эта цена будет в будущем.

Прогнозировать можно практически всё. Продажи, денежные потоки, результат встречи, выбор потребителя, температуру воздуха, осадки. Хорошим прогнозом считается если он сбывается с хорошей приемлемой точностью. Под точностью прогнозы в компаниях представляют зачастую не в виде конкретной цифры, а в определённом диапазоне, то есть с погрешностью. И приемлемой точностью считается если прогноз попал в этот диапазон.

В компаниях, чтобы уменьшить ошибку при прогнозировании делают прогноз по среднему. Такой метод использует плановый отдел, когда вообще не знает о влияющих факторах. К примеру, как заложить сумму незапланированных расходов на будущий год? Для этого берут предыдущие периоды и выводят среднее значение, которое и закладывают на будущие незапланированные расходы.

Когда у аналитиков компании нет каких-либо показателей по рынку, то существует два варианта их получить – либо заказать дорогостоящие исследования, либо использовать

так называемый метод Ферми. Этот метод служит для приблизительных расчётов «чего угодно» при минимальных начальных знаниях. Поэтому практически всегда прогнозисты используют именно его.

Суть метода Ферми состоит в том, чтобы за очень короткое время провести быстрые приблизительные расчёты, не имея при этом никаких точных данных. Существует история о том, как Ферми рассказывал своим студентам об определении числа настройщиков пианино в Чикаго. Как можно определить количество данных настройщиков? Студенты начинали с того, что у них не было никаких данных для расчёта количества настройщиков пианино в Чикаго. Конечно, можно было просто пересчитать всех настройщиков, прочитав объявления или узнать в каком-нибудь агентстве, выдающем лицензии на такие услуги. Но Ферми предложил своим студентам решать задачи тогда, когда проверить результат будет не так просто. Его целью было продемонстрировать, что они всё-таки знают что-то об искомой величине.

Для начала он просил определить другие значения, имеющие отношение к пианино и настройщикам показатели – тоже неизвестные, но более простые для оценки. Это были численность населения Чикаго (в 1930-1950-х годах составляла более 3 млн. человек), среднее число человек в одной семье (два или три), процент семей, регулярно пользующихся услугами настройщиков пианино (максимально каждая десятая, минимально каждая тридцатая семья), требуемая ча-

стога настройки (в среднем, вероятно, не менее раза в год), число пианино, настраиваемых настройщиком в день (четыре или пять инструментов с учетом затрат времени на дорогу), а также число рабочих дней настройщика в году (скажем, 250).

Затем Ферми брал эти данные и высчитывал по следующей формуле:

Число настройщиков пианино в Чикаго = (Численность населения/Число членов одной семьи) x Процент семей, пользующихся услугами настройщиков x Число настроек в году/ (Число пианино, настраиваемых одним настройщиком за день x Число рабочих дней в году).

В зависимости от цифр, подставляемых в это уравнение, получался ответ в интервале от 20 до 200. Когда эту цифру сравнивали с реальной, которую можно было узнать из телефонного справочника, она была ближе к реальной, чем думали студенты. Правильный ответ составлял примерно 50 человек.

Полученный интервал значений выглядит слишком широким. Но в его защиту приводят то, что он даёт хоть какое-то значение в сравнении его с изначальной позицией, которую занимали студенты «неужели это вообще можно определить?»

Данный метод позволял производившим расчёты людям понять, откуда берётся неопределённость. Какие переменные характеризовались наибольшей неопределённостью –



процент семей, регулярно пользующихся услугами настройщиков пианино, частота настроек, число инструментов, которые можно настроить за день, или что-то ещё? Самый крупный источник неопределённости указывал на то, какие измерения позволят максимально снизить её.

Поиск ответа на «вопрос Ферми» не предполагает проведения новых наблюдений и поэтому не может считаться измерением. Это скорее оценка того, что вам уже известно о проблеме, это способ позволяющий несколько приблизиться к цели.

Этот способ является основополагающим для маркетологов и различных прогнозистов. Если они не владеют знаниями по определённому вопросу, то они задают себе вопрос: что же всё-таки известно о проблеме? И затем оценивают имеющуюся количественную информацию о предметах, которые выглядят для них неизменяемыми. Логика действий при использовании метода Ферми заключается в следующем утверждении: вы многое не знаете, но что-то же вы всё-таки знаете.

Существенным недостатком этого метода является критерий отбора. Разбежность значений у каждого человека будет очень большой. Величина, которая для одного человека кажется похожей на правду и приемлемой для другого может быть в десятки раз больше. А если этот расчет проводится в команде из нескольких людей, то это предполагает высокую конфликтность между участниками со всеми вытекающими

последствиями в будущем.

Если же влияющие факторы известны аналитикам, то самым используемым методом для прогнозирования является регрессионный анализ. Он учитывает для будущего прогноза множество факторов, таких как: тренд, сезонность, ёмкость рынка, активность конкурентов и прочее. Но даже при таком подходе важным недостатком является то, что прогноз формируется на основе статических моделей. А из этого в последствии всплывает множество факторов, дающих погрешность в прогнозе. Аналитики при этом, чтобы подстраховаться, заранее предупреждают, что статическая модель не будет корректной, а поэтому необходимы будут ручные корректировки. И затем начинают постоянно править свой же прогноз до периода его окончания. Тем самым фактически расписываясь в изначальной неправильности собственного прогноза. Руководству компании в этом случае приходится принять определённое допустимое значение отклонения от прогноза, которое закладывает аналитик изначально.

Ошибки прогноза и последующие правки очень дорого обходятся компаниям и порождают высокую конфликтность в компании. Допустим, в производственной компании, спрогнозировали количественный показатель продаж, и далее под него подключается уже вся цепочка компании – на его основе составляется план закупок и план производства. Эти планы формируют затратную часть расходов на осуществление заданного плана продаж и исходя из них строятся пла-

ны с целевыми показателями для подразделений. А на их основе уже рассчитываются и оцениваются показатели эффективности (KPI) того или иного подразделения или сотрудника.

План продаж формирует прогноз доходов и из разницы дохода и затратной части формируется прогноз финансовых результатов, прибыли. Далее на основании этого формируется итоговое бюджетирование.

Как видим, вся будущая деятельность компании привязана к прогнозу. А если прогноз ошибочный, то в последующем возможна реализация нескольких негативных вариантов развития событий. Перечислю пару таких вариантов:

- избыточное затоваривание складов, что приводит к физической невозможности хранения новых поставок, нехватки денежной наличности на оборотные средства, закупку материалов или товаров из-за чего в дальнейшем возможен сбыт с большими скидками, и как следствие потерянная выручка;

- постоянная актуализация плана производства приводит к нарушению ритмичности работы и неплановым простоям производства, из чего следует снижение производительности, которые впоследствии приводят к плохим результатам по целевым показателям, к сверхурочным работам, срочным заказам дополнительных материалов и товаров по невыгодным ценам.

Перечисленные возможные события приводят в конечном

итоге к росту расходов, лишении премий и бонусов сотрудников, демотивации персонала и как следствие высокой конфликтности между сотрудниками в компании.

Цена ошибки в прогнозе для компании очень высока. Ошибка в прогнозе лишь на 1% вызывает рост оборотных средств на 2% и падение выручки минимум на 5% и, очевидно, что с увеличением ошибки – возрастает в разы. Поэтому плановый отдел, чтобы себя обезопасить, делает прогнозы в заниженную сторону. Такие планы, чтобы их выполнили наверняка. Так как перевыполнение плана для сотрудников компании зачастую лучше, чем его невыполнение.

Аналогично поступают и остальные подразделения – чтобы снять с себя ответственность стараются занижить план до такого значения, которое они точно смогут выполнить.

А если изначально был дан завышенный прогноз по продажам, то в случае невыполнения, отдел планирования попытается списать свой промах на другие подразделения в компании, например на отдел продаж.

В большинстве компаний применяется статический прогноз, то есть без учёта влияния окружающих факторов. А такой прогноз по среднему, сформированный по прошлым периодам имеет ряд существенных недостатков и весьма опасен для компании. Если провести аналогию, то это аналогично езде по дороге на автомобиле с покрашенным чёрной краской лобовым стеклом. И при этом для управления транспортным средством использовать зеркала заднего ви-

да и на основе увиденного предполагать, что такой дорога будет и в будущем. Естественно, при таком управлении автомобиль улетит в кювет на первом же повороте. Такая вот краткая иллюстрация построения прогнозов в большинстве компаний. Поэтому множество компаний банкротятся при первом же ощутимом сотрясении, не вписываясь в поворот.

Причиной этого служит то, что жизнь не статична, а динамична. И всегда происходит множество процессов – дважды в одну реку не войдешь. Этим объясняется несостоятельность теории игр и метода Ферми, как инструмента для прогнозирования. Теория игр и вообще общественные науки очень сильны лишь задним числом. Прогнозы необходимо строить с учётом окружающей среды и происходящих в ней процессов.

Водитель управляющий автомобилем крайне редко снимает обе руки с руля. И то делает это исключительно для проверки – как долго машина способна ехать по прямой без управления. Обычно недолго, всего несколько секунд. Так как даже при движении по прямой необходимо постоянно, понемногу, корректировать курс. Аналогично и в деятельности компании ничего и никогда не идёт чётко по плану. Условия, в которых запускали проект, конечно, важны. Но гораздо важнее постоянная адаптация к изменяющемуся миру.

Сейчас часто можно услышать о гибком планировании. И принято считать, что гибкое планирование это как раз про планирование в условиях кризиса. При этом постоянно пе-

рестраивают и вносят свои коррективы в первоначальный план, так как рынок динамично меняется и прогнозистам приходится часто сверяться с картой местности. И это сказывается на производственной стратегии.

Производственная стратегия – это принятая в компании долгосрочная программа действий, связанная с созданием продукции, выводом её на рынок и реализацией. Сама компания, при этом выступает объектом стратегии. Предметом являются отношения организационного, управленческого и технического характера. Большинство бизнесменов считают, что развитие производственной стратегии должно протекать в согласовании с общей стратегии компании. И при этом сама стратегия требует больших временных затрат, ресурсных и трудовых ресурсов, что делает её не только затратной, но и неповоротливой, так как компания уже не может себе позволить часто менять саму стратегию, а лишь незначительно корректировать. Компания теряет гибкость. И зачастую компании считают, что важнее быть гибким и идти в русле событий, чем пытаться всеми силами держаться своей стратегии.

Самый распространенный метод гибкого планирования, который при этом используют это так называемое сценарное прогнозирование. Суть его в том, чтобы увидеть связь между управленческой деятельностью и необходимостью принятия решений в рамках альтернативных вариантов и связанных с этим выбором рисков. Таким образом аналитики полностью снимают с себя ответственность за свой прогноз и перекла-

дывают её на менеджмент компании, предоставляя всевозможные варианты развития дальнейших событий.

В теории сценарный метод применяется для анализа редких и уникальных событий, не имеющих репрезентативной статистики. При этом используется прогнозный метод развития событий с целью определения их последствий. Но на практике сценарный метод – это метод приспособления или компромисса с внешними условиями.

Эксперты по прогнозированию при таком методе рекомендуют выделить рыночные тренды и расписать 3-4 сценария развития событий. Обосновывая это тем, что хоть при этом и существует разброс трендов, но сохраняется фокусировка на главных пунктах. Обычно составляют благоприятный, негативный и реалистичный сценарий. И под эти сценарии обозначают варианты своих среднесрочных целей. А по мере приближения к ним вносят в план необходимые корректировки.

Но предоставленный большой выбор вариантов лишь перегружает топ менеджмент компании информацией и сбивает с толку. В средние века самоубийц и «вампиров» хоронили на перекрёстках дорог. Согласно поверью, существовавшему тогда в ряде регионов Европы, нежить, выкопавшись из земли, начнёт размышлять – куда бы ей пойти. И раздумывая над возможными вариантами не заметит наступления рассвета и будет уничтожена. Широкий выбор только на первый взгляд кажется благом.

Людям проще работать со сгруппированной информацией. И оптимальное число объектов для сравнения – два. А согласно исследованию Пола Натта, топ-менеджеры, принимая решение, в 70% случаев рассматривают лишь одну альтернативу.

Необходимость выбора тяготит нас не просто так. Принимать решения чаще всего приходится, когда мы оказываемся уже в затруднительном положении, когда у нас неприятности и необходимо найти выход. Идеального решения не существует поэтому вовремя останавливайтесь в своих попытках всё просчитать, спрогнозировать и расписать возможные сценарии. Важно быть реалистичным и аккуратным, определяя варианты, и не делать этого безосновательно.

А попав в затруднительное положение необходимо осознать, что даже проблемы – это не всегда плохо, особенно если отнестись к ним творчески и спросить себя: Какую пользу можно из этого извлечь и какие возможности передо мной открываются?

\* \* \*

После обвала валют ЕМ (развивающихся рынков) в 2014 году началась коррекция, в рамках которой валюты ЕМ стабилизировались и даже отыграли часть потерь. Это длилось до 2018 года.

Следующим этапом после количественного смягчения QE была запущена программа по сокращению баланса, количественное ужесточение (от английского quantitative



tightening, сокращённо QT) в октябре 2017 года.

Но перед тем, как я объясню значение программы QT я опишу ситуацию, которая сложилась на рынках в 2018 году. И объясню куда пошли ранее «напечатанные» деньги.

К осени 2018 года отношение корпоративного долга США к ВВП достигло критических значений, которых не бывало до этого в истории. Американские корпорации никогда ещё не были так закредитованы. Вместе с тем качество долга также критически снижалось. И в 2018 году около 50% облигаций были всего на одну ступень выше так называемого «мусорного» рейтинга. То есть одно понижение рейтинга и такая облигация становится «мусорной» (рейтинги облигаций ниже BBB- считаются опасными для инвестирования и в просторечии называются «мусорными» junk bonds). Самыми крупными держателями/инвесторами являются пенсионные фонды и страховые компании. А при понижении они уже не смогут держать у себя бумаги такого качества. Банки при этом уже не имели больше собственных позиций и не могли предоставлять вторичную ликвидность, как это было до 2008 года, например.

30% облигаций были с рейтингом BBB несмотря на свой инвестиционный рейтинг BBB имели долг выше, чем в среднем у совокупности "мусорных" облигаций! А 30% от BBB тогда составляло 1 триллион долларов. Все "мусорные" облигации – составляли 1,2 трлн долларов. Можно было представить, что будет происходить с ценами на "мусорные" об-

лигации, если их объём продолжит увеличиваться.

Ситуация усугублялась также тем, что помимо облигаций с рейтингом ВВВ остальные более высокие рейтинги зачастую не имели оснований для своих высоких рейтингов и по факту были гораздо ниже объявленных. Например, у Lehman Brothers за несколько дней до банкротства был кредитный рейтинг «А» – это довольно солидный рейтинг.

Почему же так происходит? Связано это с тем, что рейтинговые агентства, несмотря на свою декларируемую независимость имеют свои интересы используя своё влияние. Как это происходит.

Управляющие фондами выбирают не то, что может быть самым перспективным, а то, что имеет высокий кредитный рейтинг. Различные рейтинговые агентства оценивают различные типы инвестиций, присваивают им рейтинги. AAA – самый высший, далее AA, A, ВВВ, ВВ и так далее в сторону снижения. На данный момент AAA бумаг практически не осталось, в 2011 году агентство S&P понизило суверенный рейтинг США на одну ступень до AA+.

Пенсионные фонды законодательно ограничены инструментами, в которые они могут вкладываться (например, только в инструменты с рейтингом AAA). Кроме того, при самостоятельной инвестиции управляющий всегда имеет в своём распоряжении защиту в виде высказывания о том, что это же был инструмент с высочайшей надёжностью о чём свидетельствует его рейтинг. Таким образом, управляющие

крупными пенсионными фондами имели отличную возможность снять с себя ответственность за то, что, например, купили в 2008 году каких-то сомнительных ценных бумаг, привязанных к тысячам сомнительных ипотек с плавающей ставкой. В последствии такие «ценные» бумаги принесли многомиллиардные убытки пенсионным накоплениям. Но такое положение вещей устраивало управляющих пенсионных фондов. Ведь доходность до падения была достаточной для получения управляющим приличных бонусов по итогам года.

Как это происходило на практике перед кризисом 2008 года. Ведущие инвестиционные банки продавали своим инвесторам CDO – ценную бумагу, в которой были собраны несколько тысяч ипотечных займов. То есть облигации «обеспеченные» денежными потоками или ипотек или арендными платежами. Эти бумаги покупали пенсионные фонды США и зарубежные инвесторы. Понимали ли они, что на самом деле представляют из себя эти бумаги. Естественно! Управляющие фондами совсем неглупые люди. Только в чём мотивация управляющего фондом? Возможно, кто-то считает, что как можно сильнее приумножить деньги в фонде, найдя самое перспективное вложение денег. Но это не так. Его задача – получить как можно большее вознаграждение за свою работу и по возможности остаться на своей должности на следующий год. Поэтому перед перспективной вложить деньги в возможно прибыльную затею, которая

имеет высокий риск, или вложить в то, что имеет высокий кредитный рейтинг, и которым всегда можно прикрыться в случае неудачи. Управляющие фондами выбор всегда делали в пользу второго.

Почему же рейтинговые агентства присваивали наивысший рейтинг надёжности весьма сомнительным компаниям? Объяснением является то, что рейтинговые агентства не несут ответственность за свои рейтинги. А в послекризисных разбирательствах всегда заявляют, что рейтинги это лишь их мнение, и их мнение вовсе не означает, что инвестиция надёжна. Причина того, что рейтинговые агентства присваивали самые высокие рейтинги сомнительным компаниям, была в том, что они получали вознаграждения за присвоение рейтингов и получали комиссии от инвестиционных банков. Прибыли рейтинговых агентств в течение «нулевых» годов и вплоть до кризиса 2008 года выросли в несколько раз. Именно за счёт увеличенных комиссий за присвоенные рейтинги.

Вернёмся теперь к тем самым новым размещённым 3,6 триллионам долларов нового корпоративного долга, которые были запущены на рынки в рамках программы количественного смягчения QE с 2009 по 2014 год. На что пошли привлечённые деньги? Они пошли на так называемый buyback (обратный выкуп), то есть на выкуп собственных акций. Итогом этого стало то, что в свободном обращении американских акций тогда оставалось минимум за последние 20 лет.

Кроме того, в 2018 году компании США в результате налоговой реформы (доля налогов, которую платил бизнес была минимальной за последние полвека) получили дополнительную прибыль, которую они также потратили на выкуп своих же акций у себя же (buyback). В том же году SEC (комиссия по ценным бумагам и биржам) проанализировав 385 компаний, которые объявили buyback в 2017-2018 годах, обнаружила такие результаты:

1) процент инсайдеров (менеджмент и прочие), продающих акции своих компаний, более чем удваивался сразу после того, как компания объявляла об обратном выкупе. Средний дневной объём в долларах продаваемых акций вырос с 100 тысяч долларов перед объявлением, до 500 тысяч долларов после объявления buyback;

2) в 32% рассмотренных компаниях, хотя бы 1 инсайдер продавал в течении 10 дней после объявления обратного выкупа;

3) до объявления обратного выкупа акции рассматриваемых компаний отставали от S&P500 в среднем на 1,4%. После объявления, опережали в среднем на 2,5%.

