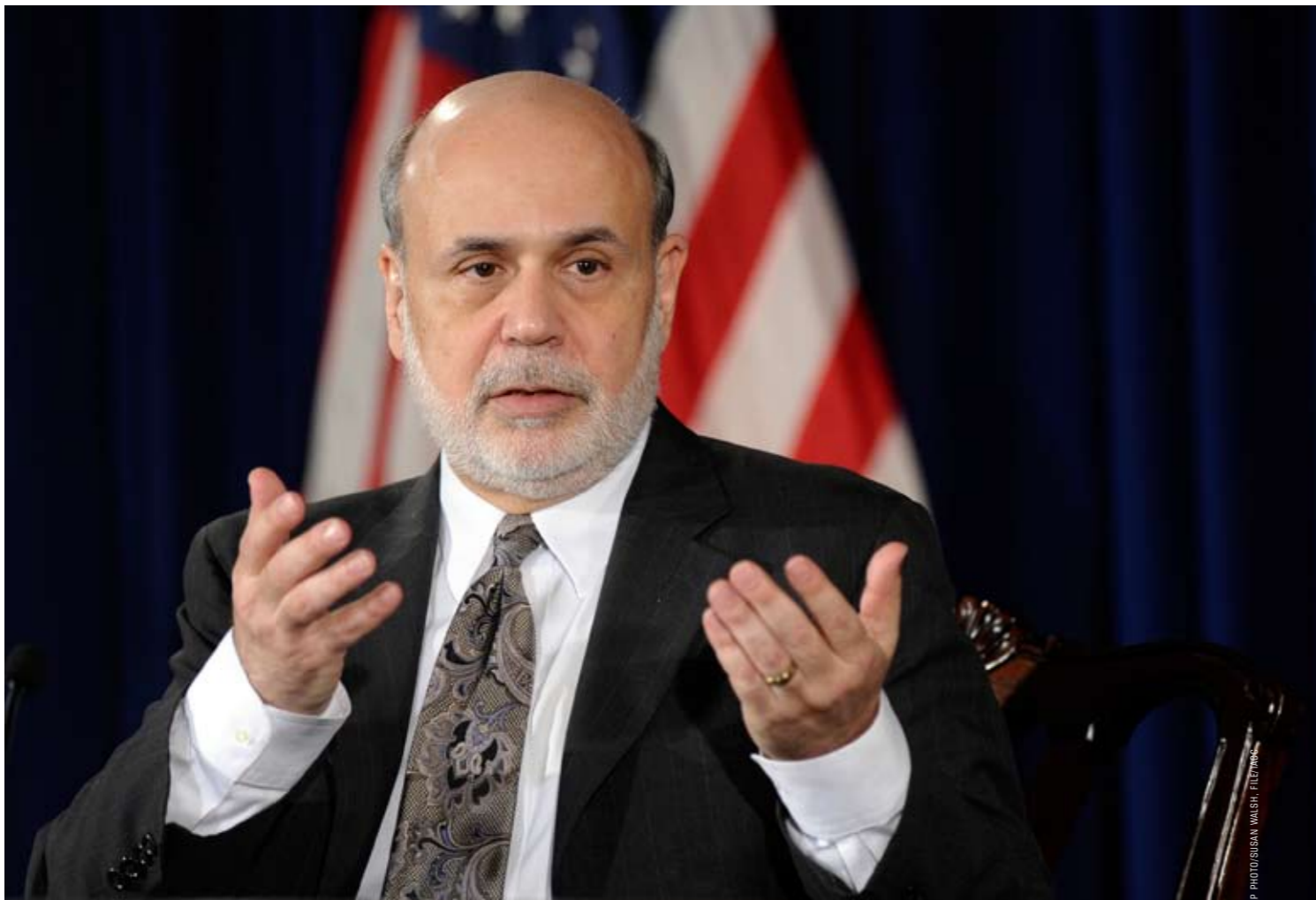


Георгий Трофимов*

Денежный вертолет: взлет и посадка

Денежная накачка в соответствии с теориями нынешних нобелиатов по экономике помогла купировать финансовый кризис 2007–2009 годов, но спустя 15 лет обернулась глобальным всплеском инфляции.

