

Что надо сделать для того, чтобы финансы не пели романсы: взгляд «из-за бугра» (обзор современной дискуссии в периодике)

Валерий Миронов

Тяжелый финансовый кризис, который, как всегда, пришел неожиданно и надолго затянулся, вызвал у части политиков, особенно европейских (Саркози, Меркель) тягу к легким решениям, в частности, попытки списать все беды на финансовый рынок, обвинив его в спекулятивной направленности и, как следствие, зарегулировав банковские рынки и резко ограничив использование производных инструментов (особенно внебиржевых). В краткосрочном плане так может и произойти, но в стратегическом этот путь может оказаться бесперспективным. Роль финансового сектора как посредника в трансформации сбережений в инвестиции и как «контролера» качества корпоративного управления не уменьшается, он остается одной из трех-четырёх корневых сфер в экономике 21-го века.

По результатам опроса 247 экспертов из 53 стран мира, проведенного Институтом посткризисного мира в ноябре 2009 – январе 2010 г., в ближайшие 10 лет главными факторами, определяющими конкурентные преимущества стран, будут:

– Человеческий капитал	-45,0%
– Природные ресурсы	-36,1%
– Новые высокие технологии	-32,9%
– Эффективный финансовый сектор	- 19,4%
– Инновации госуправления	- 17,1%

Источник: <http://www.postcrisisworld.org/>.

Большое число профессиональных экономистов (особенно в США) понимают, что прогресс в финансовой сфере вряд ли можно остановить и что перестройка модели функционирования мировой экономики, направленная на преодоление глобальных дисбалансов, будет связана не с уменьшением финансового сектора, а скорее с его региональным переустройством, то ли в направлении ускоренного развития финансовых посредников в развивающихся странах, «где около трех миллиардов людей находятся вне финансовой системы хотя имеют такой доход, который позволяет им делать сбережения», то ли в направлении усиления конкуренции финансовых институтов развитых стран, где «в связи со старением населения и уменьшением объема сбережений формируется тренд на рост процентных ставок и удорожание капитала при росте мировой потребности в инвестициях»¹.

О такого рода тенденциях говорят и конкретные события, и дискуссия о путях совершенствования прогнозных макроэкономических моделей, в том числе использующихся центральными банками, в солидных академических журналах развитых стран.

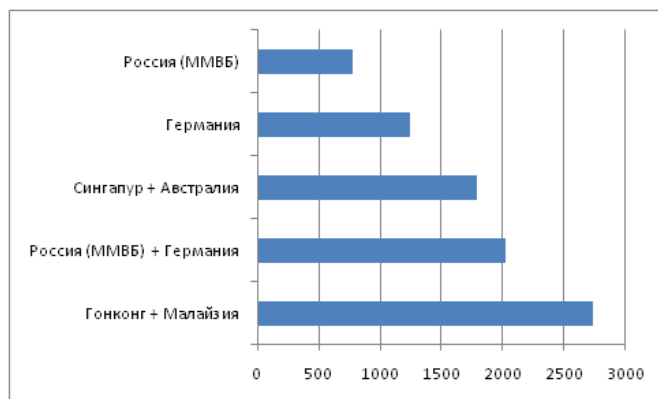
Конкретные события говорят о том, что перестройка мировой финансовой системы продолжается, но пока не в направлении сворачивания и упрощения финансовой активности, а скорее в сторону усиления борьбы за сбережения и углубления конкуренции глобальных сетевых площадок, о чем говорит произошедшее слияние Франкфуртской биржи и NYSE Euronext, австралийской ASX с сингапурской SSE, продолжающиеся переговоры Лондонской биржи LSE с канадской TMX, разговоры о слиянии Гонконгской биржи с Малайзийской, а также знаки внимания, которые немецкая биржа до недавнего времени оказывала российским биржевикам, по слухам предлагая им союз.