Алгоритм в поведении прослеживался довольно простой. Сперва объявляешь buyback и соответственно «накачиваешь» свою акцию, то есть цена акции растёт, а затем продаёшь её по высокой стоимости сразу же после объявления. Такая манипуляция называется pump&dump.

Объём buyback'ов в США в 2018 году достиг 806,4 мил-

лиардов долларов, превысив рекорд 2007 года и это лишь немного уступало значениям предыдущего 2017 года. В IV квартале 2018 года обратный выкуп акций вырос на 62,8% в годовом исчислении, составив \$223 млрд. Больше всех средств на buyback потратила корпорация Apple (AAPL), выкупив собственных акций на сумму 74,2 миллиарда долларов. Компания Oracle тратила на выкуп собственных акций почти 30 миллиардов в год. Боинг в 2018 году на обратные выкупы потратил 20 миллиардов долларов. При этом Блумберг опубликовал заметку о том, что корпорация Боинг сэкономила на разработке программного обеспечения для трагически известной модели 737 MAX, доверив его разработку низкоквалифицированным подрядчикам. Делалось это для снижения корпоративных расходов. В результате произошло 2 авиакатастрофы со множеством погибших, репутация компания была испорчена, изготовление самолетов было остановлено, полёты в ряде стран были запрещены на длительный срок, и корпорация потерпела огромные убытки.

На конец 2018 года наблюдался рост количества американских топ управляющих, покидающих свои посты в крупных компаниях. Это значение намного превысило количество топ управляющих, покинувших свои посты перед кризисом 2008 года. Очевидно, что к тому времени они себе уже заработали приличные капиталы, продавая акции своих же компаний в buyback. И затем торопливо покидали тонущий

корабль, на фоне искусственно созданных позитивных финансовых настроений в прессе и позитивных прогнозов аналитиков о "светлых" перспективах экономики.

Тогда топ менеджмент компаний был уже полностью сосредоточен на то, чтобы тратить деньги не на развитие компании, увеличение инвестиций или затрат на дивиденды, а сразу выкупать свои же акции. С целью повышения капитализации своих активов и это являлось одной из основных причин почему S&P500 не падал и продолжал свой рост.

Аналогичная ситуация происходила перед кризисом 2008 года (тогда buyback'и составили чуть больше 600 млрд. долларов). Предыдущий рекорд по обратному выкупу акций в США был в 2007 году – как раз перед началом финансового кризиса и рецессии в США.

Стоит отметить, что до 1982 года компании избегали buyback'ов, опасаясь обвинений с боку государства в манипулировании рынком. Сейчас ситуация кардинально поменялась и buyback стали основным драйвером роста рынка США. Основными покупателями акций на рынке стали сами компании. Goldman Sachs (один из крупнейших в мире инвестиционных банков) заявил, что рынок просто рухнет, если запретить buyback'и.

В кризисном 1929 году банки брали деньги населения в депозиты и этими же деньгами торговали на рынке вместе с тем же населением, которому те же банки предоставляли «плечо» или финансовый рычаг или кредит под залог акций

(маржин колл и прочее).

В 1933 году вышел закон Гласса-Стигалла, согласно которому банки были отделены от брокеров. Через 66 лет, в 1999 году, тогдашний президент США закон отменил. Очевидно, что сделал он это под давлением банковского лобби, в преддверии «доткомовского» краха. Через несколько месяцев после отмены индекс NASDAQ падает на 81%.

Приведу простой математический пример. Допустим у компании есть 10 акций. Прибыль на акцию 1\$. Прибыль на акцию EPS (earnings per share) равна 0,1\$ на акцию. Компания тратит всю свою наличность на выкуп с рынка 5 акций. И уже в следующем году отчитывается, что заработала 0,2\$ на акцию. То есть EPS вырос в два раза, на 100%. Акция растёт. Но у компании больше нет денег на развитие. На следующий год компания опять зарабатывает 0,2\$ на акцию, то есть EPS у неё неизменный, а её акцию на этой новости продают и как следствие она падает в цене.

Вместо того, чтобы, например, завоевывать новые рынки, открывать сбыт за границей, покупать рекламу, новое оборудование и профессионалов, компания каждый год тратит все больше денег на выкуп своих же акций, по любой цене, даже лучше по самой дорогой цене, а не подешевле, чтобы новый рекорд цены акции был в газете. Тогда топ менеджмент получит больше бонус. А бонус они получают акциями, после 2008 года наличные деньги не особо дают. Поэтому менеджмент хочет задрать цену повыше, чтобы при первой



же возможности по этой цене обналичить имеющиеся акции. Вот почему так важно смотреть, что делают инсайдеры, обязанные по закону публиковать свои манипуляции с акциями.

С конца марта 2014 года индекс S&P за пять лет вырос на 53%. Но если посмотреть на разницу в рыночной капитализации входивших в него акций, то она изменилась лишь на 44% (на 7,5 триллионов долларов). Разница объясняется именно buyback'ами.

В 2018 году buyback'и компаний из S&P500 существенно превысили капитальные затраты.

В психологии существует классическая игра – «создание общественного блага». Суть которой в следующем – участникам раздаются деньги. И в ходе каждого раунда участники могут положить деньги, сколько хотят, в «общественную корзинку». После чего экспериментатор удваивает количество денег в корзинке и делит сумму поровну между всеми игроками.

Например, 10 человек, у каждого по 100\$. Если все дали по 100\$, набралась тысяча и ещё тысячу добавит экспериментатор. Каждому вернётся по 200\$.

В самом начале игры люди обычно кладут все имеющиеся деньги. Но затем находится самый предприимчивый, который ничего не положит. Он сообразит, что, если 9 человек положат по 100\$, а он ничего не положит. То в корзинке, после удвоения будет 1800\$ и каждый получит по 180\$. В том числе и он. И в итоге он получит больше всех денег и за ра-

унд зарабатывает 280\$.

После такого случая наступает переломный момент. Участники вообще прекращают давать деньги.

Мотивация «мошенника» понятна. Заработать на остальных, при этом ничего не вкладывая. А у остальных включается механизм потребности в справедливости, которая является одной из базовых потребностей человека. Участники занимают позицию «так не доставайся же ты никому».

Люди и компании из этого могут извлечь урок. Прочность команды всегда определяется её самым слабым звеном. Технологии и автоматизация вторичны, первичен человек.

Совокупный выкуп компаниями собственных акций с 2008 года превысил объём выкупа облигаций ФРС в рамках трёх программ количественного смягчения QE. Основным покупателем на рынке американских акций выступали сами американские корпорации. Если у компании не было денег на выкуп, то существовал дешёвый кредит на эти цели. 62% корпоративного долга США с инвестиционным рейтингом должны были быть погашены в течение последующих 5 лет. Долг нефинансовых компаний, гасящийся в следующие 5 лет после 2019 года, составляет порядка 4,8 триллионов долларов.

Облигации с низким рейтингом BBB выросли с 800 миллиардов до 2,7 триллионов долларов в конце 2018 года. «Мусорные» облигации выросли с 700 миллиардов долларов до 1,1 триллиона. Качество ковенант (специальные договорные

обязательства для заёмщиков) при этом сильно ухудшилось, что важно. Если эмитент теряет инвестиционный рейтинг ВВВ, то все страховые компании, пенсионные фонды и прочие держатели немедленно обязаны продать такие бумаги, чтобы не нарушить свои инвестиционные декларации.

Как я уже писал ранее следующим этапом после количественного смягчения QE был запущен этап количественного ужесточения QT в октябре 2017 года. Если коротко, то суть программы в том, что из мировой финансовой системы изымались доллары, которые ранее были напечатаны в рамках программы количественного смягчения QE с 2009 по 2014 год. Началась в 2017 году эта программа со «скромных» 10 миллиардов долларов в месяц. В результате количество долларов в системе уменьшалось и становилось труднее заниматься операциями carry trade (продавать доллары и покупать на них другие высокодоходные валюты, а после получать высокий процент).

Помимо программы QT ещё одним фактором давления на валюты ЕМ являлся непрекращающийся рост доходности по американским гособлигациям. По годовым бумагам в 2018 году давали 2,4%. То есть вместо риска вкладывания денег в какие-то «непонятные» валюты – гривны, реалы, лиры, рэнды, можно было получить безрисково 2,4% в долларах. Смысл вкладывать в валюты ЕМ был, когда по коротким трежерис (происходящее от английского слова «Treasury», от которого впоследствии возникло слово «treasuries» – это

долговое обязательство, выданное правительством Соединённых Штатов) ничего не платили. Но в 2018 году ситуация изменилась и доллар был самой высокодоходной валютой среди валют G10.

Таким образом у ФРС оставалась возможность для маневра в виде снижения ставки, и когда началась рецессия ФРС этим сразу же воспользовался. С 2009 года на американском рынке акций шёл самый продолжительный рост со времён Второй мировой войны. Казалось бы, всё отлично и перспективы радужные. Но на самом деле всё было не так.

Во-первых, нужно понимать, что этот рост был во многом искусственный и создан за счёт огромного вливания денег в мировую финансовую систему. С 2009 года ФРС, ЕЦБ и Банк Японии совокупно «напечатали» около 15 триллионов долларов в рамках количественного смягчения QE. Напечатанные деньги были в основном потрачены компаниями на выкуп собственных акций.

Во-вторых, если взглянуть на ВВП США начиная с 2009 года, то можно увидеть, что темпы роста американской экономики были самые слабые со времён Второй мировой войны.

В-третьих, с 2009 по 2015 год ФРС держала ставку на нулевом уровне. Такого не было ни разу в истории США. Таким образом ФРС фактически выдавливала инвесторов из наличности и безопасных активов, заставляя принимать на себя риск и инвестировать в рынок акций. Что означает ну-

левая ставка и низкая инфляция? По сути, это показывает, что в экономике отсутствует спрос на деньги, то есть капитал не может найти себе применение, так как нет точек роста.

В 2018 году у ведущих мировых биржевых индексов наблюдалась любопытная динамика. Американский S&P500 и высокотехнологичный NASDAQ находились в плюсе на 10% и 15% соответственно. При этом индекс китайского Шанхай композита составлял минус 15%, немецкий DAX минус 4% и японский Nikkei плюс 3%. Такой вот разительный контраст. Тенденция была очевидна – рынок американских акций «всасывал» в себя всю денежную ликвидность с остальных рынков, а точнее даже целенаправленно шёл отток отсюда в пользу S&P500 и NASDAQ.

Хотя по логике всё должно было происходить наоборот. Ведь ФРС ужесточало денежно-кредитную политику, повышая ставки и сокращая баланс, а ЕЦБ, Банк Японии и Народный Банк Китая проводили стимулирующую политику. Например, Банк Японии напрямую участвовал в торгах акциями, не давая индексам падать. Но при этом они даже близко не подошли к темпам роста S&P500 и NASDAQ. Немецкий DAX находился в минусе несмотря на то, что Европейский центральный банк (ЕЦБ) все ещё продолжал печатать деньги. Очевидно, что деньги перетекали в американские индексы игнорируя DAX. А Народный Банк Китая, после введения пошлин в США и начала торговой войны, публично высказался, что значения индекса не так уж и важны для регу-

лятора.

На конец лета 2018 года в рамках запущенной программы изъятия долларовой ликвидности (QT) баланс ФРС сократился на 230 миллиардов долларов. То есть эти деньги уже были изъяты из финансовой системы. А с 1 октября этот процесс ускорился и ФРС начало ежемесячно сокращать свой баланс на 50 миллиардов долларов. На 2019 год было запланировано изъятие с рынка 600 миллиардов. А ЕЦБ запланировал полностью остановить печатный станок с нового года.

Отсюда следует очень важный вывод. Мы подоברались к ключевому моменту и уже можем увидеть предпосылки кризиса и даже сможем довольно точно назвать время начала рецессии. Ключевым фактором порождения роста и его поддержки на протяжении нескольких лет послужила именно программа количественного смягчения QE и нулевые ставки от ФРС, а также от ЕЦБ и Банка Японии. Очевидно, что при окончании этих мер, начнется замедление и рецессия. Рынки неизбежно начнут падать после изъятия ликвидности.

Таким образом мне и удалось спрогнозировать наступающий кризис. Для этого достаточно было использовать необходимые предпосылки и сделать правильные выводы. А это вполне под силу каждому из вас.

\* \* \*

В одной исландской саге, есть такая фраза: «Снорри был самым мудрым человеком в государстве, только он был лишён дара предвидения». Чем больше я приглядываюсь к

прогнозам экспертов, тем больше мне приходит эта аналогия – мудрец, лишённый дара предвидения. Их самоуверенность огромна – они знают как свои пять пальцев, что и как следует делать. Только этого оказывается мало и наше общество каждый раз становится беспомощным при наступлении очередного кризиса. Птолемей совершенно искренне полагал, что Солнце должно вращаться вокруг Земли. Искренность отнюдь не является критерием истинности.

Прогнозами занимаются целые компании и институты. Их сотрудники предпочитают делать свои прогнозы, прибегая к тотальной мобилизации всех существующих методологических средств современной науки, от парадигм до теории игр, включая системный анализ, теорию вероятностей и прочее. Массив расчетов растет экспоненциально. Также они зачастую привлекают себе в помощь аналогию и интуицию, метафоры и парадоксы.

Жертвой этой гонки со временем становятся и сами учёные, и прочие эксперты. Пытаясь хоть как-то совладать с нарастающей лавиной знаний, они максимально ограничивают объект своих исследований, предельно сужают круг своих научных интересов, но всё равно не успевают следить за всей новой литературой, выходящей по их специальности, так что призыв «знать всё больше и больше о всё меньшем и меньшем» для массы специалистов превращается на практике в унылую констатацию «просто знать всё меньше и меньше». Возрастание темпов поступательного хода истории ста-

ло теперь уже очевидной истиной. Доказывать её – все равно что ломиться в открытые двери, и ученые ныне состязаются лишь в том, как наиболее ярко и впечатляюще изобразить эту истину и преподнести её своему руководству или общественности. Но усложнение организационной структуры, сужение специализации подразделений и сферы деятельности их сотрудников приводит к размытости общей стратегии компании и забвению её основной цели.

Как же в таких условиях компании составить свой план? Для этого необходимо сначала понять место компании на рынке, упорядочить цели и зафиксировать возможные варианты, с учётом окружающих обстоятельств. После этого сравнить достоинства различных вариантов и выяснить, насколько каждый из них соответствует вашим основным целям. Иными словами, вам нужно разобраться с результатами, которые заключает в себе каждый из вариантов, продиктованных вашими целями – добьётесь ли вы успеха, реализовав ту или иную возможность. Если вам удастся их всесторонне описать, то решение будет очевидным. Главное преимущество, которое вы получите, разобравшись с результатами – это понимание. Оно поможет глубже проникнуть в суть задачи и чётче осознать цели. Чем более досконально вы всё понимаете, тем выше вероятность сделать правильный выбор.

При этом ключевым является понимание ваших целей, пока вы не будете знать, чего хотите, никто вам не даст нуж-



ный результат. Этим зачастую и пользуются всякого рода консультанты, замещая интересы компании своим продуктом. Продавая клиентам неоправданно дорогие, а зачастую и вовсе не нужные заказчику продукты и решения.

Опишите возможные результаты наиболее точно, полно и определенно. Зачастую ни один из вариантов полностью не удовлетворит все ваши потребности. Такова жизнь. Поэтому выбор зависит от того, что для вас важнее в первую очередь. Важно понимать, что описать результаты не так легко, как кажется. Если ваше понимание места вашей компании на рынке и описание возможных вариантов будет неточным, неполным или неопределенным, вы рискуете угодить в одну из ловушек и сделать в итоге неправильный выбор.

Говоря о важности понимания результатов, вспоминается старая шутка об одной авиакомпании. Один из рейсов этой авиакомпании приземляется в аэропорту. Пилот сообщает пассажирам: «Мы прибыли раньше расписания. Но не в тот город». Также и с результатами. Если не разобраться в них, можно принять решение быстро, но едва ли это будет правильный выбор. Составьте таблицу результатов. Весь секрет в том, чтобы описать результаты достаточно ясно и подробно, но в то же время не слишком углубляясь в незначительные детали – помните, все таблицы статичны, а жизнь динамична. Не стремитесь всё расписать – это самообман.

Действуя в текущем году, следует заглядывать в следующие пять. Здесь снова проведу аналогию с управлением

автомобилем. Чем выше скорость нашего автомобиля, тем на большее расстояние необходимо обозрение предстоящего пути: при скорости менее десяти километров в час достаточно видеть дорогу на несколько шагов впереди себя, когда же скорость возрастает до ста и более километров в час, то необходимо пристально держать в своём обзоре пространство на сотни метров впереди, в том числе по обе стороны дороги, так как даже незначительные препятствия при их неожиданности, грозят катастрофическими последствиями. Прошлое, настоящее и будущее.

Возможно, кому-то настоящее кажется просто хрупким, неуловимым и постоянно изменяющимся, между подавляющим прошлым, находящегося вне нашей власти, и всецело предопределённым будущим. В действительности же объективные закономерности и тенденции, определяющие ход истории, отнюдь не проходят сквозь настоящее, как сквозь стекло, но фокусируются и преломляются в нём, как в гигантской линзе и формируют картину будущего.

\* \* \*

В сентябре 2018 года состоялось заседание ФРС, на котором объявили об очередном, третьем повышении ставки. Ключевая ставка в долларах выросла до 2,25%. Это повышение вывело ставку в положительную область впервые за 10 лет, имеется ввиду, что ставка стала выше уровня инфляции в США. В дальнейшем на декабрь было запланировано ещё одно повышение ставки до 2,4%. А на 2019 год ФРС запла-

нировало три повышения ставки. И рынок ожидал ужесточение кредитной политики, рост ставки.

В Еврозоне и Японии тогда реальные ставки находились глубоко в отрицательной зоне. Например, в Германии ставка ЕЦБ была около нуля, а инфляция превышала 2%. Грубо говоря, можно было взять кредит под ноль годовых, а за год этот кредит обесценится на 2% за счёт инфляции. Это называется стимулирующей политикой центрального банка. И важно понимать, что такая политика приводит к ослаблению местной валюты.

Отмечу, что после повышения ставки до 2,25%, доходности американских гособлигаций, 30-ти летние и 10-ти летние, снизились. Доходность по 2-х летним в течении нескольких недель до заседания постоянно обновляла посткризисные максимумы, а по длинным бондам доходность продолжала стагнировать. Доходность по 2-х летним составляла на тот момент 2,81%, а такая же доходность одним месяцем ранее была у 10-ти летних. И наметилась очевидная тенденция к тому, что 2-х летние и 10-ти летние уже скоро сравняются.

