«А вот я в Страшный суд верю!» — говорил Иван IV Грозный устами исполнителя собственной роли, Петра Мамонова, в фильме «Царь» Павла Лунгина. Фильм, кстати, неплохой... Апокалиптическое сознание — очень модное у нас в России, на этом делаются медийные карьеры.

Судный день для финансовой системы

Николай КАЩЕЕВ,
начальник аналитического отдела департамента операций на финансовых рынках, Сбербанк РФ

Если американцы с помощью фильмов, типа «Послезавтра» или Resident Evi, выпускают под попкорн фрейдистские пары и избегают таким образом прогрессирующих неврозов, то у нас, как водится, все бывает всерьез: какие-то русские люди несколько лет назад, помнится, даже прятались в пещерах от предсказанного их вождем конца света и терпели лишения, пока не начались действительно серьезные последствия. Кстати, С. П. Мавроди тоже обещает, как мы знаем, финансовый апокалипсис, суть которого многозначительно скрывает с хитринкой в эллинских глазах за толстыми стеклами очков, и у него под это дело находится несколько тысяч последователей. Видимо, всадников апокалипсиса. Причем это явно гвардия, так как они с честью прошли неоднократные испытания по добровольному отречению от собственности, четырежды и более раз наступили на толстые и крепкие грабли и, если что, видимо, готовы дважды прыгнуть с Вавилонской башни. На худой конец, с Останкинской.

Любимой темой наших всадников на конях бледных в области экономики является крах США, а лучше — всего атлантического капитализма. Пусть ценой благополучия и через невзгоды для самих кавалеристов, но они убеждены, что сами-то все вынесут, ибо еще деды были непривередливы, да и вообще потерпят ради наслаждения актом установления Справедливости: глядя, как проклятые избалованные янки вместе с их прихлебателями заживо горят в адском пламени. А потом, за отсутствием конкуренции, видимо, на землю вернется воскресший и помолодевший социализм, со всеми его прелестями, в виде, например, бесконечных чаев в бесчисленных НИИ.

Впрочем, не о глашатаях конца света речь; довольно им эфирного времени. А и в самом деле, господа хорошие, как мы будем жить после всего этого? Так или иначе, попытки ответить на этот принципиальный вопрос делались нами и ранее. Полагаю, что тех, кто считает, что со временем все пойдет в точности так, как было раньше, мягко говоря, не много. Да, циклическое развитие экономики и движение рынков дает нам основание говорить, что человечество никогда не учит уроки до конца: спустя несколько лет события вокруг даже самого жестокого кризиса забываются и круговое движение (по Х. Мински) повторяется. Но все же вряд ли, как бывает после первой брачной ночи, ситуацию можно в точности вернуть к прежнему положению вещей: просто люди оказываются настолько изобретательными, что играют с новыми правилами, но в прежнюю игру.

После Великой депрессии остался закон Гласса–Стигалла, который, выждав время, все же отменили. Откровенно. После Энрона — закон Сарбанеса–Оксли, который пока действует (М. Ромни обещал его как минимум заметно изме-

нить). А вот от кризиса savings & loans середины 1980-х — этой репетиции нынешнего — осталась схема «плохого банка», которая, возможно, сыграла злую шутку с нами в дальнейшем. Resolution Trust Company вполне могла создать иллюзию безопасности вхождения в одну реку, повторения истории S&L: ведь это государство проглотило $120 млрд убытков от чрезмерно рискованной активности финансовой системы! Появись тогда какая-нибудь soft–версия Гласса–Стигалла, какой-то закон, вроде Додда-Франка, может быть, обошлось бы и в 2008 году. Или произошло бы все несколько иначе. А может быть, и нет.

Я долго смотрел на рисунок 1, который привожу в тексте, и думал, как его можно нормализовать, потому что показанные на нем колебания казались мне чрезмерными и, возможно, непоказательными в связи с глубокими изменениями в самой экономике. Для того чтобы создать более наглядным, например, график цены золота, которая бешено росла с 2001 года, сделав прежние ценовые уровни ничтожными, достаточно ввести логарифмическую шкалу. Однако в данном случае это было бы неверным решением, скрывающим суть происходящего. Другой простейший прием для разных макроэкономических презентаций — выражать величины в долях от ВВП. Но я отказался от такого приема: в самом деле, и сам ВВП в значительной мере определяется теми величинами, которые тут отображены. Потом я дефлировал данные и корректировал их на курс доллара по долларовому индексу... Но все тщетно, волатильность почти не снижалась. Может быть, следовало бы выразить показатели в золоте... Но при чем тут золото? Нет, оно тут кое при чем, как почти всегда, но — все не то...

Тогда я прибегнул к последнему методу, который должен был помочь мне убрать хотя бы отчасти пресловутый экстенсивный фактор: привести все величины на душу населения. И вот что вышло (см. рисунок 1).

Это всего лишь график некоторых макроэкономических индикаторов, отражающий общую макроэкономическую волатильность.

