

ВЛИЯНИЕ КРЕДИТНОЙ ЭКСПАНСИИ НА РАВНОВЕСИЕ НА ГЛОБАЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

Некоторые финансовые параметры глобальных рынков осенью 2013 года приближаются к критическим значениям.

Представитель Международного валютного фонда Джон Липски (John Lipsky) отметил, что к 2014 году соотношение задолженности к валовому внутреннему продукту в странах “большой семерки” достигнет 100%, и правительства развитых стран окажутся с самыми большими долгами со времен окончания Второй мировой войны.

Центральные банки вбрасывают деньги в мировую банковскую систему, чтобы финансировать увеличение задолженности. После великого спасения банков 2008 года мировая система фактически социализирована, и ее ресурсы перешли от финансирования частного сектора к правительственному долгу.

Еще одна вызывающая нелогичность поведения финансовых рынков: желание всего мира финансировать американский дефицит при реальной процентной ставке, не превышающей 0,5%, как в случае с доходностью пятилетних казначейских облигаций США, учитывающей инфляцию. Чрезвычайно низкая реальная доходность подразумевает, что на ближайшие пять лет ожидания прибыли очень низки. Ситуация оказалась приближенной к японскому “потерянному десятилетию” 1990-х, когда банки выкупали правительственные ценные бумаги с доходностью менее 1% за практические бесплатные деньги Центробанка.

Уровень понимания того, что происходит на глобальных финансовых рынках, явно недостаточен. Это плохо. Еще Марк Аврелий говорил: “Если чужой миру тот, кто не знает, что в нем есть, не менее чужой, кто не ведает, что в нем происходит”¹.

Вопрос: *какую* часть этих существенных событий, связанных с кредитной экспансией, мы можем понимать и моделировать на основе *равновесной парадигмы*? Смысл этой парадигмы заключается в том, что любые существенные процессы и события трактуются с точки зрения либо поддержания равновесия, либо нарушения равновесия, либо восстановления равновесия. Есть ли необходимость трактовать эти события за пределами равновесной парадигмы?

Бывший главный экономист БМР Уильям Уайт: “Мне всё вокруг снова напоминает 2007 год, только хуже. Все прошлые перекосы по-прежнему

актуальны. Общий уровень государственных и частных долгов в смысле доли от ВВП в развитых странах на 30 процентов выше, чем был тогда, и сейчас ещё добавились новые проблемы с пузырями на растущих рынках, которые заканчивают цикл роста-спада”².

БМР в своём ежеквартальном релизе отмечает, что выпуск субординированного долга (в случае взыскания имеющего более низкий статус; прим. mixednews), из-за которого заёмщики подвергаются большему риску в том случае, если всё пойдет не как запланировано, за последний год в Европе подскочил более чем в три раза до 52 млрд долл., а в США вырос больше чем в 10 раз – до 22 млрд долл. США. Доля “леверезированных займов” (т.е. займов для займа), используемых слабыми заёмщиками на синдицированном кредитном рынке подскочила до рекордных за всю историю уровней в 45 процентов – на 10 процентных пунктов выше, чем в предкризисный пик 2007–2008 годов³.

Руководитель исследований в БМР Клаудио Борио: “Никто не знает, насколько вырастут ставки по займам, когда ФРС начнёт ужесточение денежной политики, или “насколько беспорядочным может стать процесс”. “Задача состоит в том, чтобы быть готовым. Это значит быть мудрым, избегать излишней зависимости от займов, а также соблазнов расчётов на то, что рынок в условиях стресса будет оставаться ликвидным”.

Об отсутствии более или менее ясной картины экономической реальности в условиях финансовой сингулярности говорят двусмысленные сигналы, которые МВФ посылает банкам и инвесторам.

Нетрадиционная денежно-кредитная политика в перспективе *может по-прежнему быть оправданной*, если экономическая ситуация не улучшится или даже ухудшится. При ухудшении ситуации без чрезмерного риска инфляции политика, скорее всего, по-прежнему будет верной, особенно в случае каких-либо новых потрясений в сфере функционирования финансовых рынков и финансового посредничества⁴. (То есть, если все будет плохо, то политика *правильная*.)

² Банк международных расчетов предсказывает глобальный финансовый крах (http://www.lotpp.ru/a/2013/09/23/Bank_-_mezhdunarodnih_raschjot).