В октябре 2018 года продолжилось количественное ужесточение QT от ФРС по изъятию из системы ранее напечатанных долларов в рамках 3-х раундов программы QE с 2009 по 2014 год. На начало 2018 года баланс ФРС составлял 4,44 триллиона долларов. А на октябрь он уже составил 4,19 триллиона. То есть было изъято 250 миллиардов долла-

ров, а до конца 2018 года было запланировано изъять ещё 150 миллиардов долларов.

Начиная с октября 2018 года, программа количественного ужесточения QT вышла на полную мощность и изымала по 50 миллиардов долларов ежемесячно. На 2019 год было запланировано изъять 600 миллиардов долларов. А это уже очень существенная цифра. Для сравнения QE-2 (второй этап количественного смягчения действовавшая с ноября 2010 по июнь 2011 года) как раз равнялась 600 миллиардам долларов. И пока действовала эта программа рынок рос, а как только она закончилось сразу же начались неприятности на рынках. В 2011 году рынок американских акций закончился в нулях. И только третья по счёту программа QE вернула рост на американский рынок.

Также, начиная с октября 2018 года, Европейский центральный банк (ЕЦБ) сократил объем «печатания» денег с 30 миллиардов долларов до 15 миллиардов. И с января, как было запланировано, «станок» полностью прекратит свою работу. Новой ликвидности на рынках не будет.

Параллельно с этим наблюдался процесс увеличения убыточных IPO компаний (сокращение от англ. Initial Public Offering – первичное размещение акций, процесс продажи компанией или ранними инвесторами акций частной компании на фондовом рынке, в результате которого компания становится публичной, а бумаги доступными широкому кругу инвесторов).

В 2018 году в США доля убыточных IPO составляла 83% от общего количества компаний, разместившихся на бирже. А это уже было выше кризисного уровня времён «пузыря доткома» двухтысячного года.

Суть «пузыря доткома» была в том, что деньги могла привлечь практически любая компания, добавив к названию «.com». Это закончилось кризисом – индекс NASDAQ потерял за 2,5 года более 80% от своего уровня в марте 2000 года и восстановился лишь через 15 лет.

Началом эры доткомов можно считать 1994 год, когда был выпущен первый графический веб-браузер Mosaic Netscape. Через год после выхода браузера на рынок компания-создатель разместилась на IPO. Затем последовали Yahoo, Amazon и eBay. Стоимость их акций удвоилась в первые недели торгов. В это же время стал распространяться интернет-трейдинг. Теперь уже не надо было звонить брокеру, а достаточно было нажать пару клавиш и купить акцию. Желающих заскочить в уходящий поезд очередной «новой экономики» всегда было много, но теперь действительно у всех желающих появилась возможность это сделать, причём быстро. Amazon, разместившись в 1997 по \$18 за акцию, 16 декабря 98-го уже стоил 250\$. Аналитики пророчили ему 400\$ к концу следующего года. VA Linux Systems вырастают почти на 700% в первый же день торгов. В марте 2000 года NASDAQ достиг своего максимума. А уже в октябре индекс NASDAQ рухнул более чем на 70% с тех позиций, на кото-

рых пребывал в марте.

К 2018 году сформировался целый сектор компаний, который прозвали Profitless Prosperity Sector – то есть сектор безнадежного процветания. Популярные сервисы, которые не имеют прибыли и лишь плодят убытки.

У таких компаний нет прибыли, но они продолжают привлекать новый капитал, демонстрируя взрывной рост доходов. Особенность заключается в том, что чем больше дохода они показывают, тем больше денег они теряют. Это происходит, потому что дополнительный доход находится на отрицательной валовой марже.

Многие из этих компаний находятся в секторах, ориентированных на потребителя, где продукт не особенно уникален. Скорее, они используют более технологичный интерфейс для предложения существующего продукта и эффективно субсидируют потребителя, чтобы увеличивать продажи.

Одной из таких компаний является компания Lyft, которая провела IPO в начале 2019 года. Lyft это американский агрегатор такси, позволяющий пользователям находить с помощью интернет-сайта или мобильного приложения водителей, сотрудничающих с сервисом, и готовых подвезти их за умеренную плату. Сразу же после размещения акции компании пошли вниз и потеряли более 10%. Конечно, инвестбанки, нанятые для организации размещения, сделали свое дело и провели IPO по высокой цене, но дальнейшее падении

акции это уже не остановило.

Также показательна в этом плане история компании WeWork. Это американская компания по коммерческой недвижимости, которая предоставляет общие рабочие места для технологических стартапов и услуги для других предприятий. Компания считалась самым ценным технологическим стартапом в США. Соучредитель компании Адам Ньюман мечтал стать первым триллионером на планете. Затем компания подала документы на IPO, изложив в проспекте эмиссии свою финансовую ситуацию.

Предложенная оценка компании составляла 47 миллиардов долларов. Инвесторы и аналитики начали изучать суть отчёта и это породило волну негативных отзывов и комментариев. В результате через 33 дня предложение об IPO было отклонено биржей.

Удивительно, но в Кремниевой долине нередки случаи, когда инвесторы не ожидают, что их портфельные компании будут прибыльными. По крайней мере в кратковременной перспективе. Вместо этого они призывают сосредотачивать внимание на возможности стартапа в перспективе вырасти до масштабов, аналогичных Amazon.

Когда дело доходит до «справедливой стоимости» акций, никто не знает её лучше, чем инсайдеры, которые склонны агрессивно распродавать акции всякий раз, когда они видят, что цена их акций достаточно велика. Это, однако, может стать проблемой для более широкого рынка, так согласно ис-

следованию Smart Insider, рынок тогда являлся наиболее перекупленным со времен пузыря доткомов, так как руководители компаний в США сокращали акции в своих же компаниях самыми быстрыми темпами, через два десятилетия, на фоне опасений, что длинный бычий рынок акций достигает своей последней стадии.

Financial Times выпустил статью в 2019 году, в которой было описано, что корпоративные инсайдеры (как правило это генеральные директора, финансовые директора и члены совета директоров, а также венчурный капитал и другие ранние государственные инвесторы) до середины сентября продали совокупные акции в своих компаниях на сумму 19 миллиардов долларов. В годовом исчислении это составило 26 миллиардов долларов за год, что стало самым активным годом с 2000 года, когда руководители продали 37 миллиардов долларов на фоне головокружительных максимумов пузыря доткомов. Эти итоги 2019 года также установят посткризисный максимум, затмив 25 миллиардов долларов, проданных в 2017 году.

Манипулирование бухгалтерскими показателями приобрело фантастические масштабы. Показатель EBITDA – один из самых популярных финансовых показателей деятельности компании, имеющий важное значение при получении займов. EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации. Он считается наиболее простым



и понятным показателем доходности компании, не учитывает влияния решений менеджмента на объём капиталовложений и задолженности. В теории EBITDA показывает, какими средствами на выплату долга располагает бизнес. Но благодаря бухгалтерским корректировкам убытки превращаются в прибыли.

Наиболее креативный подход к подсчету EBITDA продемонстрировала собиравшаяся выйти на биржу компания WeWork: в отчёте 933 миллиона долларов убытка превратились в 233 миллиона «модифицированной прибыли» за 2019 год.

Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) дают достаточный простор для бухгалтерского творчества. Помимо частных коммерческих компаний манипулированием с бухгалтерией занимаются и остальные отрасли. Так Пентагон в 2019 году сделал бухгалтерских корректировок на 35 триллионов долларов, что превышало в полтора раза экономику США.

Финансы, для многих собственников, связаны с бухгалтером. Он отвечает за учёт расходов и доходов. Контролирует операции и следит за порядком в документах. Главная задача – вести бухгалтерию и отчитываться перед государством. Компании держат его в штате и платят зарплату, чтобы он уберегал компанию от штрафов. Бухгалтер работает на государство, а деньги получает от компании. Этот процесс имеет и обратный эффект – владельцы компаний пытаются мани-

пулирование бухгалтерскими данными, чтобы уменьшить отчисления в казну.

Вопрос финансов в бизнесе делится на 2 категории. Финансовое планирование и бухгалтерия. За планирование отвечает финансовый директор. Его задача планировать расходы: составлять бюджеты, искать способы снижения издержек, оптимизировать налоговые платежи и прочее. Его приоритет – смотреть в будущее, чтобы бизнес рос и деньги были всегда. У бухгалтера другие приоритеты – он отвечает за прошлое и настоящее время. Получить все закрывающие документы, выплатить зарплату и сдать отчеты.

Я сейчас говорю о правильном распределении в бизнесе. Конечно, могут быть исключения из правил, в которых бухгалтер закрывает все вопросы. Но это возможно только в небольшой компании. В малом бизнесе собственник зачастую выступает в роли финансового директора, когда штат небольшой и задач немного.

10 октября 2018 года американский рынок просел на три с лишним процента, снижаясь вторую сессию подряд. Вслед за ним рухнули азиатские биржи. Стало отчётливо проследиться падение силы тренда. Если посмотреть на динамику NASDAQ того года, то можно заметить, что постоянно происходят резкие коррекции, так называемые «медвежьи уклады». Крупные игроки периодически выходили из рынка.

Корпорации в том году проводили рекордные buyback'и, ФРС активно изымала ликвидность с рынка, сокращая свой

баланс. А новая ликвидность не появлялась. Если предыдущие годы корпорации брали кредиты под почти нулевую ставку, а затем эти средства пускали на выкуп собственных акций с рынка, то это перестало работать, с учётом тогдашнего уровня ставок в американской экономике. В Европе также прослеживалось падение. ЕЦБ завершал программу количественного смягчения и новой ликвидности не наблюдалось.

Ещё одним из факторов риска были пассивные инвестиционные фонды, рассредоточенные как в США, так и в остальных странах. У них под управлением находились активы на 7,4 триллиона долларов, сконцентрированные в акциях крупных, средних и небольших компаний США.

Пассивное инвестирование следует за трендом – притоки провоцируют дальнейший рост акций на растущем рынке, а оттоки усиливают их падение во время коррекции.

В 2007 году объём пассивного инвестирования составлял около 26% активно управляемых активов фондов, инвестирующих в крупные компании и компании любого размера США, и около 15% за пределами США. Через 11 лет, в 2018 году эти цифры выросли до 83% и 53% соответственно.

Объясняется это тем, что с 2009 по 2015 год ФРС держало ставку на нулевом уровне. Таким образом ФРС фактически выдавливало инвесторов из наличности и безопасных активов, заставляя принимать на себя риск и инвестировать в рынок акций.

О влияния на рынок низких ставок лондонский журнал

Spectator писал ещё в 1890 году:

"Более того, также увеличивается количество мелких спекулянтов. Отчасти это является результатом падения процентных ставок, которые, в противном случае, склоняли бы людей избегать риска, необходимого для роста потенциальных доходов; отчасти – увеличения привычки делать ставки, которая распространяется на всё; и отчасти – вследствие распространения неких финансовых знаний, которые, как мы опасаемся, очень часто черпаются из источников не лучше финансовых газет, которые появляются и исчезают в Лондоне каждый день и часто не придерживаются даже элементарной честности, предлагая свои "мнения". Соблазн спекулировать сейчас, действительно, очень велик."

С тех пор, за прошедшие 130 лет, рынок не изменился.

В ноябре 2018 года ФРС изъяла ещё 34 миллиарда долларов в рамках программы QT, баланс стал равен 4,139 триллиона долларов. В совокупности с повышением ставки это остановило рост на всех площадках, большинство биржевых индексов торговались в минусе. Год, когда почти всё росло, сменился годом, когда почти всё падает. Deutsche Bank заявил, что 89% активов в мире в 2018 году потеряли в стоимости (в предыдущем году 99% активов росло).

Уровень корпоративного долга в США по отношению к ВВП продолжал свой рост. С 2008 года корпорации нарастили свои заимствования на 2,5 триллиона. Вероятность череды корпоративных дефолтов нарастала на фоне сокращения

баланса ФРС и дальнейшего поднятия ставки.

За десять лет экспериментов с монетарными стимулами, Центробанки исказили рыночные механизмы и ценообразование. Фондовый рынок все дальше отдалялся от прогресса реальной экономики.

Рынок акций стал превращаться в производное от рынка опционов на те же акции. Хотя должно быть наоборот. Потоки в опционах поддерживали непрерывный рост большинства бумаг на бирже. Намечалась тенденция увеличения объёма торговли опционами на отдельные акции и становилось очевидным, что этот объём в скором времени превысит объём торгов этими самыми акциями. Также росла стоимость глобального рынка деривативов. Дериватив это договор между двумя участниками торгов на бирже, основанный на цене базового актива в будущем. Одна сторона обязуется исполнить обязательства по базовому активу, а вторая – принять права на его передачу в заранее установленный срок. Он используется либо для защиты от колебаний цены или процентной ставки, либо для спекуляции. Банк международных расчётов на конец 2013 года опубликовал статическое исследование, согласно которому количество деривативов на тот момент составило 710 триллионов долларов и рост продолжался. Одной из причин такого катастрофического падения во время кризиса 2008 года был крах на рынке деривативов.

На финансовом рынке зарождалась проблема нахождения работающих активов. Цены на финансовые активы расходят-

ся с их качеством. Хорошая компания больше уже не то же самое, что хорошая акция. Хорошие макроэкономические показатели страны больше не то же самое, что хорошая облигация.

Здесь показательна история некогда самой дорогой американской корпорации General Electric. Которая ещё полтора года до этого продавала одну акцию почти по 32\$, а под конец 2018 года просела почти до 7\$. Что было уже ниже значений кризиса 2008 года. А на пике в 2000 году она была одной из самых дорогих компаний, и достигала почти 60\$ за акцию. И таких примеров немало. В старейшем индексе Доу Джонс на данный момент уже нет ни одной акции, которая входила туда с самого начала. General Electric как раз последняя и покинула этот индекс. После этого General Electric, естественно, перестала влиять на индекс Доу Джонса. Именно так и создаётся легенда о том, что американские индексы всегда растут в долгосрочной перспективе – постоянно исключая из состава индекса компании, которые обанкротились или понесли крупные убытки и включая в него растущие компании.

Всё больше и больше финансовых активов переставали быть «работающими». Они покупаются в надежде, что кто-то заплатит за них больше в будущем. Именно этим частично можно объяснить феномен триллионов облигаций с отрицательной доходностью. Центробанки играли аналогичную роль.

Сужение спреда (разницы) между доходностью длинных и

коротких гособлигаций США продолжало нарастать. В нормальных условиях по длинным гособлигациям доходность должна существенно отличаться от коротких, логика в том, что будущие риски невозможно просчитать, а потому в будущем должна быть премия за эти риски.

Но доходность по 10-ти летним трежерис (ценные бумаги США, путем продажи которых, страна берет в долг) в 2018 году составила 3,07%, а по 3-х месячным 2,4%. Разница в доходности всего 0,67 процентного пункта. Для сравнения в 2014 году эта разница составляла три процентных пункта, в 2010 почти 4 процентных пункта. А вот перед кризисом 2008 года доходность по 3-х месячным трежерис даже превысила доходность по 10-летним облигациям. Аналогичная тенденция складывалась и в 2018 году.

К середине ноября 2018 года 90% вложений в акции, облигации, сырьё и металлы принесли инвесторам убытки. Об этом в своей статье тогда также написал The Wall Street Journal (в предыдущем 2017 году убытки принёс всего 1% классов). В публикации приводилась статистика немецкого банка Deutsche Bank за последние 117 лет – с 1901 по 2018 год. Результат 2018 года оказался худшим за всю историю наблюдений Deutsche Bank. Доля убыточных секторов бизнеса в общей структуре экономики превзошла показатели Великой депрессии и послевоенного времени. Прежний рекорд принадлежал 1920 году, когда убыточными стали 84% категорий активов. Третье место в рейтинге занял 1931 год с ре-

зультатом в 77%. Абсолютный антирекорд.

И хотя компании Уолл-стрит в том году не принесли доходов акционерам, однако это никак не сказалось на зарплатах руководителей. Доходы топ-менеджеров банков и финансовых компаний США (акции которых входят в расчет S&P500) в среднем выросли на 8,5% в 2018 году по сравнению с подъемом на 5,6% у CEO всех членов фондового индекса. При этом совокупный доход на акционерный капитал в финансовой отрасли был отрицательным и составил минус 17% против минус 5,8% в целом для всех компаний.

\* \* \*

Ранее я описывал важность прогнозирования и методику планирования. Теперь я бы хотел обратить внимание на то, что основополагающим для точности прогноза при планировании является умение правильно анализировать входящую информацию, выделять важное из информационного потока и затем корректно обрабатывать входящую информацию.

В нынешних условиях существования интернета, открытых отчётов крупных компаний сбор информации кажется простой задачей, но за этой простотой кроется сложность, в том, что информации становится слишком много и важная информация, смешиваясь с «мусорной» в голове наблюдателя превращается в белый шум.

Когда происходит какое-то событие важно его правильно «прочитать» и сделать вывод – какое оно имеет значения и имеет ли оно значение конкретно для вас, и если да, то какое.



В детстве я узнал, что скорость звука составляет 343 м/с. И во время грозы моим любимым занятием стало считать расстояние до молнии. Как известно, скорость света гораздо выше скорости звука и, увидев вдалеке молнию, я принимался считать про себя: раз, два, три... До тех пор, пока звук грома не доносился до моих ушей. Затем я брал полученную цифру и умножал на 343 – получал приблизительное расстояние до молнии. Таким образом я рассчитывал последствия увиденного и услышанного, а затем выстроив логическую цепочку последовательностей получал результат. Если восстановить цепочку информационных последовательностей, то можно достаточно точно спрогнозировать будущие события.

Входящая информация и её фильтрация очень важна. Помним выражение: кто владеет информацией – тот владеет миром. Как правило, наши взгляды на те или иные произошедшие или будущие события уже заранее сформированы до анализа и часто отражают изначальную предубежденность практически по любым вопросам. Наверняка, сначала вы увидели какую-либо негативную новость или положительный комментарий относительно интересующих вас будущих событий. Когда вы начинаете собирать более подробные данные, то подспудно начинаете больше внимания уделять той информации, которая подкрепляют изначальную точку зрения, и меньше той, что противоречит вашим убеждениям.

Существует такое явление как феномен Баадера-Майнхо-

фа. Суть в том, что, однажды услышав новое слово, мы начнём его встречать повсюду. А также будем находить всевозможные знаки и символы, подтверждающие нашу какую-либо гипотезу или суеверие.

Допустим, покупателю важно удобство, а продукт компании как-то не очень. Компаниям бессмысленно пытаться обмануть потребителя и выдвигать аргументы – клиент с легкостью их опровергнет. Но если заметить – «Мы специально сделали продукт угловатым. И из дерева. Для удобства». А после этого замолчать. В таком случае выше вероятность того, что человек сам придумает странное, но убедительное для него объяснение.