Как погасить его, не загоняя мир в рецессию, эти теории не сообщают



AP PHOTO SUSAN WALSH / GETTY IMAGES

Премия шведского Риксбанка памяти Альфреда Нобеля по экономике 2022 года присуждена трем американцам — Бену Бернанке, Дугласу Даймонду и Филиппу Дибвигу — «за их вклад в эмпирические и теоретические исследования, объясняющие природу банковской деятельности, причины возникновения кризисных ситуаций в банковской системе и механизмы распространения кризисов на реальные сектора экономики». Причем если Даймонд и Дибвиг — классические кабинетные ученые-теоретики,

*Главный научный сотрудник Лаборатории современных финансовых исследований.

то Бен Бернанке всемирно известен как удачно поработавший практик — на посту председателя совета управляющих ФРС (он возглавлял американский ЦБ два срока, с 2006 по 2014 год) он оказался «главным пожарным» в эпицентре глобального финансового кризиса и, по общему признанию, справился с этой работой пусть и не безупречно, но в целом успешно. Но премия догнала Бернанке не по совокупности практической заслуг, а именно как ученого. Оказывается, его действия в 2007–2009 годах были не удачной импровизацией, а практическим воплощением научных трудов «пожарного», сфокусированных на изучении функционирования финансового сектора США и других стран в годы Великой депрессии 1930-х годов.

Операторы рисков, детонаторы кризисов

Функционирование любой современной экономики немислимо без банковской системы. Наряду с рынками капитала она обеспечивает финансовое посредничество, которое важно с макроэкономической точки зрения как канал трансформации сбережений населения в производственные инвестиции. Благодаря диверсификации проектов в кредитном портфеле банки осуществляют оценку и перераспределение инвестиционных рисков, избавляя вкладчиков от беспокойства. Трудно переоценить роль банковской системы как все еще ключевого звена национальной платежной системы (хотя с глобальным развитием проектов цифровых валют централь-

ных банков эта роль будет серьезно трансформирована).

В качестве финансовых посредников коммерческие банки осуществляют значительный объем информационно-аналитической работы. Она необходима в связи с отбором кредитов, включая скрининг и мониторинг проектов, анализ потенциальной доходности, экспертизу кредитных рисков, оценку стоимости залоговых активов и т. д. Крупные и средние банки являются центрами принятия

Возглавляя ФРС США,

Бен Бернанке залил гло-

бальный финансовый кри-

зис деньгами. Решимости

ему придали собственные

исследования роли дефи-

цита ликвидности в раз-

вертывании Великой де-

прессии 1930-х годов

финансовых решений, подразумевающих высокий уровень компетентности в различных сферах бизнеса и технологий.

Тем не менее роль в экономике банковской системы и, в более широком смысле, системы финансового посредничества может быть неоднозначной. Из-за своей двойной природы — как посредников в трансформации сбережений в инвестиции и как звеньев платежной системы — банки уязвимы к макроэкономическим рискам, причем в большей мере, чем другие сегменты финансовой системы, например рынки капитала. При этом банковская система может сама генерировать такие риски из-за стремления банков к получению односторонней выгоды. Достаточно вспомнить российский кризис неплате-

жей 1990-х, когда движение денежных средств в экономике искусственно сдерживалось банками ради выигрышей от инфляции и спекулятивной игры против рубля на валютном рынке.

Вклад банков в развитие кризисных процессов в экономике может быть гораздо шире и разнообразней. Как показали эмпирические исследования Бернанке, эти институты играют ключевую роль в экономических кризисах. Наиболее важный исторический пример, детально исследованный Бернанке, — Великая депрессия, охватившая почти весь мир. Он продемонстрировал, что главным фактором глубокой и затяжной рецессии в США с падением ВВП почти наполовину и увеличением безработицы до четверти трудоспособного населения был системный банковский кризис.

Фундамент в создание современной теории банковского дела был заложен в новаторских статьях Даймонда и Дибвига. Работы всех трех нобелевских лауреатов появились на свет почти одновременно, в 1983–1984 годах, и оказались взаимодополняющими. До этого момента экономическая наука уделяла банковской системе мало внимания. Как исключение стоит отметить пионерный вклад австрийского экономиста Йозефа Шумпетера, сделавшего акцент на способности банков передавать покупательную силу предпринимателям, и американского экономиста Ирвинга Фишера, изучавшего роль банковской системы в Великой депрессии непосредственно в годы ее разворачивания.

