Начало года — самое время анализировать прогнозы и тенденции. Предлагаю затронуть тему споров вокруг мандатов центральных банков. Согласно одной точке зрения, выхода из кризиса не видно, смягчение денежной политики только отсрочит дальнейший неминуемый спад, то есть потеря центральными банками контроля над денежной эмиссией не поможет. Сторонники второй точки зрения предлагают дистанцироваться от кризиса введением «реального обеспечения» денег. На мой взгляд, несмотря на то что мандат центральных банков будет существенно пересмотрен, утрата ими контроля над монетарной политикой приведет к гораздо худшим последствиям.

Национализация Центробанков или «золотой стандарт»

Дмитрий ШЕМЕТИЛО,
CFA, директор, Factor Capital UK

Мое субъективное мнение заключается в том, что финансовый кризис начинает отступать, и процесс структурных реформ пройдет быстрее, чем ожидалось, хотя это не главная тема настоящей публикации. По текущему состоянию финансового сектора США понятно, что крупные банки банкротить не будут, они вроде стабилизированы, правительство и Федрезерв сконцентрировались на списывании долгов частного сектора. В последнее время и члены Европейского союза определились с тем, что банкротить банки, особенно большие, никто не даст. Их будут выкупать. Можно обсуждать, будут ли их выкупать за счет акционеров (то есть национализировать) или за счет рекапитализации через эмиссию (субсидии акционерам). При этом правительства не представляют, что делать с национализированными банками, и политические риски от использования механизма национализации выше, чем при списании долгов с баланса ЦБ — тем более что рекапитализация банков к инфляции не приведет, поскольку деньги уже «освоены» и идет восполнение того, что успели растащить. А вот вливание 489 млрд евро на десять лет по ставке 1% даже при марже 4% — это уже субсидия в 20 млрд евро. Результат — недавний рост котировок акций европейских банков. Похоже, ЕЦБ наконец просчитал возможные потери от коллапса банковской системы в условиях «кредитного сжатия» и пытается их минимизировать.

Поэтому трудно согласиться и со следующим положением Михаила Хазина: *«Даже очень большие банки будут банкротить, власти уже об этом неоднократно говорили. По этой причине борьба за эмиссию будет идти в рамках принятия общегосударственных решений, и не очевидно, что финансовый сектор здесь победит[1]».*

Банки банкротить не будут, и вопрос

[1] http://www.km.ru/biznes-i-finansy/2012/01/27/mirovoi-finansovyi-krizis-i-ego-posledstviya/chto-zhdet-mirovuyu-ekonomi

заключается не в том, победит ли финансовый сектор, а в том, сохранится ли независимость монетарной и фискальной политик. При этом общий номинальный размер существующего долга сейчас уже особого значения не имеет. Идет борьба за то, как развернуть тренд и замедлить рост долга без существенного замедления экономики. В условиях ограниченных ресурсов это будет означать сокращение социальных расходов, рост целевых субсидий в производство и уменьшение задолженности частного сектора. Вот и идет борьба за то, кто будет принимать решения об эмиссии, на каком основании, как они будут распределяться.

Ключевым элементом борьбы является вопрос о независимости центральных банков. Тут есть две крайности, между которыми и колеблется вся история. «Золотой стандарт» (или обеспеченные деньги) и полностью необеспеченные деньги. Независимость центрального банка в теории призвана назначить ответственных за разумное соблюдение баланса, то есть экономически рациональная точка зрения на независимость центральных банков — это создание барьера на пути к неограниченному выпуску денег и их обесцениванию или инфляции.

Вспомним историю появления центральных банков. Упрощая, можно сказать, что первоначально их основной целью было финансирование бюджетного дефицита, обычно для ведения войн, через выпуск необеспеченных денег[1]. Когда денег становилось слишком много и доверие к центральным банкам пропадало, наступал очередной кризис, финансовая система списывала старые деньги и на некоторое время возвращалась к обеспеченным деньгам или золотому стандарту в той или иной форме. Неудивительно, что настоящий кризис называют в первую очередь «кризисом доверия». Когда доверие к центральным банкам, к тому, что они будут балансировать денежной массой в интересах оптимального роста и оптимальной инфляции, а не в интересах определенных политических групп, падает, растет цена на золото и обеспеченные деньги.

На практике официальные лица на всевозможных конференциях и презентациях будут уверять в приверженности независимости ЦБ, а в кулуарах — признавать политическое давление и политическую составляющую в принятии решений.

Во многом происходящее напоминает борьбу циников и романтиков. Европейский проект отдает идеализмом и утопизмом, ну а американцы всегда были прагматиками и циниками. Пожалуй, самая крепкая репутация была у Бундесбанка. Ее остатки сохранились у ЕЦБ, по крайней мере пока немецкое правительство справляется с экономической ситуацией. Репутация, а фактически вера в то, что ЕЦБ не будет отвечать за последствия бюджетной политики стран – членов ЕС, — пожалуй, единственное, что еще удерживает евро от краха. Среди экономистов даже появился термин «левитация евро»[2], призывающий объяснить, как же оно еще держится.