В зависимости от оптимистичного или пессимистичного настроения, закладываются завышенные или заниженные ожидания и меняется оценка рискованности тех или иных действий. Мало кто может быть честным перед собой и объективно ответить почему он предпринял то или иное действие. Если вы читаете мнения других аналитиков по интересующим вас событиям, принимайте во внимание, в каких целях они осуществляют свою оценку. Чем больше предвзятости в их анализе, тем меньше стоит ему доверять.

Полезность, которую человек приписывает последствиям той или иной альтернативы, зависит от состояния субъекта, а точнее, от структуры целей человека, который решает данную задачу – целей, направляющих его поведение и порождаемой присущей ему системой потребностей. Отсюда и про-

исходит пирамида потребностей – для голодного человек добывание пищи, имеет большую ценность, чем для сытого и, соответственно, у сытого появляются другие потребности.

Этот тезис ярко проиллюстрирован в рассказе Чехова под названием «Пари». Молодой юрист и богатый банкир как-то поспорили о смертной казни. Банкир был уверен, что пожизненное заключение более суровое наказание, чем смертная казнь, а юрист был противоположного мнения.

– Держу пари на два миллиона, – заявил банкир, – что вы не высидите и пяти лет.

– Если это серьёзно, – ответил ему юрист, – то держу пари, что высижу не пять, а пятнадцать лет.

Спор был заключён, и юрист сел в тюрьму. Когда приближался конец пребывания юриста в заключении, банкир обеднел и главной его целью было получение денег. Желая избежать выплаты, проигранной крупной суммы денег юристу согласно пари, банкир решил его убить. Для юриста же, наоборот, деньги к тому времени утратили всякую ценность. Более того, он даже стал их презирать, единственной его мечтой было освобождение. Для этого он задумал побег из тюрьмы и был готов рискнуть всем, только чтобы выбраться из заключения.

Сначала главной целью для юриста было получение денег, и он приписывал им большую ценность, чем собственной свободе. Но нахождение в заключении вызвали в нём радикальные изменения – и в результате свобода стала для

него буквально бесценным сокровищем.

Этот рассказ наглядно демонстрирует, что цели, к которым стремится человек, принимающий решение, играют принципиальную роль в процессе оценки последствий. Поэтому важно осознавать, что фундаментальные законы, управляющие процессом оценки, то есть определением полезности элементов множества однородных исходов, подвергаются изменениям под влиянием изменения целей того, кто принимает решения. Модификация структуры целей вызывает не только количественные, но и качественные изменения.

Также следует обратить внимание на эффект «проклятия знания». Сущность которого раскрыли в эксперименте в Стэнфордском университете – одна группа участников «выстукивала» на столе мотив известной песни, а другая группа должна была угадать эту песню. По мнению тех, кто выстукивал – песню должно было угадать не менее 50% слушателей. Но по факту лишь 2,5% отгадали мелодию.

Если вы что-либо уже знаете, то вы не можете этого не знать. Для специалистов посмотреть на проблему глазами менее информированных людей становится практически невозможным. Поэтому интуиция зачастую подводит нас при размышлении о поведении других людей или клиентов.

Важно помнить при создании и воплощении своих планов, что люди переоценивают свои возможности. Внутри себя мы уверены, что превосходим других. Опросы показыва-

ют, что 70% людей считают, что они выше среднего по уровню лидерства и только 2% думают, что ниже. А 25% считают, что они входят в топ 1% по своей способности ладить с другими людьми. 99% людей уверены, что их чувство юмора выше среднего. Подобная оценка, возможно, хороша для психического здоровья, но представление о себе как о харизматичном лидере, способном увлечь сотрудников идеей реализации стратегии, вовсе не обязательно разделяется коллективом.

Существует тезис о том, что, если на каждом этапе всё делать правильно, то в итоге вы обязательно получите верный ответ, а если ответ неправильный, значит, вы что-то сделали не так. Хотя точность ответа является главным критерием правильности действий в математике и физике – в оценке происходящих событий этого критерия недостаточно. Самые лучшие и тщательные оценки не будут совпадать с результатом. Так как большинство оценок изначально ошибочны.

Даже если информационные источники безупречны, любые ошибки, возникающие в процессе преобразования исходной информации в прогнозы, складываются в суммарную погрешность оценки. Это является критическим недостатком прогноза на основании метода Ферми.

Последние десятилетия оценка информации усложняется из-за доступности интернета и информации. Приступая к оценке, необходимо задавать себе фундаментальный вопрос:

насколько детальным должен быть процесс? Теоретически, чем более подробным будет ваш анализ, тем более точным обещает быть ваш прогноз, но это главная ошибка. Ведь все данные содержат в себе ошибки и ошибки складываясь одна с другой производят кумулятивный эффект и в результате, из-за накопленных ошибок, вы имеете прогноз, не имеющий с действительностью ничего общего. Оценочные модели при этом получаются более сложными и непрозрачными.

С изменениями окружающей обстановки меняются и запросы потребителей, и под угрозой вымирания оказываются ещё вчера успешные компании. Для существования любой компании основополагающим является вопрос – как снизить риск и как правильно встроиться в цепочку получения прибыли.

Представим Древний Мир. Люди ещё не в курсе о существовании Америки, Австралии и ещё множества островов. Даже соседние страны изучены из рук вон плохо. Буквально за околицей ходят люди с пёсыми головами. Но тем не менее, на картах «белых пятен» нет. Известно всё. А если неизвестно – значит «там обитают драконы». Такой вот «донаучный» стиль мышления.

И он очень распространён среди современных аналитиков. В особенности финансовых. Которые заявляют на презентациях буквально следующее: «Мы учли абсолютно всё. Вот слайд с перечислением рисков и способов их минимизации». Выглядит убедительно и красиво. Но тогда не понятно

почему, несмотря на огромное количество аналитиков, большинство компаний банкротятся при наступлении кризиса, а инвесторы теряют деньги.

На картах, относящихся к эпохе великих географических открытий, куча пустых мест. Выглядит не совсем симпатично. Зато честно – признаются, что чего-то не знают. И мотивируют остальных исследователей – вот сколько ещё всего можно сделать.

Знать то, что ты чего-то не знаешь не так уж и плохо. Это задаёт направление дальнейшего развития. Меня всегда поражал контраст между добросовестным учёным, рассказывающим, как много неясного в его научном направлении, и аналитиком, уверенно презентующем свои прогнозы роста рынка и предполагаемые доходы с проекта.

Критически важно отличать достоверную информацию от искажённой. Люди не всегда мыслят рационально. Это данность, которая обусловлена принципами работы нашего мозга, выработанными в процессе эволюции. Условно разум можно поделить на две Системы, естественно, это допущение слишком упрощённое, но это позволит понять причины искажений. Первая система генерирует решения и гипотезы быстро – «если коснуться горячего предмета, то рука отдёрнется». Вторая система принимает решения путём логических рассуждений. Первая система предлагает несколько быстрых вариантов и гипотез, а вторая принимает их или отвергает. Второй способ мышления медленный и энерго-

затратный. Поэтому логическое рассуждение используется людьми реже, так как требует больших усилий.

Так, галочка «по умолчанию согласен» позволила увеличить количество согласных на донорство в Швеции до 86%. А в Дании, где при получении прав необходимо самостоятельно принять осознанный выбор и поставить согласие количество согласных на донорство составило 4%.

Мы активно защищаем свой выбор, даже если он был неверным. Из-за того, что мы принимаем много решений не задумываясь, наш выбор основан на прошлом опыте подобных выборов.

Пример: участникам исследования было предложено выбрать один из двух подержанных автомобилей. Им предоставили информацию о машинах, их особенностях и характеристиках. После личной оценки, участники эксперимента сделали свой выбор. Через неделю участникам напомнили, какой вариант они выбрали и снова дали список особенностей обеих машин. Но в этот раз некоторые положительные и отрицательные качества автомобилей были изменены. И они значительно отличались от тех, которые были предоставлены им неделю назад. Участникам вновь предложили сделать выбор, основываясь на новых фактах. Практически все испытуемые поддержали свой первоначальный выбор.

О том как наш мозг работает и воспринимает информацию существует показательный эксперимент, который каждый из вас может провести самостоятельно. Для этого необ-



ходим нарисовать на листе бумаги два кружка в сантиметрах 10-15 друг от друга. Затем положите лист перед собой и закройте правый глаз. Левым смотрите на правый кружок, наклоня и поднимая голову от листка. И в какой-то момент левый кружок исчезнет.

Это объясняется тем, что в задней части сетчатки фоторецепторы отсутствуют. Поэтому у нас нет данных, что находится в этой зоне. И если бы наше восприятие отражало то, что мы действительно видим, то в поле зрения всегда бы присутствовало пустое пятно в реальности. Но его нет. Потому что мозг постоянно дополняет и конструирует реальность. Заполняя этот пробел тем, что, по его мнению, наиболее подходит к ситуации, полагаясь на данные из соседних областей. Поэтому для нас часть окружающего мира вовсе не видима и создана нашим собственным мозгом.

Человеческое зрение дорисовывает окружающий мир и создаёт иллюзию и ценность. Ярким примером служит решётка Германа – это оптическая иллюзия, суть которой в том, что ваши глаза не смогут увидеть одновременно все 12 точек, изображённых на картинке. Так как они располагаются именно в тех местах, в которых максимально выражен эффект «зрительного торможения». Человеческое периферическое зрение работает не так хорошо, как нам хотелось бы и мозг просто додумывает некоторые фрагменты нашей периферической картины, и решётка Германа ярко иллюстрирует этот феномен.

Кроме того, наши глаза постоянно находятся в движении, точнее движутся микросаккадами. Это самое быстрое движение, на которое способно тело человека. Невооружённым глазом это скачкообразное движение не заметишь. Всё дело в том, что человеческий глаз не способен видеть статические (недвижимые предметы) и чтобы его увидеть нам надо либо трясти этот предмет, либо трясти сам глаз, как это и устроено у нас с вами. Если мы попытаемся снять видео, размахивая при этом телефоном, то результат будет плохим. Видео получится смазанным. Хорошее изображение получится, если камера будет неподвижна. Поэтому наш мозг «вырезает» из полученных от глаз данных все периоды движения. А чтобы картинка была не размытой наш мозг компоует все размыты кадры в один, формируя не размытую картинку. И кроме того, дорисовывает качество изображения на периферии зрения. В результате у нас создаётся впечатление, что мы воспринимаем мир чётким и цветным. На самом деле это не так. В фокусе и полном цвете человек видит только малый фрагмент поля зрения. А ближе к периферии картинка становится всё более размытой и менее цветной.

Это известно маркетологам, поэтому существует правило, что если товар выложен на периферийных полках в супермаркете или текст на сайте далеко от фокуса внимания, то он должен быть в разы ярче и крупнее, просто ради того, чтобы его хотя бы заметили. Более того, он должен распознаваться даже в размытом виде.

Чужие истории также могут создать нам размытую картину окружающего мира. Когда мы читаем истории успеха или чужих удач, в нас пробуждаются различные эмоции – от зависти и гнева до оптимизма и воодушевления. Но это пустая трата душевных сил. Ведь рассказ о чужом успехе ничего не стоит без данных о том, сколько людей потерпели на том же пути неудачу.

За каждой успешной историей скрывается череда неудач самого героя и неудач других людей, которые не сумели их преодолеть. Увлечение чужими историями успеха может быть опасным тем, что вы либо потратите время на реализацию чужих советов, либо попадёте в ловушку иллюзии, что ваши ошибки на самом деле – дорога к успеху.

Изучая чужие истории успеха, и игнорируя истории неудач остальных, кто не добился на том пути успеха, вы рискуете совершить так называемую «ошибку выжившего».

«Ошибка выжившего» это классический пример из истории Второй мировой войны: как математик помог американским пилотам бомбардировщиков чаще возвращаться на базу живыми. Наблюдая вернувшиеся на базу изрешечённые пулями бомбардировщики, армейское начальство решило, что необходимо укрепить те части корпуса, которые больше всего пострадали от пуль: нижняя часть корпуса, крылья и хвостовая часть возле стрелковой турели. Ведь очевидно, что в них попадали чаще.

Но математик обратил внимание командования на то, что

настоящей угрозой являются не те повреждения, с которыми самолёты возвращались домой, а те, которые их уничтожали – и которые поэтому изучить было нельзя. Если с отверстием от пули в крыле самолёт смог долететь, то необходимо смотреть туда, где отверстий нет – возможно потому, что туда не попали, экипаж и смог вернуться живым. Уже после войны, когда подбитые самолеты доставали из болот, было выявлено, что они были повреждены как раз в те места, которые у прилетевших оставались целыми.

Это яркий пример, иллюстрирующий так называемую «Ошибку выжившего» – обобщение данных только на основе удачных результатов.

Сейчас пользуются большим спросом книги об успешных людях. На их тренинги ходит множество последователей, которые тщательным образом записывают, что и как они делали, чтобы потом самому это повторить. В результате наступает разочарование, когда, выполняя те же действия – результат получается совершенно иной. Любой успех – это синтез личных качеств и удачи. Даже если взять того же самого Билла Гейтса и предложить начать всё сначала – он не получит того же результата, который есть у него сейчас. Он может быть лучше или значительно хуже, как повезёт.

\* \* \*

Бумажный стаканчик кофе, который вы, возможно, купили сегодня утром по пути на работу, представлял для вас определённую ценность: горячий, бодрящий и с приятным

вкусом, в начале холодного дня. У этой ценности есть ценовой эквивалент – сумма, которую вы заплатили за него. Ваша покупка не заняла много времени и не составила особого труда. Но в действительности стаканчик кофе у вас появился благодаря очень длинной и сложной цепочки действий – начиная от выращивания и сбора кофе, производства стаканчика и всех последующих за этим производственных и логистических действий. Каждая отдельная деятельность, которая осуществляется внутри каждого предприятия и во вне его, влияет на цену конечного продукта. В сложном процессе по доставке кофе для вас приняло участие множество компаний и людей, осуществляющих непосредственно процессы создания ценности (переработка, перевозка и т.д.), так и вспомогательные (учёт, аудит, контроль). На каждом этапе создания ценности повышалась и цена, так как каждый участник добавлял к ней свой маржинальный доход.

Большинство компаний зачастую плохо представляют себе внутреннюю цепочку создания ценности, а из всех участников цепочки знают в лучшем случае только своих «соседей». И в современном мире, где любые производственные цепочки стремятся к сокращению, анализ этой цепочки становится насущной задачей, чтобы вовсе не выпасть из этой цепочки.

Возьмем для примера одну из оптовых компаний, которая после анализа с большим неудовольствием для себя обнаружила, что:

– Компания получает наименьшую маржинальную прибыль среди всех участников в цепочки;

– Компания, наконец, осознала, что спрос формируется в самом последнем звене цепочки, то есть конечным потребителем продукта, в примере с кофе это были вы. При этом компания никак не взаимодействовала с потребителем и не имела представления о его потребностях. Своими клиентами руководители компании ошибочно называли мелких дилеров и мелких оптовиков;

– Даже потребности дилеров компания знала очень плохо. В частности, компания уделяла гораздо большее значение бренду продукции (из-за чего производила дополнительные траты для заказа товаров под своим брендом в Китае), чем её дилеры, которым по большому счёту было абсолютно всё равно;

– Оглядевшись вокруг, компания обнаружила ряд существенных угроз со стороны «соседей» в цепочке. Например, её дилеры объединялись на специальных интернет-платформах, чтобы закупать товар у её поставщиков в Китае напрямую.

– Сделав анализ внутренних процессов и разделив их на создающие ценность и вспомогательные, менеджмент компании осознал, что несёт самые большие расходы на процессы, практически не создающие ценности даже для дилеров. Такой вот наглядный пример.

Анализ цепочки позволяет стратегически переосмыслить

будущее компании. Запросы потребителя меняются стремительно, и даже самый устойчивый бизнес внезапно может обнаружить, что он стал участником цепочки по созданию ценности, которая больше никому не нужна. Целые розничные сети, офисы по продажам авиа- и железнодорожных билетов, пункты приёма платежей за мобильные услуги практически либо вымерли полностью, либо находятся под угрозой вымирания под давлением новых потребительских ценностей: экономии времени, удобства, возможности расплачиваться с помощью телефона и прочее. Но для некоторых сегментов бизнеса эти сдвиги означают новые возможности – например, растёт сегмент курьерской доставки продуктов и готовой еды.

Очевидным становится то, что даже компании, создающие ценности и не находящиеся сейчас под угрозой исчезновения, должны постоянно думать о том, как и за счет чего они могут максимизировать свою ценность, и как следствие маржинальную прибыль. Приведу семь вопросов, которыми полезно заняться во время стратегического анализа:

Из каких звеньев состоит цепочка, в которую встроена ваша компания, и каков заработок остальных участников?

В чём заключается ценность конечного потребителя цепочки, а также входящих звеньев?

Какие основные тенденции изменения ценностей и какие угрозы они несут для вас?

Что может предпринять ваша компания для повышения

ценности продукта для себя и для «соседей» по цепочки, чтобы повысить свою маржинальность?

Какие угрозы несёт в себе окружающие изменения для вашей цепочки и для её отдельных звеньев и существует ли риск сокращения цепочки за счёт платформенных или иных решений, и кто при этом пострадает в первую очередь?

Какие возможности несёт в себе изменяющаяся внешняя среда и сможете ли вы при этом выдавить других участников цепочки и забрать их маржинальную прибыль?

Сколько стоят с точки зрения понесенных издержек все основные процессы вашей компании (например, закупка, логистика, производство, дистрибуция и т.д.)? Какие из этих процессов влияют на ценность конечного потребителя и следующего звена, а какие нет? Соответствует ли стоимость ключевых процессов их вкладу в конечную ценность продукта? Не тратит ли компания на вспомогательные процессы больше ресурсов, чем на основные? Что именно нужно изменить в подходе компании, чтобы исправить это?

Цепочка создания ценности – это сложное, многоступенчатое множество процессов, которые переплетены между собой. Часть этих процессов происходит внутри вашей компании. Системный анализ всех процессов цепочки зачастую помогает найти новые стратегические инсайты и идеи как для развития компании, так и для предотвращения возможных угроз.

\* \* \*



В начале декабря 2018 года произошла первая инверсия на кривой доходности американских гособлигаций. Доходности по 2-х летним и по 3-х летним бумагам превысили показатель по 5-ти летним. Такая инверсия является одним из ключевых процессов предшествующей рецессии. Перед рецессиями 2008, 2001 и 1990 года в США наблюдался отрицательный спрэд (разница) между доходностями 10-летних и 2-летних облигаций.