³ Там же.

⁴ IMF Assesses New Era of Monetary Policy (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2013/POL051613A.htm>).

¹ Марк Аврелий Антоний. Размышления.. – Л.: Наука, 1985. – 245 с. – С. 13. – (Серия «Литературные памятники»).

И несколькими абзацами ниже: “Более активное принятие риска, стимулируемое благоприятной денежно-кредитной политикой, может ухудшить финансовую стабильность”. Логика замечательная: правильная денежно-кредитная политика, скорее всего, приведет к ухудшению ситуации, но от этого она станет только еще более правильной.

Далее делается глубокомысленное замечание: “Официальным органам предстоит управлять потенциальными затратами или рисками, связанными с дальнейшим проведением нетрадиционных мер и в целом с сохранением низких процентных ставок”⁵. *(Пять лет подряд длится такая политика, и все считается нетрадиционной?)*

“Следует учесть, что: банки и другие посредники могут увеличивать свой риск ликвидности в ожидании интервенций центрального банка *(или, говоря более грубо, при такой политике банкам по-прежнему наплевать на риски)*; задержка реформ может снижать эффективность будущей денежно-кредитной политики из-за конфликта целей”⁶. *(Наконец проскользнуло признание подлинных целей политики количественных послаблений – оттянуть как можно дальше начало институциональных реформ, которые обязательно должны будут зафиксировать новый статус-кво в распределении экономической власти.)*

Между картиной финансовой реальности и ее динамикой наблюдается растущий разрыв.

Если прибегнуть к аналогии из современной квантовой электродинамики, то можно сказать, что кредитная экспансия в условиях глобальных сетей обладает свойством “нелокального взаимодействия”: последствия кредитных решений могут приводить к практически мгновенному перераспределению ресурсов за пределами непосредственной кредитной сделки (в сетях время исполнение приказа инвестора стремится к нулю). Неограниченный рост кредитов способен принести ущерб и перекладывать риски вне зависимости от степени прямой вовлеченности субъектов в кредитные операции.

Более того, тот, кто максимально дистанцирован от этих операций, может понести наибольшие потери. Если кредиты не возвращаются, а рефинансируются, то происходит стойкое перераспределение стоимости за пределами механизмов эквивалентного обмена, которые делали систему сложно-симметричной и склонной к равновесию. Использование инновационных финансовых продуктов порождает новую, усложненную неопределенность, которая скрывается за видимостью более высокого порядка.

В глобальной экономике начинают действовать неидентифицируемые (неизвестные) зависимости и

связи, которые не учитываются в решениях субъектов. Происходит серьезный сдвиг, который охватывает практически все сферы хозяйственной реальности. Количество неповторимых, уникальных событий и процессов растет, их воздействие усиливается.

Сама единичность и уникальность происходящих событий, возможно, содержит подсказку. Для понимания исторического смысла современной кредитной экспансии используем понятие *сингулярности*. Википедия так характеризует этимологию этого понятия: “Сингулярность от лат. Singularis – единственный, особенный” Выделяются, в частности, математическая сингулярность (точка, в которой математическая функция стремится к бесконечности или имеет какие-либо иные нерегулярности поведения, например, критическая точка); космологическая сингулярность (состояние Вселенной в начальный момент Большого взрыва, в котором нет пространства-времени, нет движения); гравитационная сингулярность (т.н. черная дыра); технологическая сингулярность (этап эволюции цивилизации, когда человек перестает “контролировать, предсказывать и даже понимать артефакты и сигналы, порождаемые техносферой”).

Сингулярность существенно отличается от неопределенности: если неопределенность – это отсутствие необходимой информации, то сингулярность может сопровождаться избытком информации, но это информация “не в какие ворота не лезет”, не интерпретируется в рамках существующей теоретической картины реальности. Учитывая нарастание финансовых аномалий, есть смысл попытаться трактовать происходящие сегодня процессы с позиций понимания их как состояния *финансовой сингулярности*, то есть явления единичного, не имеющего аналогов, в котором чрезвычайно трудно отделить существенное от несущественного.