Что касается бурной дискуссии в последних номерах американских экономических журналов, то она особенно интересна. Хотя дебаты идут вокруг т.н. DSGE-models – то есть макроэкономических Dynamic Stochastic General Equilibrium models (пришедших

¹ А. Моисеев, Россия и мир, <http://www.hse.ru/data/2011/02/19/1208532708/Moiseev.pdf>.

после т.н. «критики Лукаса» в 80-е годы на смену старым моделям, основанным на учете динамики спроса и предложения в рамках стабильного режима экономической политики)², однако фактически на авансцене финансовый сектор и его более адекватный учет в макропрогнозировании.

Капитализация бирж-конкурентов ММВБ, в среднем за год в 2010 г., млрд. долл. США



Источник: World Federation of Exchanges (WFE).

На фоне провалов в предвидении нынешнего экономического кризиса попытки усовершенствовать существующие макромоделли на основе интеграции корпоративных и поведенческих финансов и макроэкономики не только не сошли на нет, а даже усиливаются.

Во-первых, делается вывод о том, что в макромоделлях нужно учитывать не только т.н. трения рынка активов и труда, то есть лаги в росте цен или зарплат в ответ на стимулирование спроса (что позволяет использовать денежно-кредитную политику для краткосрочного стимулирования экономики), но и идти дальше. Ряд важных обобщений делает Президент Федерального резервного банка Миннеаполиса, где активно развиваются макроисследования, госпожа Н.Кочерлакова. Она предлагает учитывать как сам по себе «эффект финансового богатства, что влияет на потребление индивида, который тратит больше, если стоимость его финансовых активов растет» (это пытается использовать Б. Бернанке в ходе второго этапа количественного стимулирования экономики США³), так и «неравномерность распределение этого финансового богатства в ходе экономического цикла и обращать в связи с этим большее внимание на огромное влияние уровня реальной безработицы на экономическую динамику». По ее мнению, в этом случае потери экономики с развитым рынком акций в ходе кризисов далеко не сводятся к потерям в текущем ВВП, а гораздо больше. При этом, самое важное и трудное в том, чтобы найти пути одновременного учета в прогнозировании трений на рынке активов, труда и финансов, чего до сих пор сделать не удалось сделать⁴.

Во-вторых, по мнению Н.Кочерлаковой, в макроэкономических моделях нужно научиться учитывать «влияние постоянного массированного перетока богатства между финансовыми рынками, а также воздействие «дыхания» этих рынков на структуру финансирования корпораций реального сектора (разделение между банковскими займами, облигациями и акциями) и их эффективность». Задача сложная «как в силу того, что внимание финансов на цикл в США до сих пор фактически игнорировалось, так и из-за того, что в своих решениях агенты финансового рынка опираются по

² Это новые модели называют DSGE-models, что является аббревиатурой. Слово Dynamic в аббревиатуре DSGE-models относится к действию экономических агентов на основе предвидения развития экономической ситуации, Stochastics означает учет их реакции на возможные шоки, General означает комплексную увязку всех частей экономики в модельном комплексе, Equilibrium означает учет внешних ограничений и целевых функций, используемых домашними хозяйствами и фирмами.

³ Интервью Б.Бернанке, <http://top.rbc.ru/economics/19/11/2010/501726.shtml>.

⁴ N. Kocherlakova, Modern Macroeconomic Models as Tools for Economic Policy//The Federal Reserve Bank of Minneapolis, May 2010.

большей части не на открытую статистику, а на скрытую информацию»⁵ типа прогнозируемых выплат по активам или ожидаемые перспективы деятельности корпораций реального сектора экономики⁶. Кроме того, важную роль в таких важных для макроэкономики событиях как банкротства банков и кредитные сжатия и пузыри на рынках активов играют т.н. самосбывающиеся прогнозы, учитывать которые макроэкономисты пока научились далеко не в полной мере⁷.