Кривая доходности представляет собой кривую, показывающую доходности или процентные ставки по разным выпускам облигаций. Обычно, чем дальше дата погашения облигации (дольше срок её обращения), тем выше доходность такой облигации. Кривая доходности может быть построена для любой облигации, но есть одна конкретная кривая, которая важнее всех остальных. Когда доходность долгосрочных облигаций равна доходности краткосрочных, кривая становится «плоской». И когда доходность долгосрочных облигаций опускается ниже краткосрочных, кривая становится «перевернутой» (инверсия).

По сути, таким образом в рынке уже закладывалось будущее снижение ставки несмотря на то, что наоборот анонсировалось ещё одно повышение ставки. ФРС к тому моменту с конца 2015 года уже восемь раз повышало ключевую ставку, каждый раз на 0,25 процентного пункта и в декабре анонсировало очередное повышение.

В конце 2018 года Bloomberg выпустил статью, в которой

написал, что тот год стал худшим по доходам от инвестиций за последние пятьдесят лет. Речь в статье шла о том, что не работала ни одна стратегия – ни акции крупных компаний или фирм малой капитализации США, ни международные акции, ни бумаги развивающихся стран, ни казначейские облигации США, ни бонды инвестиционного уровня, ни сырье или недвижимость. Большинство из этих активов дешевели, а рост немногих остальных измерялся в процентах однозначными цифрами – не более 5%. Такое явление последний раз наблюдалось в 1972 году. Ситуация уникальная. Обычно, когда одни активы дешевеют, другие растут. Во время финансовой катастрофы 2008 года казначейские бумаги США, например, демонстрировали рост. В 1974 году ярким пятном на общем мрачном фоне были сырьевые товары. В 2002 году были инвестиционные фонды недвижимости. В 2018 году ничего подобного не наблюдалось.

При это прогнозы ведущих экономистов и стратегов в начале 2018 года были оптимистичными. Их общим выводом было то, что этот год будет очень позитивным на финансовых рынках, так как мировая экономика должна показать самые высокие темпы роста за последнее десятилетие. Так, например, все аналитики, опрошенные журналом *Baron's*, в предыдущем 2017 году, ждали роста индекса S&P 500 в наступающем году. Но вопреки их прогнозам на конец 2018 года индекс упал до минус 7% с начала года. А по факту инвесторы находились в минусе почти по всем классам активов

с начала года. Немецкий биржевой индекс Дах к тому времени снизился более чем на 20% от максимумов года. Тот, кто поверил в оптимистичные прогнозы аналитиков потерял убытки.

Почти каждый кто интересуется акциями хочет услышать мнение от кого-то другого, от аналитиков, что будет с рынком. Причины этого спроса на внешний совет лежат в области биохимии. Человеческий мозг потребляет около 20% всей энергии, которая поступает в организм. Поэтому организм использует каждую возможность эту энергию сэкономить, а ничто так не способствует быстрой экономии энергии, как замедление работы мозга. Есть исследования на основе МРТ головного мозга, которые показывают, что прослушивание финансовых экспертов на время отключает некоторые его когнитивные функции. Выражаясь проще, когда вы слушаете очередного эксперта на CNBC, вы перестаёте думать. Это хорошо с точки зрения экономии энергии, которая ушла бы на активность мозга, но плохо для понимания настоящей ситуации на рынке. Что в свою очередь может пагубно отразиться на вашем финансовом состоянии.

В психологии существует эффект доктора Фокса, который заключается в том, что лектор, выступающий перед аудиторией, своим ораторским мастерством, артистизмом, выразительностью и доброжелательностью к публике может скрыть всю бессмысленность и бесполезность лекционного материала. Всем известно, какое сильное воздействие на публику

могут оказывать хорошие ораторы. Но на практике всё гораздо тоньше и интереснее.

В 1970 году на обучающую конференцию, проходившую в медицинской школе Калифорнийского университета, были приглашены специалисты – кандидаты медицинских и психологических наук. Перед ними выступал с докладом некий Майрон Фокс, представленный как доктор наук. После лекции слушатели высоко оценили содержательность и полезность лекционного материала.

Загвоздка заключалась в том, что в роли лектора выступал специально приглашенный актер, который не имел ни малейшего представления о той научной области, по которой делал доклад. По заданию экспериментаторов (а вся эта лекция являлась экспериментом) «доктор» Фокс серьезно подготовился – проработал образ эксперта, в качестве которого и был представлен публике. В своей речи он использовал научные термины, взятые из настоящих научных статей. Правда, употреблял он их хаотично, без какой-либо логики. Весь доклад был выдержан в наукообразной манере, хотя был бессвязным, противоречивым и незаконченным. В то же время доктор Фокс был эмоционален, доброжелателен к слушателям, вел себя как настоящий авторитет в своей области. И ведь на бессмыслицу клюнули не простые обыватели, а настоящие специалисты, кандидаты наук. Форма в очередной раз главенствует над содержанием. А представьте, какой будет эффект, если перед аудиторией будет выступать не

незнакомый специалист, а известная публичная харизматичная личность.

Подобно подставному актеру деятели лженауки выхватывают термины и целые фразы из научных источников, зачастую даже не понимая их смысла и искажая контекст их использования.

Существует множество таких «говорящих голов». И главное для них – поддерживать свои рейтинги, но от реально-го бизнеса и инвестиций они далеки и зарабатывают красноречием: о том, что такая-то компания или валюта будет расти, а другая наоборот, что та или иная акция перспективная и прочее. Но надо помнить, что и палка раз в год стрелит, а вот если они сквозь череду своих ошибок и промахов вдруг случайно попадут в цель, то об этом непременно трубят на каждом углу.

В своё время я тоже слушал всевозможных аналитиков, экспертов, докторов наук. И всякий раз их речи не совпадали с реальностью. Их рассказы, приправленные неизвестными обывателю терминами, создают образ эксперта, за которым зачастую стоит абсолютная пустота, тщательно спрятанная за всевозможными сертификатами, международными дипломами и степенями. А отдельная их работа с бумагами как была на уровне казино, так и осталась. Только от всех их словоблудий страдают люди, слушающие их. Каким образом?

Самое распространённое – это слепое следование прогно-

зам и советам. Кто-то скажет, что нужно думать своей головой и будет одновременно прав и неправ. Разве все являются финансовыми экспертами? Нет. Просто мир финансов исключает доверчивость и простодушие – необходимо быть расчётливым и прагматичным. Именно поэтому я не даю публичных рекомендаций, зная, что их могут прочитать люди разного уровня подготовки, и некоторым эти рекомендации скорее навредят, чем помогут.

Вторым фактором, почему люди страдают от «говорящих голов», является расчет на то, что специалист поможет им заработать. Только вот загвоздка в том, что эти специалисты и сами ничего не знают. Достаточно взглянуть на статистику их прогнозов. Если вы считаете, что знаете всё о компании, изучив информацию из общедоступных, пусть даже платных ресурсов, то вы заблуждаетесь и на самом деле ничего о ней не знаете. Рынком правят скрытые процессы. Поэтому писать ресёрчи (исследования) на акции – это абсолютно бесполезное занятие и в конечном итоге сводится к теории вероятностей.

Меньше слушайте «говорящие головы», а если и слушаете, то помните, что они знают не больше вашего. Если бы знали, то точно молчали и тихо собирали бы прибыль. И чем быстрее вы это усвоите, тем больше финансов и нервов себе сохраните.

В последнее время тема независимого финансового консалтинга становится хайпом. Появляются курсы по подго-

товке независимых финансовых советников, в интернете – множество рекламных объявлений с призывом обратиться к «профессионалам», и всё в этом роде.

На самом деле неприятно осознавать, что ты рискуешь своими деньгами на основе чьих-то историй. А истории эти в свою очередь подчиняются финансовым интересам рассказчика, который живет по законам жанра, например, финансового ТВ или платных подкастов. По оценке автора книги "Value Investing" Джеймса Монтье, от 80 до 90% профессиональных управляющих свои решения основывают на прогнозах.

Проблема таких прогнозов в том, что они не сбываются и имеют мало общего с действительностью. Точнее, сбываются, но гораздо реже, чем можно было бы использовать для получения преимущества в принятии тех или иных решений. То есть путем случайных совпадений рано или поздно в той или иной степени они угадывают, но никак не прогнозируют. Усугубляет ситуацию тот факт, что те прогнозы, которые даются наиболее уверенными в себе экспертами, в итоге оказываются хуже всего. Ведущие аналитики довольно часто ошибаются в фундаментальном анализе и увлекают за собой в пропасть множество последователей.

Из своих наблюдений отмечу, что людям нравится слушать и читать тех экспертов, которые постоянно предсказывают кризис, обвал рынков, медвежий рынок. Суть в том, что таких экспертов меньше и они выглядят «умнее» на фоне их

оптимистичных коллег. Но они ничем не отличаются в плане прогнозирования от своих коллег и также просто угадывают те или иные кризисные события.

Особенно умными они выглядят в моменты, когда рынок, действительно, сильно падает, и тогда все забывают о том, что эти же эксперты предсказывали это падение почти каждый квартал на протяжении нескольких лет. Это как с неработающими часами, которые два раза в сутки показывают абсолютно точное время, но в остальном бесполезны.

В повседневной жизни желательно помнить правило Боба Фаррелла №9, которое гласит: «Когда все эксперты сходятся в прогнозе – произойдёт что-то другое».

Наш мозг «ленив». Мозг – крайне ресурсозатратный орган и поэтому он вынужден экономить энергию. Именно поэтому нас автоматически тянет к самой простой альтернативе в любой ситуации. Мозг подсовывает нам на уровень сознания те аргументы, которые делают простую альтернативу привлекательнее.

Пойти учиться: «мало денег, а вдруг туфта, да и зачем потом эти знания». Открыть бизнес: «нужны деньги, а вдруг не пойдет и идеи нет». Стартовать новый проект на работе: «надо всех уговаривать, провалится – меня же и обвинят». Новые варианты действий сковывают нас и вызывают страх. Мозг намекает, что мы ещё недостаточно готовы, у нас нет необходимого опыта, квалификации или образования. И вообще уже поздно что-то предпринимать. Страх не предрека-



ет успеха. Поэтому для людей то, что проще – всегда выглядит привлекательней.

Мозг заставляет нас сделать выбор в пользу простоты. Поэтому не заставляя себя, не возведя сопротивление «лёгкому пути» в привычку, мы неуклонно начинаем скатываться по наклонной простых выборов, упрощая свой интеллектуальный потенциал.

Подопытные крысы бегают в лабиринте и нажимают на кнопки. Неразумные крысы. Только и мы тоже всю свою жизнь жмём на кнопки: кнопки домофона, лифта, смартфона. Нажимаем на кнопку вендингового автомата и получаем стаканчик кофе. При этом мы не знаем, что происходит внутри и нам это не важно. У людей сформирован условный рефлекс – мы привыкли нажимать на кнопки и получать результат.

А зачастую кнопки не имеют своего функционала и представляют собой плацебо. Например, в Нью-Йорке почти половина кнопок у пешеходных переходов, переключающих сигнал светофора, не работает. Сейчас это делает компьютер, кнопки отключены. Но люди продолжают их нажимать, потому что сигнал светофора в общем-то меняется. Польза от них только воображаемая и они выполняют функцию механического плацебо.

Кнопки плацебо позволяют людям ощутить контроль над происходящим, и кажется, что после нажатия кнопки какой-то эффект всё-таки есть. Поэтому зачастую в своих га-

джетах вы можете увидеть кнопки «обновить», «оптимизация быстродействия», «калибровка», «повышение точности» и прочее – условный рефлекс заставляет людей воображать желаемый результат.

Когда мы видим осьминога Пауля, который предсказывает результат чемпионатов мира по футболу, то в глубине души мы ему не очень доверяем. И понимаем, что животное вряд ли хорошо разбирается в футболе.

А вот спортивные эксперты или финансовые аналитики совсем другое дело. Система Коппета предсказывала ежегодную динамику индекса промышленных акций Доу-Джонса и за 19 лет была допущена лишь одна ошибка. Такие результаты внушают доверие. Однако Коппетт был спортивным журналистом и основывал свои предсказания на результатах финала Суперкубка по футболу в США. И, несмотря на такую шуточность прогноза, он 18 раз угадал из 19.

Аналогичные издевательские исследования проводят в США сотрудники Wall Street Journal. Начиная с 1988 года они демонстрируют, что даже обезьяны способны обыграть профессиональных управляющих инвестициями. Так в апреле 2019 года по итогам прошлогоднего исследования, профессиональные инвесторы заработали минус 9,7%. А журналисты, бросавшие дротики в списки эмитентов (такой вот аналог обезьяны), и на основании этого сформировавшие свой портфель акций, заработали почти +17,3%.

Из этих исследований следует несколько выводов. Пер-

вый, что люди крайне плохо предсказывают будущее и поэтому лучше иметь запасной «план Б» и быть готовым к неожиданностям. Второй вывод – осьминогу Паулю, в отличие от бизнес-аналитиков, ещё и не надо платить зарплату. И возможен третий вариант – это самостоятельно проанализировать входящую информацию, окружающую действительность и составить правильный прогноз.

\* \* \*

В декабре 2018 года Европейский центральный банк (ЕЦБ) объявил о конце программы покупки облигаций, то есть прекращение программы количественного смягчения, остановки «печатания денег». Программа QE была запущена ЕЦБ в марте 2015 года с декларируемой целью, аналогичной в США, разогнать цены на активы и дать толчок экономическому росту. За четыре года ЕЦБ приобрёл облигаций на сумму 2,6 триллиона евро и к концу 2018 года баланс ЕЦБ составлял 4,6 триллиона евро, что эквивалентно более 40% выпуска продукции. Регулятор активно скупал облигации и проводил эмиссию денежных средств в экономику. Это помогло держать процентные ставки в Еврозоне на низком уровне и стимулировать экономический рост.

Одновременно с завершением количественного смягчения, ставки по депозитам и кредитам оставили неизменными до лета и продолжили реинвестирование купонных платежей выпущенных облигаций.

Таким образом второй мегарегулятор наравне с ФРС

США начал цикл снижения мировой ликвидности на глобальном рынке. Результатом эпохи QE, как в США, так и в Еврозоне, стала инфляция на рекордно низком уровне с риском перехода в дефляцию и экономика вплотную приблизилась к рецессии.

Через несколько месяцев, в марте 2019 года, Bloomberg выпустит статью под названием: "Низкая инфляция в США – невыносимая загадка для Федерального резерва".

Из этого напрашивается вывод, что то, что написано в учебниках по экономике о том, что такое инфляция и о её причинах неверно. А это значит, что и другие аспекты стандартной макроэкономической теории тоже неверны, так как она претендует на целостность. Например, что кривая Филлипса не имеет никакого смысла. Эта кривая показывает обратную зависимость между инфляцией и безработицей (чем быстрее растут цены, тем меньше безработных) и которая десятилетиями служила чиновникам и экспертам, ответственным за экономическую и монетарную политику. А следовательно все эксперты и аналитики оперирующие данной концепцией показали свою некомпетентность, а не понимая происходящих процессов они не могут прогнозировать и будущие процессы.

В том же месяце вышла статья в газете Asia Times, в которой говорилось о том, что отношение долга к ВВП Японии превысил 250%. Инфляция была на низком уровне и составляла 0,2%. Это при том, что в Японии с 1999 года нулевые

ставки. Важно отметить, что даже спустя 30 лет после своего падения в 1989 году, японский индекс Nikkei до сих пор пребывал на 30% ниже того уровня.

Япония первой в мире запустила «количественное смягчение» QE, в 2001 году. То есть всё то, что сделал ФРС, а за ним и ЕЦБ в 2009 году было уже опробовано в Японии.

В 2018 году 10-ти летняя гособлигация в Японии давала минус 0,04%. То есть кредиторы доплачивали за право кредитовать погрязшую в долге страну с практически не растущим ВВП. Кстати, баланс Банка Японии выше, чем ВВП страны и входит в топ 10 акционеров 40% компаний индекса Nikkei 225 (важнейший фондовый индекс Японии). Банк Японии покупает больше японских акций, чем все иностранные инвесторы вместе взятые. Также он доминирует на рынке японских облигаций. Мизерный рост ВВП и постоянная угроза дефляции вынуждает ЦБ постоянно печатать деньги. Если ЦБ перестанет печатать деньги, то сразу же начнут расти доходности по гособлигациям. А поскольку уровень госдолга Японии превышает 200% ВВП, то любой рост доходностей моментально поднимет вопрос неплатёжеспособности правительства. Поэтому «печатный станок» работает непрерывно. Вот такой замкнутый круг получился в Японии на начало 2019 года.

Аналогичные процессы наблюдались и в Еврозоне. Но важное отличие в том, что Япония – это монолитное государство, а Еврозона довольно разностороннее образование.

ЕЦБ только прекратил программу количественного смягчения, как тут же выходящая статистика показала дальнейшее замедление экономики. И руководство ЕЦБ стало сразу же обещать, что будет готово использовать все инструменты в своём арсенале для поддержки экономики и инфляции. Очевидно, намекая, что готовы опять включить «печатный станок». По сути, тем самым показывая своё бессилие. А потому ни о каком устойчивом росте говорить не приходится. Таким образом и ЕЦБ, и Банк Японии оказались в схожих критических ситуациях.

В Китае в 2018 году наблюдался рекордный дефолт по облигациям.

В США был зафиксирован рекордный в истории дефицит бюджета для ноября, в 2018 году он составил 205 миллиардов долларов, что на 48% было больше, чем год назад. Корпоративный долг в США находился на рекордных максимумах в процентах от ВВП. Величина долга превысила значения, которые были в предыдущих кризисах – «доткомов» в начале нулевых и ипотечном кризисе 2008 года.

Четвёртый квартал 2018 года оказался худшим годом для ритейла США с 2008 года. Акции сектора падали. Упали как люксовый Tiffany (-36%), так и представитель массового рынка Target (-23%).

На этом фоне ФРС на своём заседании в конце 2018 года принимает повышение ставки до 2,5%. Это повышение было анонсировано ранее и не стало неожиданностью – оно уже

было заложено во все финансовые инструменты. Так что сам факт поднятия ставки уже ни на что не повлиял. Главная интрига заключалась в планах ФРС на следующий 2019 год.

К тому моменту участники рынка вообще перестали закладывать повышение ставки на следующий 2019 год. Почти все биржевые индексы находились в минусе с начала года и дальнейшее повышение ставки просто отправило бы рынок в тяжелый нокаут. А не повышение ставки смогло бы на какое-то время стабилизировать рынки, но и это лишь временная передышка. В условиях дальнейшего изъятия ликвидности QT шансов на какой-либо рост не было.

Тем временем, инвесторы вынимали деньги с большинства рынков. Капитализация глобального фондового рынка снизилась на \$14,889 триллионов в 2018 году.

И после повышения ставки на 2,5%, вопреки всем ожиданиям ФРС анонсировало ещё два повышения в наступающем 2019 году.