В чем трудности его прорисовки, спросите вы? А в том, что мне нужно было одновременно сохранить и показать на данном графике и масштаб роста денег, и связь с этим колебаний ряда важных макропоказателей и в то же время снять эффект, что называется, «органического» роста экономики — увеличения ее собственных масштабов со временем. Решение, примененное мной, неоднозначно. Но в итоге график показывает то, что я примерно и ожидал увидеть: рейганомика внутри США и глобализация, отчасти связанная с ней, особенно финансовая, запустили движение, напоминающее нарастающие шоки в земной коре. Или кардиограмму во время сердечного приступа.

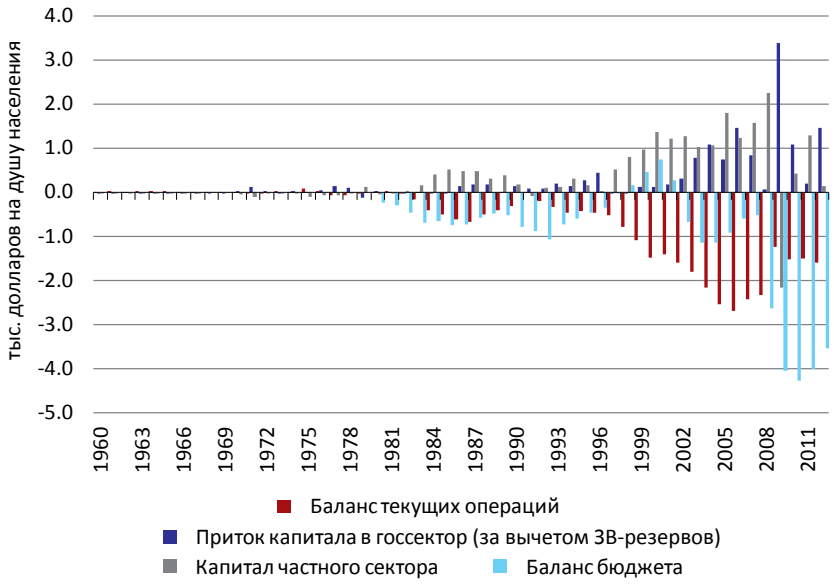

Рисунок 1

Динамика макроэкономических индикаторов в США

Процесс начал лавинообразно нарастать в конце 1990-х, когда машина глобального роста с опорой на финансовую отрасль вырвалась на оперативный простор. Капитал прорвал национальные плотины и иные ограничения и превратился в бурный поток, постоянно нараставший и обретавший все большую мощь. Это движение, начатое в 1980-е, стало крепнуть с крахом социалистического лагеря и вступлением Китая в ВТО в начале 1990-х. Ничто, казалось бы, не препятствует тому, чтобы подобная картина повторилась и далее, после 2012 года, с еще большим размахом! Хотя это уже было бы похоже на инфаркт.

Есть гипотеза, что все же корни данного тренда — в 1970-х, и растут они из такого события, как отмена бреттонвудской системы и либерализация финансовой сферы. С исчезновением последнего «якоря для денег», доллара, привязанного к золотому содержанию, в мире свободно плавающих валют частная финансовая система, включая теневую, то есть не вполне регулируемую ее составляющую (хедж-фонды, инвестбанки, SIV и прочее), окончательно овладела невероятной возможностью — генерировать деньги по своему собственному усмотре-

ВСЕ ЖЕ ВРЯД ЛИ СИТУАЦИЮ МОЖНО В ТОЧНОСТИ ВЕРНУТЬ К ПРЕЖНЕМУ ПОЛОЖЕНИЮ ВЕЩЕЙ: ПРОСТО ЛЮДИ ОКАЗЫВАЮТСЯ НАСТОЛЬКО ИЗОБРЕТАТЕЛЬНЫМИ, ЧТО ИГРАЮТ С НОВЫМИ ПРАВИЛАМИ, НО В ПРЕЖНЮЮ ИГРУ

нию. Активность в этом увлекательном процессе, осуществляемом на основе относительно небольшого объема реально эмитированных денег, так называемой денежной базы, примерно равной валюте баланса центрального банка, отражается денежным мультипликатором, который рассчитывается как отношение денежной массы M2 к денежной базе.

Денежный мультипликатор означает, что банки смогли выдать реально эмитированные центробанком деньги в кредит N раз; ведь каждый кредит, кроме наличного, — это чей-то депозит. Для США 2006 года данный мультипликатор был равен более 20 крат (после кризиса упал вдвое), в РФ он — всего около трех и держится у этой величины довольно давно. Создание неограниченного кредита из неограниченного виртуального объема депозитов и есть способность финансовой системы генерировать деньги частным образом. В нашумевшей работе авторов Jaromir Benes и Michael Kumhof The Chicago Plan Revisited, выпущенной, к крайнему удивлению многих hardliner'ов, Международным валютным фондом, речь идет именно об этом феномене. Но и о том, как с этим бороться.