Однако эти работы не смогли дать толчок дальнейшим исследованиям в данном направлении. Банкам не уделялось внимания ни в неоклассической, ни в кейнсианской теории макроэкономики. В монетаристских конструкциях банки рассматривались лишь как передаточное звено в системе предложения денег. В теории финансов долгое время доминировала концепция Модильяни — Миллера, согласно которой структура обязательств корпорации и способы финансирования проектов не имеют значения. Началу серьезных теоретических исследований природы банковской деятельности способствовало развитие в 1980-е годы теории финансовых контрактов, для которой одной из опорных работ стала как раз модель Даймонда — Дибвига.

Откуда берутся длинные деньги

Основной проблемой банковской теории, предложенной Даймондом и Дибвигом, является противоречие интересов вкладчиков и заемщиков. Вопрос в том, каким образом возможно финансирование длинных кредитов с помощью коротких

обязательств банка. Вкладчики могут держать свои средства в депозитах до востребования, а заемщикам, осуществляющим долговременные проекты, не нужно возвращать кредиты раньше определенного времени. В статье, опубликованной в 1983 году, Даймонд и Дибвиг показали, каким образом банки способны разрешить это противоречие, или, пользуясь расхожим российским клише, создавать длинные деньги.

Они предложили теоретическую модель, объясняющую посредническую функцию банков, суть которой можно представить следующим образом. Рассматриваются вкладчики — домохозяйства, размещающие свои сбережения, и заемщики, привлекающие финансовые средства для реализации долгосрочных проектов. Они приносят прибыль, если не ликвидируются раньше времени. Однако у некоторой части вкладчиков может возникнуть шок ликвидности, то есть неожиданная потребность в ней, реализовать которую можно лишь за счет досрочного изъятия средств из проекта.

Если бы домохозяйства финансировали проекты напрямую, то возникновение шоков ликвидности у части вкладчиков приводило бы к значительным индивидуальным потерям из-за преждевременной ликвидации проектов. Другая часть получала бы долгосрочные выигрыши в полном объеме. Поскольку в модели Даймонда — Дибвига вкладчики не склонны к риску, то все они априори заинтересованы в разделении рисков ликвидности.

Финансовый посредник в лице депозитного института предлагает механизм такого разделения, обеспечивающего страхование вкладчиков от подобных рисков. Во-первых, создается пул, объединяющий индивидуальные риски ликвидности, которые не могут реализоваться одновременно. Во-вторых, вкладчикам предлагается схема дележа рисков в форме депозитных контрактов с оптимальной временной структурой процентных ставок.

Благодаря депозитным контрактам обеспечивается трансформация сроков, то есть формирование длинных активов за счет коротких пассивов. Такая трансформация возможна благодаря закону больших чисел, поскольку риск одномоментного изъятия значительного объема средств в нормальных условиях пренебрежимо мал. Банк в роли финансового посредника обеспечивает кредитование проектов на длительные сроки и возможность досрочного изъятия денежных средств. Для покрытия шоков ликвидности достаточно хранить некоторую часть банковских активов в ликвидной форме либо, в случае необходимости, ликвидировать некоторую часть проектов. При этом создается ликвидность в форме де-

позитов до востребования, обеспеченных длинными активами.

Банки создают ликвидность благодаря трансформации сроков, но по этой же причине они оказываются уязвимыми к набегу вкладчиков. Даймонд и Дибвиг с помощью своей модели показали, как возникает ситуация «панического равновесия», когда все вкладчики хотят одновременно вывести свои средства. Набег на банк может произойти из-за самосбывающихся ожиданий, то есть из-за опасений, что другие вкладчики начнут закрывать свои депозиты, даже если они не испытывают шоки ликвидности. В такой ситуации банк вынужден ликвидировать с убытками длинные активы по мере поступления требований об изъятии средств. В результате и вкладчики, и заемщики оказываются в проигрыше.