Любопытная ситуация сложилась на рынке акций в США к концу 2018 года. Измеряемый показатель «уровень страха» находился на максимальных уровнях. Этот индекс демонстрирует уровень опасений инвесторов относительно будущих движений рынка. Низкий уровень страха означал, что инвесторы с большим страхом смотрят в будущее. А ведь ещё в сентябре того же года наблюдалась противоположная картина. Все они верили и утверждали, что рост на американском рынке продолжится. Со всех сторон можно было

услышать мнение, что нет никаких оснований для сильного снижения. А рынок тем не менее упал. Большинство акций потеряли в цене 20-40%.

Ранее рост, который шёл с 2009 года, был обязан программе количественного смягчения QE от ведущих центральных банков. А после того, как ФРС свернул эту программу и запустил изъятие ликвидности, рынки начали падать.

В первый день торгов в 2019 году произошло резкое уплощение кривой доходности американских гособлигаций. Один из самых верных признаков того, что приближается циклический кризис в американской экономике. Спреды (разница) между доходностью по длинным и коротким гособлигациям стремительно приближались к нулю.

Месяцем ранее уже произошла первая инверсия, доходность по 3-х летним бумагам, которая превысила аналогичный показатель по 5-ти летним. А в январе уже и по 6-ти месячным давали больше, чем по 5-ти летним. На очереди осталась лишь одна главная инверсия – когда доходность по 3-х месячным и 2-х летним гособлигациям превысит аналогичный показатель по 10-ти летним, которые по сути являются ориентиром для всех долговых инструментов в мире.

Не нужно даже глубоко разбираться в экономике и рынках, чтобы понять, что это абсолютно не логичная ситуация, когда по длинным гособлигациям доходность меньше, чем по коротким.

В первой половине 2019 года мировым рынкам предсто-



яло пережить две мощных волны изъятия долларовой ликвидности из-за сокращения баланса ФРС. В рамках этих операций ФРС продолжил погашать ценные бумаги, купленные с 2009 года в ходе трёх раундов количественного смягчения QE. Проще говоря, забирались все предложенные деньги по низким ставкам обратно. В результате чего 3,5 триллиона долларов, закачанных в глобальную финансовую систему, постепенно уходили из неё и объём доступной долларовой массы сокращался. С середины 2018 года официальный объём операций составлял 50 миллиардов долларов в месяц: ФРС погашало казначейские облигации на 30 миллиардов долларов, а ипотечные – на 20 миллиардов.

Изъятие ликвидности происходило не равномерно, порциями, поскольку бумаги на балансе ФРС имели разные сроки погашения. В 2018 году максимальный объём операций был зафиксирован в последнюю неделю января – 21,1 миллиардов долларов. А также в период с последней недели октября по 21 ноября – 52,2 миллиарда долларов. Именно в эти временные отрезки рынок акций США пережил две мощные волны падения, сделавшие 2018 года худшим за десять лет.

На январь 2019 было запланировано изъятие 35,2 миллиардов долларов. А в феврале этот показатель увеличивался уже в 1,5 раза – до 52,1 миллиардов долларов в месяц. Максимальные изъятия были произведены 20 февраля – 30,7 миллиардов долларов за неделю. А до 3 апреля из мировых рынков было изъято около 100 миллиардов долларов.

На май суммарный объём операций ФРС уже составлял 70,6 миллиардов долларов. Рекордные изъятия были 1 мая (39,8 миллиардов долларов) и 15 мая (15,8 миллиардов долларов).

Сокращение баланса ФРС радикально усиливало эффект от повышения процентных ставок – долларовая ликвидность не только дорожала, но и становилась в принципе менее доступной. С учётом скорости изъятия ликвидности, ставка ФРС на тот момент не совсем точно отражала денежные условия. «Количественное ужесточение» в объёме 50 миллиардов долларов в месяц равносильно повышению процентных ставок на 3 процентных пункта. Фактически это означало, что «теневая ставка» ФРС составляла около 5,45% годовых.

На начало февраля 2019 года 9 из 15 крупнейших экономик мира были перегружены долгами. 200% ВВП – такого размера достиг частный долг в 5 странах. Это общий долг корпораций и домохозяйств в Китае, Франции, Канаде, Южной Корее и Австралии. В США, Японии, Британии, Франции, Канаде и Испании долг частного сектора составлял более 100% ВВП, в Италии 130%, а в Японии – 250%.

В феврале еврокомиссия резко снизила прогнозы по росту экономики ведущих стран. Актуальным стал вопрос с поднятием ставки осенью 2019 года. В 2011 году ЕЦБ дважды поднял ставку и это всё закончилось долговым кризисом в Еврозоне. После чего ставку опустили ниже нуля, а за-

тем ещё запустили программу количественного смягчения, в рамках которой было напечатано 2,6 триллиона евро.

В 2019 году ситуация вырисовывалась гораздо сложнее, чем в 2011 году. Ставка и так уже была ниже нуля, а «печатать» деньги перестали с 1 января. Перспективы экономического роста ухудшались. По сути, уже не оставалось инструментов, которые могли бы запустить экономический рост. ЕЦБ тогда заявило, что с сентября начнётся раздача долгосрочных кредитов под 0% годовых TLTRO (Targeted Long-Term Repo Operation – целевое долгосрочное кредитование под залог ценных бумаг). С целью разогнать инфляцию и ускорить рост.

Объявленный новый раунд TLTRO был направлен в первую очередь на спасение итальянских банков. Которые за предыдущие раунды успели занять треть всего кредитования, 250 миллиардов евро. А на стабильность итальянских банков была сильно завязана Франция.

Так как в рамках TLTRO 2 кредиты выдавались на 4 года, погашать их надо начиная с 2020 года, и во избежание кризиса ликвидности (нехватки денег в системе), было желательным погашение уже в 2019 году. Первым должен быть погашен первый транш на 400 миллиардов из суммарно выданных 740 миллиардов. Вот при таких обстоятельствах ЕЦБ и решился на третий раунд. Но это было лишь временным решением проблем.

На конец февраля 2019 года баланс ФРС опустился ниже

4 триллионов долларов и составил 3,989 триллиона долларов. Последний раз такие значения по балансу были в конце 2013 года, когда он продолжал увеличиваться во время последнего раунда количественного смягчения QE, который закончился в декабре 2014 года. В это же время активизировались институционалы и инсайдеры (smartmoney) и начали продавать акции США. Согласно индексу Smart Monet Flow Index (продажа акций США институционалами и инсайдерами) на тот момент то было самым агрессивным сливом акций за всю историю фондового рынка США. В том же году Банк Международных Расчетов (BIS), сделал предупреждение, что на рынке очень много корпоративных бондов с рейтингом BBB. Ещё немного ухудшения в мировой экономике и мир столкнется с каскадом падений бондов. BBB – это всего лишь одна ступень до "мусорного" рейтинга. Одно понижение – и весь рынок обрушится. Также об этом тогда заявил Deutsche Bank, заявив, что рекордные 50% всех корпоративных бондов с инвестиционным рейтингом в мире имеют рейтинг BBB. И все они будут понижены до "мусорного" при следующей рецессии.

\* \* \*

Можно очень долго подробно разбирать и разъяснять основные проблемы, с которыми сталкиваются исследователи-прогнозисты при анализе данных. Но важно понимать, что проблемы, вне зависимости от метода исследования, будут присутствовать всегда. Анализ массива данных отпу-

гивает нынешних исследователей, и они стремятся заменить расчеты различными методами сбора этой информации. Именно поэтому «создание историй» (storytelling) заменило в индустрии качественных исследований полноценный научный анализ.

С какими типичными аналитическими проблемами сталкиваются исследователи, аналитики и какие существуют способы решения этих проблем?

В последнее время интерес к методам сбора информации практически полностью заместил интерес к её анализу. На всевозможных конференциях, посвященных качественным исследованиям, мы наблюдаем множество презентаций, посвященных новым методам исследования молодёжи, новым способам взаимодействия с респондентами в социальных сетях, новым комбинациям качественных и количественных методов и прочее. Иными словами, предполагается, что новые методы сбора информации могут пролить свет на какие-то уникальные, неизвестные до этого аспекты поведения потребителей. И такое чрезмерное увлечение методами сбора информации в ущерб остальному принесло исследовательской индустрии больше вреда, чем пользы. Каким бы современным и продвинутым не был метод сбора информации он не даст вам каких-то секретных, волшебных инсайтов о респондентах, а вот грамотный научный анализ информации, вполне может это сделать.

К сожалению, анализу данных в качественных исследова-

ниях уделяется всё меньше и меньше внимания. Парадоксально, но даже в крупных международных компаниях качественные отчёты зачастую представляют собой пересказ того, что респонденты говорили на группах или в онлайн сообществах.

Конечно, это не просто пересказ, а интересная история, логичная и непротиворечивая, а если при этом какие-то неудобные факты выбиваются из этой истории их просто выбрасывают из повествования. Такую историю удобно презентовать клиентам, она соответствует их ожиданиям. Вот только действительности она не соответствует и вместо новых знаний эта история лишь укрепляет устоявшиеся стереотипы.

Зачастую исследователи и заказчики исследований не случайные люди в индустрии и в большинстве своём понимают, что к любой информации необходимо относиться критически, но все они в значительной степени подвержены когнитивному недостатку – «что вижу, то пою». И данная особенность психики лежит в основе механизма по созданию ложных выводов и последующих принятий неправильных решений.

Главный заказчик не видит, как аналитики проводят исследования и о своих потребителях имеет смутное представление и поэтому зачастую ориентируется на своих знакомых или родственников, которых он видел собственными глазами и поэтому он не может сделать серьёзное ментальное уси-

лие, чтобы абстрагироваться от собственного опыта и поверить исследовательским данным, если они перечат его личному убеждению.

Но зачастую в когнитивной ошибке повинны не заказчики, а исследователи, которые должны досконально разбираться в том, как себя ведут и что в действительности думают респонденты. Но они этого не делают, более того исследователи часто прибегают к подлогу данных и к мошенничеству. Приведу такой пример.

В Чикаго был проведён эксперимент, доказывающий, что увеличению потребления способствует общее количество купленного. Посетителям в кинотеатре раздали засохший попкорн, приготовленный за 5 дней до эксперимента. Половина участников получила среднюю порцию, половина – большую. Засохший попкорн не понравился всем участникам. Вот только люди из первой группы съели попкорна на 53% больше. То есть человек стремится избежать любых потерь. Создавалось мнение, что продуктов ещё много и можно не экономить. Затем был ещё один эксперимент на эту тему. Семьям участникам эксперимента предоставили бесплатный запас продуктов, при этом одна половина участников получила еды в два раза больше, чем другая. Обладатели двойной порции употребили продукты на 112% быстрее.

Затем был проведён ещё один эксперимент, доказывающий, что чем разнообразнее цветовая гамма продукта, тем он привлекательнее. Посетители кинотеатра, которым доста-

лись конфеты M&M десяти цветов, съели на 43% больше, чем те, кому досталось только семь цветов. В другом эксперименте, получившие вазу с шестью типами мармеладок разного цвета съели на 69% больше, чем когда каждый вид мармелада лежал в отдельных тарелках.

Объединяет все перечисленные эксперименты, то, что их автором является Брайан Вансинк, профессор Корнеллского университета. Вансинг – крупнейший специалист в области диетологии, был главой Центра стратегии и развития питания в Минсельхозе США, на основании его работ была разработана программа по оздоровлению школьного питания, которая до сих пор реализуется в школах США. У него множество последователей, на него ссылается множество известных авторов книг по маркетингу. Столовые Google реформированы по предложенному им интерфейсу здорового питания. Можно было бы продолжить его заслуги и его интересные эксперименты, но я не буду.

Потому что результаты всех его экспериментов оказались сфальсифицированными! Прямым подлогом. Погорел этот аферист на том, что несколько лет назад неосторожно похвалил в своём блоге студента, который добился интересных результатов путём махинаций с выборкой. И понеслось. В итоге вскрыли его электронную переписку со своей командой, где он обсуждал всю гамму своих подтасовок данных: изменения выборки, прямой подгон, ошибки в вычислениях и прочие махинации.



Он был уволен из университета, снят со всех государственных постов, а по его «научным» работам до сих пор ведётся проверка. Вансинк был признанным мировым экспертом. Его статьи печатались в ведущих рецензируемых журналах, в рамках системы, которые по роду своей деятельности должны были бы проверять правильность исследований. Казалось бы, более авторитетного подтверждения в мире науки сложно найти, но это лишь свидетельствует об «экспертности» этих научных журналов. Так что, как бы не хотелось положиться на мнение эксперта, в важных для себя областях, прежде чем ринуться сливать весь бюджет в соответствии с чужими рекомендациями – проведите собственное небольшое исследование. Старайтесь сохранять холодную голову, даже если вокруг хаос, и критически анализируйте информацию.

Мы способны прочесть текст с перепутанными буквами, так как мозг распознает образы. Нам важен контекст, а не детали ситуации. Мы ищем общие закономерности и сравниваем их с имеющимися шаблонами. Если ситуация хоть чем-то похожа – мозг запихнет ее в привычные рамки. Поэтому, когда мозг не может подобрать шаблона к ситуации возникает эффект новизны. Компания может, конечно, верить, что у неё «уникальный продукт», но только с точки зрения покупателей эта уникальность легко помещается в шаблон типичного рыночного предложения. Даже очень исковерканные слова наш мозг способен уложить в рамки привычного.

Большинство решений, которые мы принимаем на протяжении дня, мы принимаем на автопилоте, не задумываясь об этом.

Если представлять мозг быстро и неправильно, то он похож на луковицу. Древние внутренние слои роднят нас со всеми живыми существами, отвечают за базовые модели принятия решений, типа бей-беги. Средний слой – эмоции. А поверх выросла кора. Которую мы используем для рационального мышления.

Представим такой эксперимент, нам задают говорят: «У вас есть 15 минут, чтобы ответить на вопрос: «Кто открыл Антарктиду?». Дадите правильный ответ – получите тысячу долларов». Если мы окажемся в подобной ситуации, то не очень всполошимся, даже если не знаем ответ на вопрос. Вбить фразу в Гугл «Кто открыл Антарктиду?» и прочесть ответ в описании первого сайта в выдаче займет не больше нескольких секунд. Мы спокойны. Мы знаем, где посмотреть. А это, в принципе, значит, что мы знаем и сам ответ. И такая ситуация нас не смущает. Да, мы не помним номера телефонов знакомых, но они есть в двух кликах, в наших смартфонах. Мы не помним дни рождения друзей – но о них напомним Фейсбук. Всё в порядке. Но это не так. Есть одна огромная подводная мина, скрытая из поля зрения.

Мы думаем тем, что у нас в голове. А не тем, что лежит в интернете. И чем больше качественной информации «на входе» – тем лучше результат на выходе. Мы прекратили за-

гружать информацию в мозг – но мы не знаем, какие задачи всплывут в будущем и что потребуется для их решения. Проще говоря – снижается качество мыслительного процесса. Гаджеты заменяют современным людям ум и люди всё меньше думают, для этого существует Гугл.

По данным Current Anthropology, шимпанзе способен поднять одной рукой 380 кг. А самый сильный человек в два раза меньше. И вообще шимпанзе гораздо сильнее взрослого человека и при необходимости легко с ним разделается. В ходе эволюции Homo Sapiens сделал ставку на ловкость и выносливость, а не силу.

Мы гораздо слабее большинства животных, но зато мы умеем продевать нитку в иголку. Ловкость стала одной из причин выживания человека, как вида. Только при этом мы стали предпочитать быстрое, пусть и неверное, решение долгому поиску правильного ответа. Люди стремятся как можно быстрее найти ответ на волнующий вопрос. Решить проблему.

В нынешнее время возможен взвешенный подход к решению любых задач. Изучив информацию, вполне возможно сделать оптимальный, или близкий к нему, выбор. Но неважно, что мы выбираем – мы желаем как можно быстрее решить нашу проблему и поменьше думать. У американских адвокатов есть поговорка – "если вы выскажете 10 причин в защиту подопечного, когда жюри войдет в комнату, они не будут помнить ни одного".

Так много решений, но так мало времени для принятия решений. Принятие решений не похоже на то, что требует практики. Ведь мы постоянно их принимаем: хотим ли мы кофе или чай? Если чай, то черный или зелёный? Зачастую мы видим себя как логичных, рациональных людей, которые вполне могут продумать любой вызов (и это часто так), но наши умы далеки от совершенства. Мы психологически восприимчивы к целому ряду психических ошибок.

Большая часть наших мыслительных процессов происходит на автопилоте, поэтому человек не отдаёт себе отчет, что постоянно выбирает самые лёгкие решения. И на этом строятся многие успешные бизнесы, использующие предпосылку «мы предпочитаем наиболее простые варианты» – для того, чтобы значительно повысить достоверность прогнозирования реакции покупателей. Возьмём, к примеру Snapchat, TikTok, Twitter. С момента их запуска данные продукты неразрывно ассоциировались с ограничениями: просмотр видео за три секунды, ролик не длиннее 15 секунд, не больше 140 символов.

А почему так? Людям что нравятся ограничения? Нет, сами по себе ограничения нас не привлекают конечно же. Но их преимущество в том, что они облегчают работу с продуктом, делая его понятным и доступным – простота становится конкурентным преимуществом.

Чем проще продукт, тем меньше требований к пользователю. 140 символов за пару минут может написать практи-

чески каждый. Это меньше длины предыдущего абзаца. А вот пустой экран текстового редактора неосознанно повышает требования к качеству материала. Пытаясь написать даже простые посты на тему «как прошёл мой день», задумываешься – с чего начать и как закончить. А в результате – человек просто не пишет пост.

Короткий текст легко написать, короткое видео не сложно снять. И главное – их проще и быстрее просмотреть. А это повышает вовлечённость.

Ограничения функциональности продукта уравнивает возможности обычного пользователя и профессионала. Если в TikTok сделать кучу наворотов и превратить в сеть, где профессионалы создают качественные ролики – обычные пользователи прекратят генерировать контент. Соревноваться с профессионалами не интересно. Правило «кликов до покупки должно быть как можно меньше» уже стало нормой.

И важное замечание, покупателям нельзя говорить, что упростили продукт, чтобы помочь пользователям. Основатель Twitter, к примеру, назвал ограничение в 140 символов изящным способом, заставляющим людей творчески мыслить. «Творческие натуры» звучит значительно лучше, чем «попроще для обывателя».

Когда-то был проведён такой эксперимент. На экране, разделённым линией, появляются вспышки света – над или под линией. Программа настроена так, что в 80% случаев

вспышки возникают выше линии и только в 20% ниже. Задача участников – предсказать, где появится вспышка. В эксперименте приняли участие люди и крысы. Оказалось, у крыс в этой игре результаты лучше, чем у людей. Все животные за исключением человека стремятся максимизировать, то есть всегда выбирают тот вариант, который чаще всего случался в прошлом. Крысы быстро понимают, что следует всегда ожидать вспышки над линией. Так они получили награду в 80% случаев.