«ЧИКАГСКИЙ ПЛАН», РОЖДЕННЫЙ ВО ВРЕМЯ ВЕЛИКОЙ ДЕПРЕССИИ, ИМЕЛ ЦЕЛЬЮ ЛИШИТЬ БАНКИ ВОЗМОЖНОСТИ ГЕНЕРИРОВАТЬ ДЕНЬГИ И ПРЕДЛАГАЛ ВМЕСТО НЕЭФФЕКТИВНОГО ЗОЛОТОГО СТАНДАРТА ИНОЙ «ЯКОРЬ ДЛЯ ДЕНЕГ», ПОЗВОЛЯВШИЙ ВЗЯТЬ ПОД ПОЛНЫЙ КОНТРОЛЬ ДЕНЕЖНУЮ СФЕРУ

Понятно, почему работа вызвала некоторый шум. Дело в том, что «чикагский план», рожденный во время Великой депрессии — в 1936 году, имел целью лишить банки возможности генерировать деньги и предлагал вместо неэффективного золотого стандарта иной «якорь для денег», позволявший взять под полный контроль денежную сферу. Собственно, как справедливо указывают авторы работы, денежная база и при золотом стандарте, и в бреттонвудской системе уже мало способна оказывать влияние на денежную массу, коль скоро банки сами могут создавать себе депозиты. Эмиссия ограничивается конкретно для центрального банка страны, и вследствие этого он является неспособным при некоторых обстоятельствах проводить, например, стимулирующую денежную политику. После отмены «якорей» регулятор более не ограничен в этом. Но данный факт, конечно, довольно явно влияет и на деятельность частных финансовых институтов по наращиванию денежной массы, но не контролирует ее полностью. И знаменитый conundrum Гринспена, возможно, происходил не только от поглощения объемов длинных Trys центробанками развивающихся стран.

Я ПОДОЗРЕВАЮ, ЧТО ЛЕГКОСТЬ ФОНДИРОВАНИЯ БИЗНЕСА — БОГ С НИМ, С ФИНАНСОВЫМ, Я ПРО РЕАЛЬНЫЙ — ПРИ СТОЛЬ ПЛОТНОЙ ОПЕКЕ ГОСУДАРСТВА И ЦЕНТРОБАНКА ОСТАНЕТСЯ В ПРОШЛОМ

«Чикагский план» был направлен именно на борьбу с частной генерацией денег. Согласно этому роковому для банковской системы плану денежный мультипликатор стремился к единице. Дело в том, что план предусматривал два основных положения:

– под все депозиты банковской системы должны создаваться резервы в размере 100% депозитов из денег, занятых у Минфина;

– все кредиты выдаются только из собственных средств банков либо из денег, занятых у центробанка.

При этом долг, накопленный в экономике, практически прекращает существование, а денежная сфера переходит под абсолютный контроль монетарных властей и становится полностью управляемой. Денежный рынок почти прекращает свое существование...

Собственно, автором плана являлся экономист 1930-х Irving Fisher, а Jaromir Benes и Michael Kumho просто воспользовались современными экономическими моделями, чтобы смоделировать последствия введения плана в жизнь. Вышло, что экономический рост достигает... 10% в первые годы, инфляция снижается, но никто больше не боится отрицательных реальных ставок!

Как это делается? В три этапа (см. рисунок 2).

Желающие могут внимательно прочитать исследование на сайте МВФ. Пищи для размышлений там много.

Не вполне то, конечно, вызвало шум, что предлагается некая, очень необычная и «жестокая» по отношению к банкам, как мы привыкли их воспринимать, схема. А то, пожалуй, что это публикует МВФ — учреждение отнюдь не маргинальное... Мне лично эта система не по душе: я подозреваю, что легкость фондирования бизнеса — бог с ним, с финансовым, я про реальный — при столь плотной опе-

Рисунок 2

«Чикагский план»

ке государства и центробанка останется в прошлом. Станет сложнее управлять балансом. Если что, то, наверное, можно многого было бы добиться ограничением левериджа и частичным резервированием, но без «вырубки» рынка. Да и ввести такую систему в действие будет, пожалуй, весьма тяжело, поскольку юрисдикций в мире много, а столь недружелюбная схема (намного радикальнее и Додда-Франка, и Гласса–Стигалла), конечно, отправит многие финансовые учреждения на поиски лучшей доли — вода щель найдет.

Однако сам факт серьезного обсуждения столь радикальных решений говорит о том, что приходит время добраться до корней кризиса. Доберемся ли на деле — еще один вопрос. Но не сейчас, так позже, а придется. Нельзя войти в одну и ту же реку дважды, а после кризиса это было бы еще и глупо. Однако разочаруем тех, говоря о которых мы начали эту статью: река все равно течет и останавливаться не собирается. Так или иначе, но мы по ней со временем поплывем дальше.

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.

на правах рекламы

www.cbonds.info

ak@cbonds.info