Американская ФРС, напротив, всегда отличалась гибкостью, что даже отражено в двойном мандате. Кстати, Виктор Геращенко в одной из передач на РБК открыто говорил, что Алан Гринспен лично рассказывал ему, как ФРС понижала ставки перед выборами для ускорения темпов экономического роста. Правда, конгрессмен Рон Паул призывал провести государственный аудит ФРС[3], но ситуация пока так и не изменилась, что и подталкивает вверх цену на золото. Круче всех поступила Венгрия, внеся изменения[4] в конституцию и закрепив в ней полномочия правительства по назначению руководства банка. Это вызвало немедленную реакцию в ЕС, но, учитывая тяжелое состояние евро, ожидать каких-то резких действий вряд ли стоит.

В то же время, было бы наивно ожидать ослабления давления на ЕЦБ[5]. Скорее всего, произойдет или усиление контроля над центробанками, или компромисс в сторону расширения — или, правильнее сказать, констатации факта, что мандат регуляторов шире, чем только контроль над инфляцией.

Именно поэтому про введение контроля над монетарной политикой через золотой стандарт и переход к обеспеченным деньгам сейчас вспоминают все реже. Сосуществование золотого стандарта и системы необеспеченных денег в условиях глобализации невозможно, заменить долларовые активы на что-либо другое тяжело. США на введение золотого стандарта не согласятся уже из-за опасения коллапса системы в случае потери контроля над монетарной политикой.

При этом даже тяжело утверждать, что «будет усиливаться роль золота как всеобщего эквивалента», поскольку это предполагает, по крайней мере, стабильные относительные цены — то есть одинаковый рост и падение цен на все товары в золоте, а это уже подразумевает неявный «золотой стандарт».

Собственно, это и обуславливает инвестиционную привлекательность золота как зашитного актива, если глобальная монетарная политика выйдет из-под контроля.

В общем, идеальной картины нет, есть «единство и борьба противоположностей», или постоянный поиск компромиссов.

Существует, правда, и альтернативная теория центрального банкинга, согласно которой банковское лобби захватило контроль над выпуском денег и использует его в интересах крупных банков или определенной группы людей[6]. Массу интересного можно найти на сайте Института Фон Мисса[7].

Очень хорошо иллюстрируют риски введения «обеспеченных денег» рассуждения Николая Старикова из его книги «Национализация рубля»[8]. У многих экономистов просто нет времени на разбор элементарных методологических ошибок. Аргументированно выступать против лозунгов на дебатах — все равно что начинать там читать учебник экономики (см. пример таких видеодебатов[9]). Ну а сама методология использования только исторических и политических фактов без анализа экономических последствий называется популизмом. Сама книга — замечательная, прекрасная историческая подборка фактов с оригинальной трактовкой. Вот только из 330 страниц не-

---

[1] Фергюсон

[2] http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5178

[3] http://www.ronpaul.com/congress/legislation/111th-congress-200910/audit-the-federal-reserve-hr-1207/

[4] http://www.ft.com/cms/s/0/62bf412a-4117-11e1-8c33-00144feab49a.html

[5] Глава МВФ Кристин Лагард фактически призвала Европейский центробанк поучаствовать в списании греческого долга вместе с частными инвесторами. До сих пор ЕЦБ такой вариант категорически отвергал. http://www.kommersant.ru/doc/1858655

[6] http://www.youtube.com/watch?v=_9wYu1SR1Wk&feature=related

[7] http://mises.org/

[8] Николай Стариков, «Национализация рубля — путь к свободе России», «Питер», 2011 г.

[9] http://nstarikov.ru/blog/14525#more-14525

посредственно к теме независимости центрального банка и «приватизации рубля» имеют отношение максимум страниц пять в самом конце. Поскольку они сформулированы как тезисы или лозунги, спорить с ними на публичных форумах, как я уже упоминал, бесполезно. Именно поэтому и Константин Сонин, и Николай Кашеев вряд ли могут что-нибудь сразу возразить на тезис, что вся рублевая масса должна быть обеспечена валютными резервами и что это требование МВФ[1] и т.д.

Вот три пункта и еще один шаг по Старикову[2]:

> **«Первый пункт:** национализация Центрального банка и полное его подчинение государству.
>
> **Второй пункт:** национализация природных ресурсов и обрабатывающей промышленности.
>
> **Третий пункт:** введение государственной монополии на торговлю природными ресурсами и торговля ими только за рубли.
>
> **Четвертый шаг** — сильное снижение цен на природные ресурсы для всех, кто будет развивать промышленное производство в России.
>
> Вот эти три пункта позволят поднять российскую экономику и дистанцироваться от того неизбежного мирового кризиса, который сейчас опять назревает».

Теперь переставим местами и добавим немного логики:

1. Национализация природных ресурсов и обрабатывающей промышленности.
2. Введение государственной монополии на торговлю природными ресурсами и торговля ими только за рубли.
3. Сильное снижение цен на природные ресурсы для всех, кто будет развивать промышленное производство в России.
4. Полное подчинение Центрального банка государству.