Процент угадывания среди людей составил 67%. Хотя вроде бы всё просто – свет практически всегда появляется над линией. А всё, потому что они искали и строили ложные закономерности. Мы хотим жить в упорядоченном мире и случайности нас пугают.

Мозг человека автоматически настроен на поиск причины и следствия. На этом основаны практически все суеверия. Мы игнорируем факты. Человек способен увязать вместе различные события и убедить себя в чём угодно. Особенно если какая-либо информация уже находится в массовом сознании.

Как только информация проникла в массовое сознание – она там засядет надолго. Закрепление происходит за счёт двух основных ошибок мышления.

Первая это так называемый эффект иллюзии правды. Который заключается в том, что если мы слышим несколько раз – то начинаем считать это правдой. К примеру, хамелеон

меняет цвет для терморегуляции и в зависимости от настроения, а не для маскировки, как многие считают.

Вторая ошибка – это предвзятость подтверждения. Как только мы поверили в какой-то факт, то автоматически обращаем внимание на ту информацию, которая подтверждает нашу точку зрения. И мы такое подтверждение найдём согласно феномену Баадера-Майнхофа. А остальную информацию, которая противоречит нашим убеждениям, проигнорируем.

Например, мы встали с утра на весы. Весы показывают отличный вес, такой как мы и хотели. Можно и похвастаться другим. Противоположный вариант. Весы показывают нам на несколько килограмм больше ожидаемого. И тогда мы встаём с весов, затем опять на них встаём, затем выключаем-включаем весы. То есть перепроверяем информацию, которая не вписывается в нашу картину мира. Аналогично поступают игроманы и трейдеры – свои проигрыши они игнорируют, но о своих победах обязательно расскажут всем окружающим.

Но разве кто-то из нас готов признать, что то, чем он занимается сейчас является неправильным? В середине прошлого века домохозяйка Дороти Мартин создала свою секту. Адепты секты ждали конца света, продавали своё имущество и верили, что их, избранных, спасут инопланетяне с планеты Клариян. Примечательна эта история тем, что в эту секту проник психолог Леон Фестингер. Он хотел выяснить –

что будут делать участники, когда объявленный судный день пройдет.

И вот, 21 декабря 1954 года, наступила дата, назначенная концом света. Конец света не наступил. И что, члены секты сказали: «а, ну да, мы были глупыми и нас обманули». Нет, они так не сказали. Потому что потратили кучу своих сил, времени и денег, прошли через массу трудностей и признать, что всё было напрасно для них практически невозможно. По этой причине люди продолжают упорствовать в своих заблуждениях, очевидных для окружающих. Вот и члены секты пришли к выводу, что именно их вера помогла спасти Землю.

Люди не ценят то, что само падает им в руки. Поэтому трудности после того, как мы через них прошли, начинают казаться привлекательными. Этот принцип также работает и в межличностных отношениях.

Именно на этом основан «эффект ИКЕА». Люди готовы платить больше за то, что создали сами, поддерживать проекты, в которых принимали участие. Поэтому некоторые компании переключают часть работы на клиентов, пригласив их участвовать в создании продукта.

Эффект Пигмалиона, также называемый эффектом Розенталя – это явление, которое возникает, когда неверное убеждение одного человека при восприятии другого человека (или цели), заставляет его действовать так, чтобы проявилось ожидаемое поведение. Например, если вам говорят, что



новый сотрудник недружелюбен к вам, то вы начнёте вести себя с ним более сдержанно, будете воздерживаться от разговоров и сведёте к минимуму общение с ним. Новый сотрудник в ответ на ваше поведение, которое для него выглядит, безусловно, холодным, не иницирует бесед или действий с вами. Тем самым подтверждая ваше мнение и ожидания, что он не дружелюбен к вам. Такой эффект является самоисполняющимся пророчеством, возникающим в межличностном общении.

Классический вариант такого пророчества описан в повести Александра Грина «Алые паруса». Выдумщик Эгль предсказывает маленькой Ассоль, что, когда она вырастет, за ней приедет принц на корабле с алыми парусами. Ассоль горячо верит в предсказание и о нем становится известно всему городу. И затем влюбившийся в девушку капитан Грей узнает о пророчестве и решает воплотить мечту Ассоль. В итоге Эгль оказывается прав, хотя счастливый финал в истории обеспечили далеко не сказочные механизмы.

Самоисполняющиеся пророчества подпитывают сами себя и усугубляют сентимент, или, иначе говоря, настроения. Настроения возникают не просто так, их активно формируют СМИ и социальные сети. Особенно быстро усваиваются негативные новости. Если, например, СМИ неустанно пишут о Великой депрессии, то у людей закладывается страх. И появляется желание закрыться от окружающего мира и переждать смутные времена. Это ярко иллюстрирует статисти-

ка по потребительским настроениям, которая резко падает в такие моменты.

Отмечу, что в ситуациях, когда имеется колоссальный разрыв между реальностью и тем, что о ней рассказывают в СМИ и соцсетях, появляются колоссальные возможности для заработка. Для этого необходимо понимать, что рано или поздно побеждает реальность и обладать достаточным терпением.

Наши все знания о прошлом, а все наши решения о будущем. Нам очень сложно изменить наше поведение сейчас ради каких-то выгод в будущем. Вот, например, вчера мы, разумно всё взвесив, определили время, на которое завести будильник. А с утра по несколько раз откладываем звонок, валяемся в постели до последнего, после чего опаздываем на работу.

Потому что первой просыпается не рациональная, а древняя часть нашего мозга. С точки зрения которой в кровати тепло и хорошо, опасности нет, голод не поджимает.

Однажды был проведён эксперимент – участникам предлагали выбрать, что они хотят получить на следующей неделе – фрукты или шоколад. 74% выбирали фрукты. Но в день выдачи еды была предложена возможность поменять выбор и 70% выбрали шоколад.

Чтобы адекватно спрогнозировать дальнейшее развитие событий и скорректировать текущее поведение необходима некая натренированность. Без неё мы будем соглашаться на

немедленное удовольствие, даже если в будущем оно предвещает сильнейшие неприятности и боль.

Вот поэтому мы склонны брать кредиты и тратить деньги, а вовсе не копить на чёрный день. Для этого и существуют различные виды рассрочек. Отдалённые во времени платежи для покупателей «не существуют». Верно и обратное – награда, перенесённая в будущее, резко снижается в ценности. Розыгрыши, промо-акции должны давать результат практически сразу после того, как покупатель сделал необходимые действия. И чем ярче и красочней этот процесс, тем больше он привлекает участников.

Одним из факторов популярности в современном мире сериалов Нетфликс является интерес людей, для которых происходящее в сериале интереснее, чем и в их собственных жизнях. Аналогично и в повседневной жизни. Яркий пример – это трейдеры, сидящие сутками перед мониторами, при этом получающие отрицательные результаты. Они громко рассказывают о своих редких рыночных победах, но скромно молчат о своих поражениях. На обычной работе они зарабатывали бы больше денег и тратили меньше времени. Но торговать акциями – это ведь престижно и интересно. Можно днями напролёт копаться в графиках и цифрах, чувствовать себя очень умным и занятым реальным делом. За этим процессом можно очень легко спрятать свои очень небольшие достижения в реальной жизни.

Почему финансовые новости так важны для нас, а осталь-

ные новости зачастую остаются без внимания, хотя они объективно бывают более важными? Потому что финансы интересны особенным образом для людей – остальное, например, морская биология или теоретическая механика – нет. У денег есть конкуренция, победы, злодеи, команды и прочее, что делает их мучительно близкими к спортивному состязанию. Деньги схожи со спортивным событием, в котором вы одновременно и болельщик, и игрок, а результаты прямо влияют на вас и сказываются на вашем эмоциональном состоянии. А такое будоражащее отношение весьма опасно. Когда принимаешь решение о деньгах, полезно напоминать себе, что целью бизнеса и инвестирования является максимизация прибыли, а не минимизация скуки. Если вы хотите выстроить свою успешную стратегию, просто запомните, что лучшие возможности лежат там, где другие не догадываются, а другие, как правило, держатся подальше от скучных вещей.

\* \* \*

Весной 2019 года корпоративные buyback'и поставили новый рекорд 286 миллиардов долларов. Также прошло заседание ФРС, на котором ставку оставили без изменений, на уровне 2,5%. Хотя ещё несколько месяцев назад заявляли про целых три повышения в 2019 году. В январе ФРС уже подкорректировало свои планы и заявило только про 2 повышения, но прошло пару месяцев и заявило уже только про одно повышение и то в 2020 году.

Несмотря на такую "мягкость" американского регулятора, рынок акций не отреагировал на это ростом. Эта мягкость регулятора явно указывала на признание слабости экономики. При этом ключевой спред между доходностью по 10-летним и 3-х месячным трежерис стал равен нулю. Произошла инверсия на важнейшем участке кривой доходности американских трежерис. А это вернейший признак того, что экономика США находится в конце бизнес цикла и в ближайшем будущем начнется рецессия. Кривая доходности американских облигаций стала отрицательной впервые с 2007 года.

Прибыль компаний промышленного сектора Китая упала на 14% в годовом выражении за первые 2 месяца 2019 года. Это рекордное падение с кризиса 2008 года.

После мартовского заседания ФРС, стало известно, что эксперимент по сокращению баланса закончится в сентябре 2019 года. И с мая 2019 года сумма изъятия будет снижена – будет изыматься уже не 50, а 35 миллиардов долларов ежемесячно. Таким образом к октябрю баланс ФРС будет составлять около 3,7 триллионов долларов, вместо 4,46 триллионов двумя годами ранее. Стоит отметить, что в начале этого пути ФРС хотела сократить баланс до 3-3,5 трлн. Но резкое падение рынков в конце 2018 года внесло свои коррективы.

За два месяца 2019 года на buyback'и было потрачено 173 миллиардов долларов. За год же будет потрачено около 900 миллиардов. В 2008 году было чуть больше 600 миллиардов

и тогда это был рекорд.

В мае 2019 года авторы блога ФРС Сент-Луиса проанализировали связь между доходностью казначейских облигаций и рецессиями с 50-х годов 20 века и выявили отрицательную корреляцию – чем ниже доходность облигаций, тем глубже и длительнее рецессия. На тот момент доходность 10-ти летних казначейских облигаций составляла 2,42%, доходность 2-х летних облигаций – 2,24%. Это был практически предкризисный уровень 2008 года.

Исторически главным рычагом центрального банка по стимулированию экономического роста было изменение ключевой ставки. Центробанк обычно снижал ставку (достаточно резко) с одной целью – стимулировать рост экономики за счёт удешевления кредита.

Последние 10 лет эта стратегия работала очень плохо и практически изжила себя – по причине того, что ставки и так стали около нулевыми. Мировые Центробанки прибегли к другому, редко используемому механизму количественного смягчения или QE, выкупу активов с рынка, т.е. по сути, эмиссии (технически это выглядело как обмен государственных облигаций или трежериз, находящихся в резервах коммерческих банков, на «напечатанные» только что доллары).

По ряду причин и эта новая политика особых плодов не принесла – инфляция не увеличивалась до целевых уровней, и экономический рост оставался низким. Единственное, чему способствовало такое стимулирование – это надувание

пузырей на рынках. После «печатания» денег в рамках программы количественного смягчения QE, ФРС объявило, что начинает обратный процесс – количественное ужесточение, QT, то есть продажу активов (гособлигаций) в рынок, изымая таким образом ликвидность из системы.

Политика QE и QT, используемая обычно только в условиях крайне низких процентных ставок, искажает не только цены активов, но и более фундаментальные показатели. В весеннем отчёте MS было решено скорректировать кривую доходности американских трежериз (доходности гособлигаций, в зависимости от срока их погашения, являются ключевым индикатором стоимости денег во времени) с учетом воздействия на неё программы изъятия денег из системы, то есть QT.

Корректировки «на QT» производились путем использования «скрытой (shadow)» ставки ФРС (модель, разработанная подразделением ФРС в Атланте, учитывающая нетрадиционные программы монетарного стимулирования). Было рассчитано, что каждые 200 миллиардов долларов, изъятые из системы, эквивалентны одному повышению ставки на 0,25%. Они сделали предположение, что инверсия кривой доходности (когда долгосрочные процентные ставки становятся ниже краткосрочных, что является весьма странным), ненормальная ситуация, исторически предвосхищающая начало рецессии, уже случилась, причём еще в декабре 2018. Но паники тогда не было – исторически американский рынок

рос ещё год после активизации этого предвестника кризиса. При этом, согласно официальным данным, разница в доходности 10-ти летних и 2-х месячных гособлигаций только в 2019 году стала отрицательной – доходность 10-ти летних составила 2,26% при доходности 2-х месячных в 2,36%. Декларируемая ставка ФРС, к которой «привязаны» доходности краткосрочных трежериз, тогда была равна 2,5%. «Скрытая» же ставка ФРС была выше официальной из-за корректировок на изымаемую ликвидность. А соответственно и краткосрочная 3-х месячная ставка должна была быть выше тогдашних 2,26%.

В течении нескольких лет в Европе некоторые Центробанки держали ключевые ставки в отрицательной зоне для подкрепления экономического роста. Если ключевая ставка национального банка опускается к нулевым отметкам и ниже, это прямо влияет на стоимость денег в экономике и на ключевые индикаторы денежного рынка (например, основной индикатор межбанковского рынка кредитования в Европе – ставку LIBOR): депозитная ставка ЕЦБ – отрицательная, ставки по кредитам в евро на межбанковском рынке колеблются около нуля, а европейские гособлигации торгуются с отрицательной доходностью.

Первым отрицательные процентные ставки после мирового финансового кризиса ввел Центробанк Дании. В июле 2012 года он начал взимать с коммерческих банков 0,2% за хранение депозитов. Это было необходимо для сохранения



привязки курса датской кроны к евро. Когда ЕЦБ опустил ставку по депозитам до минус 0,2% и объявил о программе денежного стимулирования – это заставило Центробанки соседних стран сильно увести процентные ставки на отрицательную территорию.

Первым немецким банком, который ввел сборы на вклады, превышающие определенную сумму, стал в 2016 году баварский Raiffeisenbank Gmund am Tegernsee. Тогда он ввел сбор в размере 0,4% на все вклады свыше €100 тыс. Позже такое решение приняли еще несколько немецких банков, в том числе Sparkasse KölnBonn и Hamburger Volksbank.

Введение отрицательной ставки – довольно радикальная мера, призванная стимулировать банкиров инвестировать больше средств в реальную экономику. Снижение процентных ставок направлено на то, чтобы побудить население и бизнес тратить деньги, сделав заимствования более привлекательными, а сбережения менее привлекательными. Но при отрицательных ставках деньги могут и не попадать в реальную экономику. Вкладчики вполне могут хранить свои средства в наличных деньгах, то есть с нулевой процентной ставкой. Поэтому банки опасаются сильно уходить в отрицательную зону значений процентных ставок. Так как это может спровоцировать массовый отток депозитов со счетов банков, а это неизбежно приведёт к краху банковской системы. Чтобы обойти эту проблему, ЕЦБ придумало различные типы операций РЕПО (от английского repurchase agreement, repo

– сделка купли (продажи) ценной бумаги с обязательством обратной продажи (покупки) через определённый срок по заранее определённой в этом соглашении цене) с банками: LTRO – долгосрочные операции репо, VLTRO – «очень долгосрочные», TLTRO – целевые, и в последующем PELTRO.

TLTRO было запущено с целью стимулировать банки кредитовать экономику. Чем больше банк ссужает домашним хозяйствам и предприятиям, тем ниже ставка, по которой он может получить доступ к TLTRO. А если ставка отрицательная, то ЕЦБ платит банкам за предоставление кредитов экономики.

Весной 2019 года трёхмесячные казначейские векселя США давали доходность больше, чем 10-ти летние трежериз. То есть произошла инверсия доходностей, когда короткие бумаги платят больше, чем длинные. А спред между 5-ти летними и 30-ти летними увеличивался. В то время как короткий – средний участок кривой был инверсирован (вывернут) и предупреждал о надвигающейся рецессии, именно на увеличивающийся спред стоило обратить внимание. Относительный рост доходностей на длинном участке кривой это плохой знак для экономики – увеличение этого спреда говорит о начале разворота на рынке акций вниз.

Аналогично были инверсионные процессы и в Европе. Доходность по 10-ти летним гособлигациям Испании составляла тогда 0,29%, во Франции доходности по таким же бумагам стали отрицательными. А ведь ещё семь лет назад остро

стоял вопрос о платёжеспособности Испании и доходность по 10-ти летним поднималась до 7%.

Понятно, что никто и никогда в здравом уме не дал был в долг Испании на 10 лет под 0,29%. Но отрицательные ставки ЕЦБ и понимание того, что будет «напечатана» еще куча миллиардов новых евро, делают своё дело. Экономика еврозоны была в критическом состоянии. Только в январе остановили «печатный станок», как уже вовсю пошли разговоры о том, что, скорее всего, ЕЦБ опять начнет программу количественного смягчения QE. И плюс ко всему регулятор пойдет на дальнейшее понижение ставки. Никак не получалось стимулировать экономику со ставкой минус 0,4% годовых. И курс был взят на дальнейшее снижение ставки.

Но до кризиса 2008 года ставка в Еврозоне была на уровне 5%, и при этом экономика росла. А в 2019 при минус 0,4% она скатывалась в дефляцию. Очевидно, что проблема была не только в процентной ставке. Но выбора у ЕЦБ по сути и не было. Так как не осталось никаких инструментов для борьбы с падением экономики. Всё уже было опробовано в течении 10 лет с момента кризиса 2008 года.

На 1 июля 2019 года баланс ФРС составил 3,8 триллиона долларов. За первое полугодие ФРС изъяло из системы 245 миллиардов долларов в рамках программы количественного ужесточения QT. В том же месяце ФРС официально закончило цикл ужесточения денежно-кредитной политики и перешло к её смягчению путём будущего понижения ставки.

Первое понижение произошло на заседании 31 июля. Ставка снизилась на 0,25 базисных пунктов – это было первое снижение за 11 лет. Хотя ещё несколько месяцев назад, в марте того же года, глава ФРС обещал держать ставку неизменной и кроме того в следующем 2020 году даже один раз её повысить.

На тот момент доходность 3-х месячных превышала доходность 10-ти летних гособлигаций США. Такая аномалия всегда происходила перед рецессией в США. Но важно отметить, когда именно наступала рецессия. А наступала она, когда спред доходности между короткими и длинными бумагами возвращался в положительную зону и этот процесс уже наблюдался. Это происходило это из-за того, что ФРС начинало понижать ставку.

Поэтому снижение ставки уже не могло изменить сложившуюся ситуацию в США и мировой экономики. Мировая экономика сильно тормозилась не из-за дороговизны денег, а совсем по другим причинам. Поэтому традиционное «лечение» путём снижения и так низкой ставки ни могло изменить ситуацию.