В-третьих, существующие макромоделли предсказывают слишком быстрое восстановление экономического роста и не могут объяснить длительный характер кризиса, когда рецессия переходит в депрессию даже на фоне активной антикризисной деятельности монетарных властей⁸. Роберт Холл из Стэнфордского университета - не стремится предугадать будущие прорывы в макроэкономической теории - так как это, на его взгляд, невозможно, но предлагает хотя бы начать с усовершенствования имеющихся подходов.

Во-первых, по его мнению, надо понять, «почему рост безработицы не приводит к адекватному снижению заработной платы людей имеющих работу, к снижению издержек и более быстрому выходу из кризиса, какие институты или поведенческие стереотипы этому препятствуют?»

Во-вторых, в чем причины «затягивания кризиса потребительских ожиданий, когда население не возобновляет покупок товаров длительного пользования, то ли не будучи уверенным в устойчивости роста доходов, то ли не рассчитывая на размораживание кредитного рынка».

В-третьих, автор призывает подумать над тем, как «позволить кредиту играть важную роль в нормальные времена, но уменьшить его опасность в ходе кризиса». Традиционное банкротство здесь неприменимо (дефолт «Леман-Бразерс» обвалил мировую экономику), но и жертвовать эффектом масштаба и ограничивать размеры банков тоже не хочется. Один из выходов может состоять в том, чтобы обусловить (или закрепить законодательно) конвертацию долга в акции при начале кризиса.

В-четвертых, автор толкает читателя к поиску новых путей стимулирования экономики за счет мер денежно-кредитной политики даже при достижении процентными ставками нулевой границы, то есть фактически к тому, чтобы отыскать пути выхода из ликвидной ловушки за счет снижения процентной ставки ниже нуля.

Что все это означает для российской экономики и ее нового курса? Актуально ли для России, которая попала скорее в институциональную ловушку⁹, а не ловушку ликвидности, ускоренное развитие финансового сектора?

Вне всякого сомнения, актуально. Финансовый сектор России, по мировым меркам не очень велик – в 2009г. фондовый рынок и банковские кредиты составляли лишь около 70% ВВП, но с постепенным переходом к предоставлению ликвидности через каналы

⁵ N. Kocherlakova, Там же.

⁶ Мы в «Центре развития» в сотрудничестве с ИНП РАН в свое время (в 2005–2006 гг.) тоже делали попытку более глубокой, чем обычно, интеграции макромоделли и модели финансового рынка в рамках НИРа для МЭРИТ России на тему: "Развитие модели финансов отраслей с переходом в ОКВЭД" (Руководитель проекта В.В.Миронов, руководитель со стороны соисполнителя – М.Н. Узяков).

1 этап: "Разработка модельного блока и сценарного прогноза развития основных отраслей топливно-энергетического комплекса России на период до 2015 г."

2 этап: "Разработка комплексной межотраслевой модели прогнозирования финансовых показателей отраслей экономики (с учетом ресурсов финансового рынка) и сценарного прогноза их развития на период до 2015 г." (<http://www.dcenter.ru/customer.htm>).

Правда при этом в качестве базовой использовалась не DSGE-model, а многоотраслевая модель на основе межотраслевого баланса (МОБ).

⁷ N. Kocherlakova, Там же

⁸ На это указывает Robert N. Hall в новой статье Why Does the Economy Fall to Pieces after a Financial Crisis?// Journal of Economic Perspectives – Volume 24, #4-Fall 2010.

⁹ Институциональная ловушка, на мой взгляд, состоит в ренто-ориентированном поведении сконцентрированных в парламенте групп старой элиты (чиновники, сырьевики и естественные монополисты) при недостаточных законных возможностях для расплывенных групп новых элит конкурировать с ними и модифицировать экономическую систему. Это фиксирует статус-кво при низком уровне эффективности старой экономической системы в новых пост-кризисных условиях.

