

Конец алхимии

Деньги, банки и будущее
глобальной экономики

Книга получила положительный
отзыв The Financial Times

Издание рекомендует Генри
Киссинджер, известный
американский государственный
деятель

Экономист и на протяжении 18 лет
глава Федеральной резервной
системы США Алан Гриспен считает
эту книгу обязательной к прочтению



Мервин Кинг – британский экономист, руководитель Банка Англии с 2003 по 2013 годы, член комитета по денежной политике Великобритании, рыцарь Большого Креста ордена Британской империи. Сейчас является профессором Нью-Йоркского университета и Лондонской школы экономики.

Основная идея

Анализируя состояние современной экономики как накануне глобального финансового кризиса 2000-го, так и в годы после рецессии, автор приходит к заключению: бизнес-модель банковской системы нежизнеспособна по своей сути. Вопреки ожиданиям, она не является надежным способом создания денег, или финансовой алхимией, а, напротив, представляет собой наиболее слабое, взрывоопасное звено рыночной экономики. Автор размышляет о том, почему так произошло и как следует изменить подход к управлению финансовой сферой.

Хорошее, плохое и отвратительное

«Это было лучшее из всех времен – это было худшее из всех времен; это был век мудрости – это был век глупости», – так, используя начальный абзац «Повести о двух городах» Чарльза Диккенса, автор характеризует последние 20 лет современной истории. «Лучшее» – это беспрецедентный экономический рост и стабильность, «худшее» – второй по силе банковский кризис, разразившийся в промышленно развитых странах и, по сути, похоронивший надежды на устойчивое благополучие.

Но в чем первопричина кризиса? В действиях отдельных институтов, в изначально неправильных допущениях, которыми руководствовались возглавлявшие их люди? В непомерной алчности последних? Или же в изъянах самой системы? Размышляя на эту тему, Мервин Кинг пишет: «Со времени финансового кризиса 2007–2008 годов многие стали играть в игру «Кто виноват?». Однако обвиняя отдельных людей, мы впадаем в заблуждение относительно того, что, наказав нескольких или даже многих, мы сможем предотвратить очередной кризис».

На самом деле, по мнению автора, причина кризиса – в изъянах системы, а не в некомпетентности или жадности политиков и банкиров (пусть некоторым из них и присущи эти качества). И во всеобщем непонимании того, как

функционирует мировая экономика. Кризис стал результатом коллективной неспособности управлять взаимоотношениями между финансами и капиталистической системой.

Кинг выделяет три наиболее важных эксперимента, нацеленных на совершенствование управления деньгами, валютным курсом и банковской системой. В рамках первого – с целью снижения и стабилизации инфляции была значительно расширена сфера автономии центральных банков. Второй опыт был направлен на обеспечение более свободного движения капитала между странами и способствование переходу к фиксированному валютному курсу как в Европе, так и в некоторых развивающихся странах, в первую очередь в Китае. И, наконец, целью третьего стало устранение регулирования банковской деятельности, что, как ожидалось, должно было стимулировать конкуренцию и упрочить стабильность банковской системы. Банки получили возможность разрабатывать инновационные продукты, осваивать новые регионы, увеличиваться в масштабах.

По словам автора, лучше всего суть этих опытов раскрывают их итоги, которые он определяет как «хорошее», «плохое» и «отвратительное».

«Хорошее». Это определение относится к периоду великой стабильности, продолжавшемуся с 1990 по 2007 год. Реализация идей независимости центробанков и таргетирования



Наказав одного или даже нескольких человек, невозможно избежать очередной проблемы. Нужно менять систему

Пять основных мыслей

1 Экономическое благополучие периода великой стабильности не было стойким по своей природе.

2 Бесплезно искать причины кризиса в действиях отдельных институтов или лиц. Все они действовали так, как их стимулировала существующая система.

3 В основе хрупкости современной финансовой системы – ее безмерно возросшая значимость. Увеличение масштаба банковской системы стимулирует банки идти на еще больший риск. Все большее распространение трейдинга влечет за собой размывание этических стандартов.