Как я уже отметил – биржевые индексы США падали именно тогда, когда ФРС понижало ставку. Например, в 2007 году ФРС понизило впервые ставку 18 сентября, а 11 октября S&P500 показал свой исторический максимум на уровне 1572 пункта. Через год и три месяца ставка уже была опущена до нуля с 5,25% в сентябре 2007 года, а рынок всё

это время падал.

Аналогичная ситуация была и в 2001-2003 году, тогда ФРС понижало ставку, а рынок всё падал и падал после краха доткомов. Тогда американский рынок акций закрывался в минусе три года подряд (2000, 2001, 2002).

После кризиса доткомов необходимо было как-то исправлять ситуацию и ФРС тогда решило понизить процентную ставку с 6% до 1%. Это привело к удешевлению кредитов и займов. И как следствие на рынке ипотечного кредитования пошло оживление. Начался рост выдаваемых ипотек и рост цен на саму недвижимость. Этим тут же воспользовались инвестфонды и стали продавать частным инвесторам выплаты по будущим процентным платежам, а затем и вовсе под ещё не существующие ипотeki. Рост цен на недвижимость привёл к росту инфляции и тогда ФРС подняло процентную ставку. Многие ипотeki были выданы с плавающей ставкой, что привело к увеличению проблемных кредитов и невыполнению обязательств. Последовали дефолты и банкротства. В ответ на это ФРС снова «запустил» печатный станок и снизил процентную ставку. Истории действий после тех кризисов схожи и вполне сопоставимы с действиями в 2019 году.

Поэтому снижение ставки летом 2019 года нельзя трактовать как панацею от сложившейся критической ситуации на рынках. Отличие от прошлых лет было в том, что появилась новая вводная, под названием количественное смягче-

ние QE. И участники рынка понимали, что рано или поздно ФРС вновь вынуждено будет применить этот инструмент. Но запуск «печатного станка» лишь усугубит ситуацию и приведёт к гигантскому пузырю на фондовом рынке.

С 2009 года рынки росли практически без существенных коррекций, а процентные ставки были на минимальном уровне. И помимо низких процентных ставок работал «печатный станок». Результатом стало то, что если ранее пузыри были локальными: недвижимость, фондовый рынок, то к 2019 году пузыри были практически везде. В СМИ даже появилось понятие «Everything bubble» (пузырь всего).

Рост мировой экономики замедлялся, а отрицательные ставки сохранялись. Европа пребывала в отрицательных ставках. Меры ЕЦБ, анонсированные как временные, длились уже пять лет и выхода из них не просматривалось. Положение в европейской экономике было настолько критично, что несмотря на готовность ЕЦБ снижать ставку и запустить новый раунд QE, немецкий биржевой индекс DAX даже и близко не подобрался к максимуму прошлого года. Тогда значение индекса составляло 12250, а максимум 2018 года был на уровне 13500.

Когда я упоминаю про отрицательные доходности государственных европейских облигаций (а в будущем и американских), то может возникнуть вопрос – а кто же и зачем их тогда покупает? Некоторые приводят аргумент, что это якобы доказательство веры в непотопляемость европейской

экономики. Но как это происходит в действительности продемонстрирую на примере.

К примеру, один управляющий европейским пенсионным фондом решит начать создавать крупные денежные позиции, то есть выходить в наличность. И некоторые управляющие тогда действительно пытались это сделать. Но затем он получит звонок пенсионного регулятора из центрального банка, который напомним ему правило, согласно которому фонды не должны держать слишком много наличных денег. Потому что это рискованно, и вместо этого им следует покупать более долгосрочные облигации. В ответ управляющий может возразить, что большинство длинных облигаций еврозоны имеют отрицательную доходность, а поэтому его фонд наверняка потеряет деньги. Но на это последует ответ, что правило есть правило, и он должен его выполнять. Таким образом управляющий вынужден покупать активы, которые со стопроцентной долей вероятности потеряют деньги пенсионеров в будущем.

Отрицательные ставки в конечном итоге могут разрушить полностью отрасль долгосрочных сбережений, управляемую пенсионными фондами, банками и страховыми компаниями. Так, например, в 2020 году ведущим банком Ирландии принято официальное решение обложить пенсионные сбережения отрицательными ставками. Начиная с сентября каждые 10000 евро пенсионных сбережений теперь будут сокращаться на 65 евро каждый год (-0.65%). Голландские банки

вводят отрицательные ставки на бизнес-счета с октября 2020 года. Если компания имеет наличных на депозитах больше 250 000 евро, деньги со вклада будут изыматься банком при погашении процента.

Тенденция вырисовывается вполне очевидная, так что, возможно, читая эту книгу читателя уже не удивить отрицательными ставками по депозитам.

На начало 2019 года доходность по 25-ти летним гособлигациям Германии ушла в отрицательную зону. И таким образом осталась только 30-ти летняя, которая давала на тот момент положительную доходность в минимальном размере 0,04%. Но и это номинальная доходность. Реальная же доходность с учётом инфляции, естественно, была отрицательной.

ФРС понизило ставку 31 июля, а индекс S&P500 продолжил падение. В моменте снижение составляло более 7%.

Минфин США в третьем квартале 2019 года с июля по сентябрь подкорректировал свои планы и запланировал занять на 274 миллиардов долларов больше, чем это планировалось ранее. Всего объем заимствований составил 433 миллиарда долларов. Здесь просматривается параллель с тем, что ФРС закончило программу QT с 1 августа вместо ранее запланированного 1 октября. Увеличение заимствований со стороны Минфина и параллельное изъятие долларов в рамках количественного ужесточения, могли бы создать проблемы с долларовой ликвидностью на глобальном межбанков-



ском рынке. А это сразу же приводит к резкому обвалу на всех рынках.

Аукционы по размещению новых гособлигаций США ожидаемо происходили успешно. Очевидно, что лучше это делать под более низкий процент и нестабильность на рынках только способствовала этому. Так как во время любого переполоха на рынке, US трейдериз пользуются повышенным спросом. А высокий спрос на гособлигации США естественным образом поддерживает курс доллара и возможен даже его рост. Так как ликвидности на ближайшие месяцы на глобальном рынке будет гораздо меньше для покупки активов развивающихся стран. Также повышаются оттоки капитала с периферийных рынков и местные валюты при этом испытывают давление.

С августа эксперимент с количественным ужесточением QT прекратился. ФРС досрочно закончило программу. За неполных два года действия изъятия ликвидности QT, ФРС изъяло из системы около 700 миллиардов ранее напечатанных долларов в рамках 3-х раундов программы QE с 2009 по 2014 год. И стало очевидным, что в ближайшие годы мы не услышим о планах провести новый раунд количественного ужесточения со стороны ФРС, а также ЕЦБ и Банка Японии.

Досрочное завершение программы QT это свидетельство того, что мировая система при изъятии даже небольшого количества ранее напечатанных денег испытывает сильнейшее потрясение. Кроме того, сложившаяся система посто-

янно требует новых вливаний. И запуск новой программы количественного смягчения от ФРС становилось всё более прогнозируемым. Корпоративная задолженность к тому моменту составляла 2,5 триллиона долларов за последние десять лет.

В августе было уже 15 триллионов долларов государственных долговых бумаг с отрицательной доходностью. Исчезала одна из главных «тихий гаваней» для консервативных инвесторов. Их вынудили, в том числе пенсионные фонды, инвестировать в фондовый рынок США, в золото и ещё ряд более мелких активов. Или вообще держать активы в наличности, переживая общемировой кризис госбумаг.

Всё более очевидным становилось приближение кризиса и 11 августа в Financial Times вышла статья о том, что глобальный экономический спад уже начался. На это указывали всевозможные индикаторы кризиса: от индексов PMI до инверсии кривых доходностей. Разница между доходностью по 2-х летним казначейским облигациям и доходностью по 10-ти летним сгладилась. Кривая инверсии на тот момент стала плоской – сгладилась до уровней, невиданных с момента предыдущего финансового кризиса.

Летом наступила инверсия кривой доходности по трежериз США на отрезке 2-10 лет (3 месяца и 10 лет были в инверсии уже с марта): 2 года давали доходность больше, чем 10 лет. Исторически это всегда значило, что рецессия неизбежна и последует в ближайшее время.

Следом за рынком США рынок Британии подал сигнал о грядущей рецессии. Кривые доходности британских госбумаг, также как и американских, инвертировались впервые с 2008 года. Доходности по гособлигациям Великобритании и США: 2-х летние давали больше доходность, чем 10-ти летние. Также кривая доходности 18 стран была перевёрнута. Наступила глобальная инверсия.

Во втором квартале прибыль компаний S&P 500 снизилась. Более 90% компаний, включённых в индекс, сообщили, что прибыль снижается второй квартал подряд. Такое явление называется рецессией доходов. И увеличивающийся разрыв к доходности 10-ти летних гособлигация показывал, что прибыль в акциях продолжит снижаться.

Немецкое статистическое агентство заявило, что экономика страны сокращалась второй квартал подряд, а это соответствует техническому определению рецессии. Экономические показатели Германии во втором квартале были худшими среди стран, использующих единую европейскую валюту, по данным статистического агентства Европейского союза.

Депозитная ставка ЕЦБ тогда равнялась минус 0,4%. И банки вовсю кредитовали друг друга, что на ночь, что на год под более низкую ставку. Все краткосрочные ставки в евро (Libor) на глобальном межбанковском рынке опустились ниже депозитной ставки ЕЦБ. И это было гарантированным сигналом, что ЕЦБ, скорее всего осенью 2019 года, будет снижать ставку. Основные игроки это прекрасно понимали,

а потому фиксировали для себя более выгодные ставки.

Странно, конечно, звучит, когда речь идёт о выгоде при отрицательных ставках. Но по сути – лучше тогда было прокредитовать кого-нибудь под минус 0,43%, чем через два месяца под минус 0,6%.

Прошло менее восьми месяцев с момента окончания программы QE от ЕЦБ, как уже на рынке заговорили о запуске осенью нового раунда количественного смягчения. Экономика Еврозоны без сильных стимулов со стороны ЕЦБ почти сразу же начинала скатываться в рецессию. И даже ставка ЕЦБ на уровне минус 0,4% не помогала. А ведь ещё в конце предыдущего года подавляющее большинство экспертов и инвестдомов ждали повышения ставки от ЕЦБ и соответственно роста курса евро к доллару.

В августе Бюро экономического анализа США (БЕА) опубликовало уточнённую статистику за период 2014-2018 года, в которой говорилось, что вместо декларируемого роста на 20% за три года, прибыли корпораций падают и находятся ниже уровней 2014 года. По новой официальной оценке, статистической ошибкой был признан фактически весь рост прибылей американских корпораций за последние три года. В сумме за три года операционная прибыль бизнеса до налогов, учтённая при расчете ВВП, оказалась на 304,5 миллиарда долларов, или 14% меньше, чем БЕА оценивало изначально. Вместо, как считалось ранее, роста на деле прибыли сокращались, а их текущее значение даже ниже, чем было

в 2014 году.

Главной причиной пересмотра явились расходы на оплату труда и обслуживание долга, которые после уточнений оказались выше, чем статистика учитывала в первых оценках. Пересмотр означал, что резкий взлёт американского рынка акций (на 50% по индексу S&P 500 с 2014 года) на самом деле был «подкреплён» нулевым ростом прибыли корпоративного сектора.

Всё более очевидным становился вопрос – в какой степени Центробанки готовы пойти на смягчение, чтобы «напечатанными» деньгами попытаться перекрыть разгорающийся кризис. Но вливание ликвидности и снижение ставок уже не сможет исправить ситуацию. Американские компании просто продолжают выкуп собственных акций с рынка (buyback), ставшей главной движущей силой роста на биржах США. В 2019 году впервые корпорации потратили на дивиденды программы buyback больше, чем в реальности заработали: 104% от денежного потока против 82% годом ранее.

Вся кривая доходности гособлигаций Германии уже находилась на отрицательной территории. И в августе 2019 года Германия впервые продала 30-ти летние займы под отрицательные проценты. Швейцарский национальный банк с 2014 года поддерживал процентную ставку на отрицательном уровне. И она составляла -0,75%. В начале августа он объявил, что отныне будет взимать с крупных вкладчиков (на счету которых более 500 тысяч евро) по 0,6% в год. То

есть их вклады будут ежемесячно не прирастать, а уменьшаться.

Облигаций с отрицательной доходностью было скуплено на тот момент более чем на 17 триллионов долларов. Объясняется это тем, что инвесторы выбирали гарантировано небольшой убыток неизвестному, но потенциально большому убытку. Облигации всегда считались одним из защитных активов, куда перетекал капитал в смутные времена.

В начале сентября ЕЦБ ожидаемо понизил ставку по депозитам до минус 0,5% и запустил новый раунд количественного смягчения («печатания» денег). В сентябре денежный рынок США, где банки привлекают долларové кредиты под залог ценных бумаг, покрывая краткосрочную потребность в финансировании, пережил шок. Рынки столкнулись с острой нехваткой долларов.

Ставки по операциям РЕПО без видимых новостных поводов за два дня подскочили втрое. Если в пятницу занять доллары овернайт (то есть на день) стоило 2,25% годовых, то в понедельник их стоимость достигла 4,75%, а во вторник взлетела до 7%. Это было втрое выше ставки ФРС (2,25%) и рекордный уровень как минимум с начала 1990х – так дорого доллары на межбанке не стоили ни во время кризиса 2008 года, ни при схлопывании пузыря доткомов. Долларов в системе становилось меньше из-за операций Минфина США, который начиная с августа активно привлекал займы. Аукционы гособлигаций на сотни миллиардов долларов

в неделю оттягивали ликвидность, провоцируя её дефицит. По итогам третьего квартала Казначейство США запланировало разместить бонды и векселя 433 миллиарда долларов – сумму, близкую к рекордам 2008-09 годов. Ситуацию усугубляло ФРС, которое хоть и свернуло программу сокращения баланса, но продолжало наращивать операции обратного РЕПО с Центробанками. С 2015 года, когда лимит на такие сделки был снят, их объём вырос втрое – со 100 до 300 миллиардов долларов.

В ситуации инвертированной кривой Центробанки предпочитали инвестировать в обратное РЕПО, а не в облигации США. Тем самым сокращая объём долларовой ликвидности. И даже при фиксированном размере баланса ФРС, эти операции приводили к фактическому ужесточению политики.

Стало очевидным, что в системе недостаточно ликвидности и в скором времени ФРС запустит «печатный станок», четвёртый раунд количественного смягчения QE.

При дефиците бюджета США в триллион долларов в 2019 году и 1,2 триллиона в 2020 году ликвидности просто не хватит, чтобы удовлетворить запросы американского казначейства по привлечению долга. Очередное QE становилось неизбежным: ФРС надо влить в систему 250 миллиардов долларов и продолжать печатать по 150 миллиардов долларов в год, чтобы создать банкам буфер резервов и вернуть хотя бы какой-то хоть и шаткий уровень ликвидности в норму. Но это будет лишь временная помощь и глобальных на-

копившихся проблем этим инструментом уже не решить.

На очередном заседании ФРС прозвучал тезис, что органический рост баланса ФРС потребуется раньше, чем об этом считали ранее. Под «органическим ростом» конечно же имелся ввиду запуск нового раунда QE. А ведь чуть более месяца назад только закончили программу по сокращению баланса. И стало очевидным, что любое изъятие ликвидности сразу же приводит к падению. Система требует новых вливаний и без этого уже никак не может нормально функционировать.

Аналогично и в Европе – в конце предыдущего года ЕЦБ выключил «печатный станок», а спустя 8 месяцев тут же его включил, объявив о новом раунде QE.

Баланс ФРС с 10 по 17 сентября увеличился на 75 миллиардов долларов. Хотя официально ещё и не было заявлена программа количественного смягчения, но по сути это она и была. Ведь даже во времена программы QE баланс увеличивался на такое значение за месяц, но никак не за неделю. И очевидно, что это было напрямую связано со случившимся тогда кризисом ликвидности на межбанковском рынке в США.

В начале октября вышли данные о дальнейшем замедлении американской экономики. И вопрос со ставкой на октябрьском заседании ФРС стал практически решённым. Ставка будет понижена третий раз. Прошло чуть больше шести месяцев с мартовского заседания, когда ФРС заявило,



что ставку в 2019 году повышать не будут и лишь в 2020 году повысят её один раз. Но через полгода после того заявления ФРС уже дважды понизит ставку, а в октябре понизит третий раз.

Банк международных расчётов заявил, что QE полностью искалечило нормальное ценообразование и функционирование финансовых рынков. Bloomberg в 2019 году написал в своей статье: "Понятно, что наша модель роста, основанная на кредитовании и поддержке центрального банка, сломана, и исправление заключается не в печатании денег. Спасая нашу экономику от более глубокого кризиса, уколы ликвидности центрального банка задержали признание реальности."

Капитализм не может быть капитализмом без конкуренции. Низкие процентные ставки позволили выжить неэффективным фирмам, а крупным фирмам закрепиться в статусах монополий или олигополий. Инвестиции сократились, поскольку руководители компаний сосредоточились на оптимизации структуры капитала своих компаний."

В октябре руководство ФРС наконец-то объявило о новом раунде скупки активов. Но уточнило, что просит не считать это программой QE. Хотя по факту увеличение баланса началось ещё в сентябре. А ведь в начале года американский регулятор планировал завершить программу QT по сокращению своего баланса 1 октября. Затем в июле уже было принято решение о досрочном прекращении этой программы с 1 августа. Прошло менее двух месяцев и выяснилось,

что баланс необходимо опять наращивать, так как ликвидности в системе не хватало.

Глава Банка Англии фактически признал, что главные центральные банки более не имеют инструментов по стимулированию экономики. И очевидно, что новые запуски QE со стороны ЕЦБ и ФРС не смогут исправить сложившуюся критическую ситуацию в мировой экономике.

Отчаянно пытаясь остановить начинающуюся рецессию в начале октября, вышла новость о том, что ФРС начнёт с 15 октября скупать краткосрочные гособлигации США на 60 миллиардов долларов в месяц. Фактически это новый раунд QE. Но ФРС тогда попросило не называть новый раунд покупки активов количественным смягчением. Видимо, не успели придумать и дать этому явлению новое красивое название. А по факту ФРС признало начало кризиса в 2019 году, так как предприняло абсолютно те же самые действия что и после кризиса 2008 года: стало экстренно увеличивать баланс на 60 миллиардов долларов, что полностью сопоставимо с полноценным раундом QE, которое проводилось с 2009 по 2014 год. Только обстоятельства стали уже гораздо хуже ситуации 2008 года. После мирового финансового кризиса 2008 года, мировая монетарная политика, и, как следствие, ведущие фондовые рынки продолжают работать в ненормальном, восстанавливающем режиме, но ситуация лишь усугубляется и мир находится в перманентном кризисе.

Электронная почта для обратной связи:

a.bezuglyak@gmail.com