В условиях сингулярности не действуют некоторые имплицитные предпосылки классической картины экономической реальности. Обращают на себя внимание два действительно уникальных явления, которые дают основания оценивать сегодняшние процессы на глобальных финансовых рынках как проявления финансовой сингулярности, или, говоря иначе, как экономическое пространство с неограниченной кривизной.

Во-первых, это неконтролируемый рост кредитного рычага благодаря использованию технологий финансовой секьюритизации, сопровождаемый взрывным ростом финансовых активов. *В нормальной экономике* рост кредитного рычага ограничивается сверху фактором кредитного риска, а снизу он ограничен давлением инвесторов, заинтересованных в максимизации рентабельности собственного капитала за счет использования заемных средств. *В сингулярной*

⁵ Там же.

⁶ Там же.

системе использование механизма секьюритизации активов и кредитных дефолтных свопов дает возможность устранить фактор риска из кредитных решений.

Во-вторых, это неограниченное нарастание “скорости срабатывания” связей и зависимостей в глобальных информационных сетях и возникновение на этой основе механизмов высокочастотной торговли с практически мгновенным принятием решений. В такой экономике, говоря словами Апокалипсиса, “времени уже не будет” [Откровение Иоанна Богослова, глава 10].

Аналогия с концом света возникает не случайно. Судьба параметра t является принципиально важной для экономики. Дело в том, что в рыночной системе существуют упругие или жесткие временные интервалы, от которых зависит сама возможность целостного системного поведения: один день, три дня, неделя, тридцать дней, квартал, полугодие, год. Эти интервалы являются стандартной основой для любых контрактов (время отгрузки, время поставки, условия платежа, штрафы, пени, неустойки), и, соответственно, используются во многих текущих и долгосрочных решениях. Экономические решения на основе этих лагов являются механизмом приспособления субъектов, и поэтому – способом существования больших систем. Система сохраняется в условиях достаточно значительных степеней свободы своих субъектов.

Благодаря этим лагам на каждое решение субъекта системой отводится время. При этом лимиты времени на заключение и исполнение контрактов разного типа, разного уровня ответственности дифференцированы и стандартизованы. Банки кредитуют эти сделки, ориентируясь на стандартные по времени разрывы в платежах. В свою очередь, политика рефинансирования центрального банка выступает как своего рода камертон, задающий единую тональность: самые короткие кредиты овернайт лежат в основе сложной системы кредитов, определяющей основные финансовые потоки в экономике.

Финансовая сингулярность по отношению к старой экономической реальности выступает не как ее дополнение и развитие, а как ее антагонист, поскольку разрушает ее имплицитные предпосылки. Поэтому финансовая сингулярность сопровождается очевидной макроэкономической стагнацией хозяйственных систем традиционного типа. Чтобы добиться желаемого роста занятости в мировой экономике за счет кредитного стимулирования спроса, нужно резко ограничить сферу финансовой сингулярности. А это невозможно.

Системные последствия финансовой сингулярности в текущем плане достаточно негативны. Ведь на принципах эквивалентности и жестких бюджетных ограничений держится не только система разделения труда, специализации и кооперации, но и такие ценностные измерения

традиционной экономики как справедливость, равенство, свобода. В новой экономике для них может просто не оказаться места.

Институт кредита включает в себя правило полной ответственности заемщика, то есть дополняется институтами банкротства и долговой тюрьмы. Только таким образом принцип жестких бюджетных ограничений приобретает всеобщий характер. Если же правило банкротства получает альтернативу в виде правила перекредитования, то жесткость бюджетных ограничений резко ослабляется, иначе говоря, ограничения становятся мягкими. Прообразом такой системы может служить модель мягких бюджетных ограничений, рассмотренная Я. Корнаи в его книге “Дефицит”⁷.

В старой экономике важную роль играли такие формы практической всеобщности денежных операций как анонимность, добровольность персонализации транзакций и активов субъекта, привычная склонность следовать моральным практикам и привычка безличного доверия. В такой системе каждый действовал на свой страх и риск, но в результате возникала по своему гармоничная и целостная структура экономической реальности.