4 Современная экономика характеризуется радикальной неопределенностью. В таких условиях сложные математические модели могут вводить в заблуждение, зачастую гораздо рациональнее – полагаться на здравый смысл.

5 Чтобы предотвратить повторение глобального финансового кризиса, необходимо изменить поведение всех игроков банковской системы. Для этого центробанк должен превратиться из кредитора последней инстанции в универсального ростовщика.

инфляции распространилась на более чем 30 стран. В итоге уровень инфляции существенно снизился.

«**Плохое**». Так автор называет рост уровня задолженности, обусловленный отходом от гибкого валютного курса в Европе и в ряде развивающихся экономик, что повлекло за собой перекос торгового баланса. Одни страны накапливали капитал, другим приходилось привлекать заемные средства, чтобы перекрыть свой платежный дефицит. В итоге процентные ставки на мировом фондовом рынке стали снижаться, а затем стала расти стоимость активов, особенно недвижимости. Соответственно, люди стали брать больше кредитов. В период между 1986 и 2006 годами суммарный объем задолженности домохозяйств увеличился в США с 70% от суммы их совокупного дохода до 120%, а в Великобритании – с 90 до 140%.

«**Отвратительное**». Таким, по мнению Кинга, стал итог формирования крайне неустойчивой банковской системы. Все более свободное толкование положений принятого в 1933-м закона Гласса – Стиголла, запрещавшего коммерческим банкам заниматься инвестиционной деятельностью, достигло кульминации в 1999-м. Принятый тогда закон Гремма – Лича – Блайли избавил банковский сектор от всех еще имеющих на тот момент ограничений. Банки быстро диверсифицировались и расширяли объемы своей деятельности. Также стремительно набирала обороты торговля новыми, безмерно сложными финансовыми продуктами. При этом деятельность отдельных игроков переплелась настолько тесно, что сложности у одного моментально породили бы проблемы у всех.

Таким образом, вместо предполагаемого распределения риска произошло его усугубление. Финансируя кредитные операции, банки все меньше полагались на собственные средства и все больше на заемные. Леверидж – отношение совокупных активов либо пассивов к

собственному капиталу – достиг беспрецедентно высокого уровня. Накануне кризиса 2008-го во многих коммерческих банках коэффициент левериджа превысил 30, а для ряда инвестиционных банков этот показатель составил от 40 до 50. Хотя, как отмечается в книге, уже при значении 25 достаточно снижения средней сто-

Кризис стал результатом коллективной неспособности управлять взаимоотношениями между финансами и капиталистической системой