Таким образом, Даймонд и Дибвиг теоретически обосновали необходимость механизмов приостановки, а лучше предотвращения набегов на банки с помощью страхования депозитов и гарантий со стороны кредитора последней инстанции в лице центрального банка. До Великой депрессии в США неоднократно применялись отсрочки выдачи средств с депозитных счетов, сдерживавшие набег, но создававшие проблему морального риска в поведении менеджеров банков. Если набег инициирован не пустыми слухами, а плохими новостями о реальном состоянии банка, отсрочка позволяет уводить активы. Страхование депозитов, введенное в США в 1934 году, когда механизм отсрочки выплат перестал работать, позволило устранить саму возможность панических набегов. Но страхование депозитов привнесло в поведение банков проблему морального риска, характерную для страхователей: стимулы к самостоятельному управлению рисками слабеют, коль скоро гарантирована финансовая поддержка.

Делегирование мониторинга

В теории и на практике эта проблема может отчасти решаться с помощью мониторинга поведения агентов. Во взаимоотношениях банка и заемщика такой мониторинг возможен и во многих случаях необходим. Банк не имеет полной информации о действиях своих контрагентов, реализующих одновременно проекты с различными рисками, включая возможность преднамеренного банкротства. Неудача проекта может быть вызвана объективными причинами, которые можно заранее учесть при оценке рисков, а может произойти по вине заемщика.

Для осуществления мониторинга требуются затраты на получение информа-

ции, составляющие значительную долю издержек кредитования. В статье 1984 года Даймонд рассматривает модель риска с учетом таких издержек, отталкиваясь от идеи Шумпетера об информационном преимуществе финансовых посредников. В отличие от обычных вкладчиков они имеют возможность поддерживать контакты с заемщиками и наблюдать за ходом реализации проектов.

Благодаря информационному преимуществу мониторинг проектов делегируется финансовому посреднику, а долговой контракт, предлагаемый им вкладчикам и заемщикам, является в модели Даймонда оптимальным. Вкладчики выигрывают от объединения в пул, и за счет экономии от масштаба миними-



Филипп Дибвиг

зируются информационные издержки. Они оказались бы невероятными, если бы каждый вкладчик по отдельности пытался осуществлять мониторинг проектов. Помимо экономии на издержках кредитования оптимальный долговой контракт обеспечивает трансформацию рискованных проектов в сравнительно малорисковые, а с учетом государственной системы страхования фактически безрисковые депозиты для вкладчиков.

Нужен ли мониторинг деятельности самих финансовых посредников, делегируемый на практике надзорному органу? Согласно модели Даймонда, в этом нет необходимости, если кредитные риски в достаточной мере диверсифицирова-

ны. Но, конечно же, банковский надзор необходим, коль скоро риски являются системными. В серии статей, опубликованных в 2000-е, Даймонд совместно с Рагурамом Раджаном исследовал ряд вопросов банковского регулирования в условиях системных рисков, включая оптимальную структуру банковских обязательств и политику кредитора последней инстанции.

Великое кредитное сжатие

Теоретические изыскания Даймонда и Дибвига хорошо согласуются с новаторским исследованием причин глубокого и затяжного характера Великой депрессии 1929–1933 годов, предложенным Бернанке в статье 1983 года. Рецессия, вызван-

ная обвалом Нью-Йоркской фондовой биржи в августе 1929-го, поначалу не отличалась от предыдущих рецессий и, казалось бы, должна была завершиться через год-два. Однако едва начавшееся в 1930 году восстановление американской экономики сменилось резким спадом после набега на банки, приведшего к банковскому кризису. В течение трех лет последовала череда таких набегов и кризисов, и в результате число банков в США сократилось вдвое. Бернанке показал, что крах банковской системы был причиной, а не следствием затяжного экономического спада, как традиционно считало подавляющее большинство экономистов.



Дуглас Даймонд

Негативным эффектом политики количественного смягчения стал колоссальный рост госдолга, неконтролируемая инфляция активов, а после 2020 года — всплеск товарной инфляции

Более того, банковские кризисы сыгнали решающую роль в углублении рецессии. Первыми это пытались продемонстрировать Милтон Фридман (удостоен Нобелевской премии в 1976 году) и Анна Шварц в своей фундаментальной монографии 1963 года, посвященной денежной истории США. Они объясняли, в соответствии с монетаристской концепцией, что крах банковской системы привел к сжатию денежного предложения, которое вызвало дефляцию потребительских цен и усилило спад экономики.