Хозяйственная реальность, возникающая в результате финансовой сингулярности, отрицает любую анонимность (спасибо технологической сингулярности, о некоторых специфических чертах которой рассказал бывший сотрудник АНБ США Э. Сноуден). В этой реальности нет потребности в доверии (его заменяет возможность полного всеобщего финансового контроля). Контроль со стороны государственных и надгосударственных служб финансового мониторинга и финансовой разведки уже укоренился в наш повседневный быт, превратился в рутину и воспринимается нами как неизбежная плата за глобализацию. От советской тоталитарной системы можно было убежать в Америку. От новой экономической реальности бежать некуда – она же глобальная.

Таким образом, последствиями финансовой сингулярности являются:

- сжатие сферы эквивалентности и жестких бюджетных ограничений и нарушение фундаментальной симметрии хозяйственной системы;
- снижение стабилизирующей роли фактора времени (упругих временных лагов) как механизма адаптации субъектов и вытекающая из этого десубъективация хозяйственной системы (субъект, не успевающий приспособиться к новым условиям, перестает быть субъектом);
- неравновесные цены, приводящие к несоответствию между финансовой реальностью и ее интерпретацией, массовые ошибки инвесторов.

Государство вынуждено реагировать на финансовую сингулярность ситуативно, интуитивно, рефлекторно, не имея стратегии. Для

⁷ Корнаи Я. Дефицит. – М. : Наука, 1990. – 607 с.

ситуативной финансовой политики в условиях сингулярности характерны такие черты:

- вынужденное усиление экономической власти государства, сопровождаемое спрямлением и упрощением связей и зависимостей;
- политизация института центрального банка;
- смещение центра тяжести финансовой политики с риска инфляции на риск дефляции;
- использование таких нетрадиционных мер денежно-кредитной политики государства как прямое предоставление ликвидности и выкуп частных активов;
- политика нулевой или отрицательной цены денег на рынке, подрывающая принцип редкости денег.

Возникают несколько принципиальных вопросов для финансовой политики: как долго будет продолжаться это состояние? являются ли эти процессы и последствия обратимыми? как могла бы выглядеть рациональная стратегия субъекта, вынужденного действовать в условиях финансовой сингулярности?

В условиях финансовой сингулярности вопрос о рациональной стратегии риска приобретает весьма своеобразный смысл. Для субъекта, находящегося внутри ситуации сингулярности, риск можно откладывать, можно перекладывать, можно его принимать. Вся политика количественных послаблений ФРС – это политика откладывания проблем и рисков. Страус – это, конечно, мудрая птица. Но не всегда. Десубъективация от модели “серого кардинала” перешла к модели “управляемого хаоса”, но и она скрывает акцентированную безответственность.

Так ли уж страшна сегодняшняя ситуация в мировых финансах? Является ли финансовая сингулярность (вкуче с технологической и демографической) свидетельством приближения последних времен?

Если продолжить злоупотребление физическими аналогиями, в частности, с гравитационной сингулярностью, то можно предположить, что все не так страшно. Вспомните, как накануне ввода в

действие БАК нас пугали реальной перспективой возникновения черной дыры, способной поглотить и Землю, и Солнце, и вообще всё-всё. Однако грамотные физики быстро нас успокоили: возникновение микроскопических черных дыр в вакууме – дело относительно обычное. Такие дыры спокойно взрываются вследствие квантовых эффектов, и никаких глобальных последствий это за собой не влечет.

В этом плане финансовая сингулярность – это лишь один из этапов эволюции цивилизации, исторический смысл которого состоит в переходе к постфинансовой экономике. Вполне возможно, что ее основные черты формируются уже сегодня, и то, что мы считаем отклонениями от сложившегося порядка – на самом деле элементы какого-то нового экономического порядка, который можно условно обозначить как “постфинансовая экономика”.

Постфинансовая экономика будет определять новый облик экономической реальности лишь в той мере, в какой она сможет трансформировать свою сингулярность (уникальность) в институциональность (обыденность).

Какие процессы в сфере институционализации финансовой сингулярности представляются сегодня наиболее важными?

1. Усиление роли государства – за счет сокращения полномочий корпораций, домохозяйств и институтов гражданского общества.

2. Активизация процессов перераспределения экономической и финансовой власти на глобальных рынках.

3. Относительное снижение приоритетности целей финансовой стабильности в финансовой политике.

4. Усиление фискальной составляющей в деятельности международных финансовых институтов.

5. Переформатирование институтов экономического и финансового суверенитета под воздействием новой конфигурации экономической власти.