Банка России, а не через покупку нефтяной валюты, его размеры и роль должны резко возрасти. Поэтому думать о повышении его ликвидности, совершенствовании регулирования и институциональной структуры необходимо уже сейчас.

Если опираться на достижения новой институциональной теории, то можно сказать, что развитие финансового рынка – одно из важнейших направлений новой стратегии реформ в России, так как повысит вероятность осуществления венчурного по своей природе инновационного сценария, успех которого, как показывает мировой опыт не гарантирован никому даже при казалась бы самой грамотной инновационной политике, а в значительной мере зависит и от удачи и от облечения поиска денег на инновации вне бюрократический процедур¹⁰.

Наконец, развитый финансовый сектор позволит российской экономике, которая в течение ближайших 10 лет точно будет по инерции ориентироваться на сырьевой экспорт, застраховаться от негативных последствий двух крайних сценариев при базовой экспортно-ориентированной траектории. Он позволит смягчать ценовые шоки, если цены на нефть на фоне ближневосточных революций вдруг начнут расти и в России вновь возникнет двойной макроэкономический профицит, связанный с притоком капитала и ростом положительного торгового сальдо, что приведет к слишком сильному укреплению рубля. Он сделает возможным более комфортное привлечение средств с рынка акций или с долгового рынка, если цены на нефть будут низкими, а на внешних долговых и фондовых рынках усилится конкуренция за счет страдающих от долгового кризиса стран Евразии, США и Японии.

Именно невозможность стерилизовать приток рублевой выручки в 2000-х годах на развитом национальном финансовом рынке способствовала сохранению в России высокой фоновой инфляции, а значит и стремлению предприятий накапливать в ходе цикла значительные запасы материальных оборотных средств, что при снижении спроса в период кризиса наносило мультипликативно усиленный удар по производству. В результате львиная доля кризисного падения российской экономики и в 1998 и 2008-2009гг. приходилась в России на фактор запасов, доля даже большая, чем в ходе кризисов первой половины 20-го века в США (См. Таблицу ниже), которая там уменьшилась лишь с развитием логистики и снижением инфляции

Конечно, чрезмерному наращиванию запасов также способствовала огромная российская территория, кратно большее чем в Европе транспортное плечо российских производителей, неразвитые инфраструктура и логистика, культура корпоративного управления, однако инфляция также важна.

При эффективном и сбалансированном подходе к развитию финансового сектора, предполагающем нахождение правильного соотношения между банковским и фондовым сегментами, что статистически важно для увеличения доли финансового сектора в целом в ВВП¹¹, при увеличении внимания к нему по сравнению со старым вариантом долгосрочной стратегии развития России (где он получил меньше места, чем прочие важные, но не базовые инфраструктурные отрасли), страна постепенно (при целенаправленной и креативной финансовой политике и использования синергии от эффективного разделения финансовых функций между Москвой и Санкт-Петербургом) может стать и международным финансовым центром, несмотря на ее текущее низкое место в рейтинге финансовых центров мира.

¹⁰ М.И. Столбов, Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы, М., 2008, с. 170.

¹¹ Там же, с. 171.

Рецессии в США и запасы: историческая хроника

Рецессии	Суммарное падение ВВП с пикового значения до дна, %	Вклад изменения запасов в динамику ВВП, п.п.	Вклад изменения спроса в динамику ВВП, п.п.
С 1952-53 до 1981-82	-2	-1,4	-0,6
1990-91	-1,3	-0,8	-0,5
2001	0,3	-0,7	1,1

Источник: The Federal Reserve Bank of St. Louis, National Economic Trends, Jan. 2005.

Наконец, развитие финансовой инфраструктуры и вывод на финансовый рынок большого количества новых предприятий позволит, российскому правительству перейти от раздачи «еды» нуждающимся к изготовлению и раздаче удочек для ловли рыбы, чтобы привыкшие к оголтелому патернализму российские предприниматели в большей степени полагались на свои усилия, а не на лоббирование своих интересов в правительственных кабинетах.