С точки зрения Бернанке, эффект денежного сжатия был недостаточен для объяснения глубины и продолжительности Великой депрессии. Его идея за-

ключалась в том, что сокращение числа банков, а также уход оставшихся на плаву в ликвидные активы привели к резкому увеличению стоимости услуг финансового посредничества, включающих в себя в первую очередь издержки на получение информации. Предложение кредита было нарушено из-за разрушения сложившихся связей между банками и заемщиками. На идейном уровне аргументы Бернанке были близки к модели Даймонда, в которой издержки кредитования обусловлены неполнотой информации.

Бернанке подтвердил свои доводы документальными свидетельствами и статистическими данными. Используя косвенные индикаторы издержек кредитования бизнеса и домохозяйств, он показал, что кредитное сжатие внесло основной вклад в падение выпуска. Кроме того, его эконометрические оценки выявили причинно-следственную связь: именно сокращение предложения кредита приводило к падению производства, а не наоборот.

На основе этих результатов Бернанке объяснил, почему рецессия 1930-х годов оказалась затяжной. Чтобы восстановить систему финансового посредничества, включая нарушенные каналы предложения кредита, потребовалось несколько лет. Кредитное сжатие происходило по инерции даже после марта 1933 года, когда введение правительством США «банковских каникул» остановило панические атаки на банки. Восстановлению финансовой системы способствовало учреждение на федеральном уровне страхования депозитов и других институтов для поддержки кредитной активности.

Концепция кредитного сжатия, предложенная Бернанке, не противоречит идее

падения спроса на кредиты из-за дефляции долга, выдвинутой в 1933 году Ирвингом Фишером, но не нашедшей в свое время поддержки в академическом сообществе. Значение кредитного канала в теориях обоих экономистов подтверждается тем, что от кредитного сжатия в наибольшей мере пострадали малые предприятия, фермеры и домохозяйства. Они оказались под ударом из-за высокого кредитного плеча, созданного в период бума 1920-х, и из-за того, что, в отличие от крупного бизнеса, не имели доступа на рынок капитала.

Эконометрические результаты Бернанке в дальнейшем подтвердились на качественном уровне с использованием более детальных данных. Значение кредитного канала и разрушительные эффекты кредитного сжатия также подтвердились в эмпирических исследованиях глобального финансового кризиса 2007–2009 годов.

Спасительные «вертолетные деньги»

Страхование депозитов, дополненное регулированием банковской системы, сдерживало панические набег, но не предотвратило полыхнувшего в США в 2007 году, а в 2008-м распространившегося по всему миру финансового кризиса, самого глубокого после Великой депрессии. К этому времени возникла масса новых институтов финансового посредничества, в том числе в сегменте теневого банкинга, не подпадавших под банковское регулирование. Новые участники инвестировали в рискованные активы, а вместо традиционных краткосрочных депозитов использовали краткосрочные инструменты денежного рынка. Благодаря секьюритизации активов сформировались сложные цепочки финансового посредничества. По этой причине ипотечный кризис, начавшийся в США в 2007 году, затронул многих участников финансового рынка, непосредственно не обремененных рисками американской ипотеки.

Как и в 1930 году, начались панические набег на теньевые, инвестиционные и традиционные банки, в которых в основном участвовали уже не испуганные вкладчики, а профессиональные финансовые игроки. Набег дали тот же результат, что и в 1930-е годы: сжатие кредита и уход финансовой системы в ликвидность. Заемщики в реальном секторе стали в спешном порядке использовать предоставленные им кредитные линии также ради ухода в ликвидность, ставя под удар банки-кредиторы. Сжатие кредита, начавшись в 2008 году, продолжалось два года, но могло бы и дольше, если бы не экстренные меры, принятые финансовыми властями США и других стран.



Инвестиционный банк Lehman Brothers стал крупнейшей жертвой кризиса в финансовом секторе. Отказ от предоставления ему государственной помощи привел к банкротству Lehman Brothers 15 сентября 2008 года, что вызвало потрясения на финансовых рынках по всему миру: кризис стал глобальным