И как все это будет выглядеть: для начала национализируется «ЛУКОЙЛ», «НОВАТЭК», а также, вероятно, «Уралкалий» и «Норильский Никель», еще что-нибудь. Потом монополизируется продажа нефти, газа, золота и удобрений. Внутри страны все продается дешево за рубли, чтобы привлечь тех инвесторов, которые не испугались национализации, к производству. На внешний рынок продается та же нефть за те же рубли, но по мировым ценам. При этом Россия рубли не печатает, поскольку они должны быть обеспечены ресурсами, а ресурсная база оценена по низким внутренним ценам, и это ограничивает возможности монетарной политики. Свободную конвертацию отменять не будут. Поэтому Россия ставится в заведомо невыгодную ситуацию по отношению к странам, которые продолжают печатать необеспеченные деньги и скупать российские рубли. Рубль укрепляется, и несмотря на то, что Россия покупает технологии и строит заводы, продукция вне страны будет неконкурентоспособна, если не субсидировать ее через низкие цены на энергоносители. В результате придется вводить двойной обменный курс и так далее. Дежавю.

В общем, или Николай Стариков нашел способ обойти закон Грешома[3], или back to the USSR. Как правильно заметил Константин Сонин, «национализация рубля» по Старикову — это верный путь угробить Россию, как угробили СССР.

Я уделил столько внимания «национализации центрального банка», поскольку это классический пример политического популизма, который провоцирует введение «обеспеченной валюты», утерю контроля над обращением денег, усиление рубля и коллапс реального сектора экономики. Это как раз тот сценарий, которого и стараются избежать в настоящий момент экономисты-прагматики, то есть циники. Ну а романтики все еще пытаются удержать рост денежной массы под контролем и поддержать независимость центральных банков.

Глобальная экономика находится под давлением сжимающегося частного спроса, поддерживаемого дешевым кредитованием. Перепроизводство еще сдерживает инфляцию, но срок амортизации основных средств значительно сократился по сравнению с предыдущими кризисами. Получается, что сокращение инвестиций и списывание долгов через эмиссию вполне может помочь экономике вернуться на траекторию медленного, но роста.

Поэтому я надеюсь на победу экономического прагматизма над политическим популизмом, который демонстрирует, например, Китай, где одним из факторов роста стал отказ от независимой монетарной политики и контроль курса юаня. Думаю, в 2012 году мы увидим, что все больше центральных банков будут концентрироваться на валютной стабильности, а не на инфляционном таргетировании. То есть скорее не возврат к «золотому стандарту», а ослабление контроля над инфляцией и введение валютных коридоров. Коррекция доллара продолжится через инфляционные дифференциалы (реальные курсы, а не номинальные), но это даст возможность значительно уменьшить валютные риски и сохранить глобальную торговлю.

Фактически все больше стран будут переходить на долларовый стандарт, но пытаться хеджировать золотовалютные резервы от слишком мягкой монетарной политики США через увеличение доли золота и других материальных активов. Контроль над инфляцией отойдет на второй план, пожалуй, во всех странах, кроме США.

Но всегда остается риск, что Штаты в случае очередной волны кризиса решат реализовать другой сценарий выхода, а именно начнут прямое, бесконтрольное и непрозрачное финансирование бюджетного дефицита. Вот тогда следует ожидать усиления инфляции, затем резкого коллапса экономики и введения обеспеченных денег.

Все это дает достаточно оптимистичную картину в приложении к российскому рынку! Если будет принято политическое решение поддерживать развитие несырьевого сектора в России, то ЦБР будет вынужден ограничить номинальное усиление рубля и продолжать экспорт капитала или наращивание золотовалютных резервов. Необходимость выпуска стерилизационных инструментов окажет негативное давление на процентные ставки. В любом случае, усиление инфляционного давления при ограниченном номинальном усилении рубля будет положительно для акций и спредов корпоративных облигаций.

Звучит тривиально, что обнадеживает! Аналитики начнут снова заниматься своей работой, а разве это уже не приближение к выходу из кризиса?

---

[1] Если кто найдет официальную ссылку на это, буду очень благодарен! Я, наверное, плохо искал... Скорее всего, Стариков считает, что действия ЦБР России, который скупал доллары для предотвращения резкого усиления рубля, и есть Currency Board.

[2] http://nstarikov.ru/blog/14525#more-14525

[3] http://en.wikipedia.org/wiki/Gresham's_law

Cbonds Database

Базы данных по эмитентам, акциям, облигациям, индексам, финансовой отчетности и другим инструментам рынков России, стран СНГ и Emerging Markets

Только необходимая вам информация

- Индивидуальный подход.
- Структура таблиц формируется по желанию клиента.
- Веб-сервис помогает при реализации самых сложных технических задач.

www.cbonds.info

ak@cbonds.info

на правах рекламы