Они действовали в соответствии с предписаниями, вытекающими из моделей Даймонда — Дибвига и содержательных выводов Бернанке. Последний оказался незадолго до кризиса на посту председателя Федеральной резервной системы. Благодаря накачке ликвидности, получившей дипломатическое наименование «количественное смягчение», финансовым властям удалось нивелировать панические атаки, обеспечив, за редким, но показательным исключением (вспомним Lehman Brothers), «спасение утопающих». Кроме того, были созданы условия для возобновления кредитования реального сектора. В роли кредиторов последней инстанции центробанки США и других стран Запады действовали примерно одинаково и смогли предотвратить развитие событий по аналогии с Великой депрессией. Тем не менее глобальный экономический спад, вызванный финансовым кризисом 2007–2009 годов, получил наименование «Великая рецессия». В самом же эпицентре потрясений, США, спад реальной экономики оказался вполне умеренным — чуть более 4% ВВП, на порядок меньше, чем в 1930-х. Для сравнения: российская экономика упала вдвое глубже, почти на 8%, при том что никаких прямых вложений в американскую сабпрайм-ипотеку у наших игроков не было.

Сценарий «спасения утопающих» с помощью ликвидности повторился с еще большим размахом в 2020–2021 годах из-за пандемии COVID-19. Хотя механизм кризиса на этот раз был иной: экономический спад произошел не по вине финансовой системы, а из-за повсеместного введения локдаунов, повлекших за собой резкое падение производства во всем мире. Тем не менее действия финансовых властей по оказанию помощи участни-

кам оказались гораздо более масштабными чем в 2008–2009 годах. Помимо прямого субсидирования домохозяйств и бизнеса с помощью «вертолетных денег» они осуществляли скупку государственных, корпоративных и муниципальных облигаций и других бумаг. Кроме того, ФРС и другие центробанки обеспечили предоставление в неограниченных объемах ликвидных средств финансовым институтам. Счет шел на многотриллионные суммы в долларах-евро-иенах. Баланс ФРС США за период 2007–2022 годов увеличился на порядок — с 0,9 до 9 трлн долларов (см. график).

В итоге электронный «печатный станок» стал универсальным средством решения любых серьезных проблем в финансовых системах стран Запады. Вполне возможно, что Нобелевские премии 2022 года отражают готовность экономикополитических элит этих стран и в дальнейшем действовать аналогичным образом в случае новых кризисов. Несколько завуалированно такой настрой отражен в презентации премий Нобелевским комитетом: «Политики во всем мире принимают важность сохранения уверенности участников рынка в способности не только традиционных банков, но и других финансовых посредников, таких как теневые банки, беспрепятственно направлять сбережения в инвестиции».

Полную уверенность в данном вопросе может дать только «печатный станок». После 2008 года модель Даймонда — Дибвига, сама по себе новаторская, превратилась в идеологическое прикрытие политики неограниченной накачки ликвидности в финансовую систему. Эта модель всякий раз использовалась в качестве основного теоретического аргумента против попыток оспорить целесообразность таких действий.

С 2007 года активы ФРС США выросли в десять раз



активы ФРС,
трлн долл.

Источник: Федеральный резервный банк Сент-Луиса

Обратной стороной медали стал колоссальный рост госдолга, неконтролируемая инфляция активов, а после 2020 года — высокая инфляция потребительских цен. Смена инфляционных режимов объясняется тем, что в 2008 году экономики западных стран оказались в ловушке ликвидности, и главной угрозой была товарная дефляция. При этом накачка ликвидности питала финансовую систему, тогда как в 2020–2021 годах деньги шли напрямую домохозяйствам.

Проблема морального риска, возникшая в банковской системе из-за страхования депозитов, приняла глобальные масштабы, поскольку финансовый сектор США и других стран Запады оказался полностью защищен от всевозможных рисков. Более того, крупнейшие и просто крупные финансовые игроки в итоге получили огромные прибыли за счет государственных мер по их «спасению». В результате «институты финансового посредничества» окончательно превратились в доминирующих участников в статусе рантье. Политика инфляционного финансирования способствовала обострению противоречий в связи с ростом имущественного неравенства в глобальном масштабе.

В этом году ведущие центробанки были вынуждены отреагировать на вышедшую из-под контроля инфляцию потребительских цен. Началось повышение ключевых процентных ставок и свертывание программ количественного смягчения, возобновленных в период пандемии. В сочетании с геополитическим конфликтом с Россией политика резкого монетарного ужесточения, проводимая ФРС, создала угрозу новой глобальной рецессии. Будет ли она опять «великой», превратится ли в долговременную стагфляцию — пока не очень ясно. Но в любом случае маловероятно, что монетарные власти США в критической ситуации откажутся от спасительного потока создаваемой из воздуха ликвидности. ■