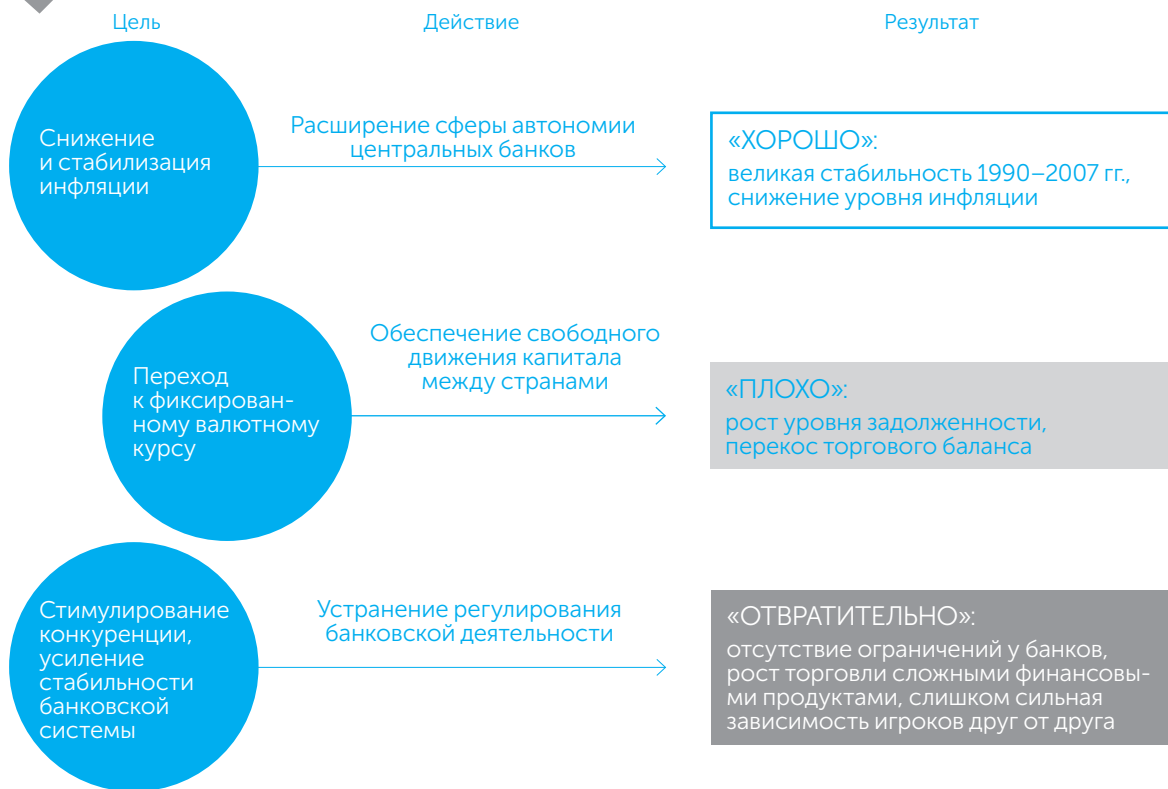
имости активов на 4%, чтобы обнулить весь акционерный капитал и лишить банк способности обслуживать свой долг.

В 2008-м «отвратительное» взяло верх над «плохим», заставив его покончить с «хорошим». Грянула финансовая катастрофа, ставшая, по большому счету, итогом провала всех трех экспериментов. При этом вначале изъяны, присутствие этим экономическим опытам, были вовсе неочевидны. Напротив, в течение 1990-х обуздание инфляции, серьезно подорвавшей рыночные экономики в 1970-е, привело к долгожданной макроэкономической стабильности.

Великая стабильность, или великая модернизация, – так этот период иногда называли в США – стала расцениваться как подтверждение триумфа монетарной политики. При этом даже если политики и осознавали проблемы, заложенные в экспериментах, о которых идет речь, казалось, они были бессильны внести коррективы. Несмотря на то что время от времени такие организации, как МВФ, и нарекали на «глобальный дисбаланс», никто даже не собирался стимулировать отдельные страны что-либо предпринять. Более того, если бы какое-то государство решило поплыть против течения снижающихся процентных ставок,

Если продукт компании не уникален, реагировать на свои она должна мгновенно, чтобы не потерять конкурентные позиции

Три глобальных эксперимента, которые привели к мировому кризису



оно собственноручно создало бы для себя проблемы в виде падения экономического роста и возрастания безработицы. В общем, мир полным ходом играл в игру, результат у которой мог быть только один – проигрыш для всех.

Дилемма заключенного

Автор неоднократно обращается к понятию «дилемма заключенного». Ее суть состоит в том, что действия, являющиеся рациональными с точки зрения отдельных игроков – в данном случае предавать друг друга, а не сотрудничать, – вместе приводят к наихудшему для них результату – максимальному тюремному сроку. Аналогичная ситуация наблюдалась и накануне кризиса 2007–2008 годов в банковской сфере.

«Видя в Дике Фулде, экс-гендиректоре Lehman Brothers, или Фреде Гудвине, бывшем руководителе Royal Bank of Scotland, негодяев,

подорвавших основы нашей финансовой системы, мы создаем карикатуру, которая, возможно, удовлетворит наше желание назвать виновных, но при этом ни в коей мере не поможет понять, почему так много людей, банков и стран принимали в корне неверные решения», – пишет Мервин Кинг.

Все основные участники этой драмы вели себя так, как их стимулировала система. По отдельности они действовали рационально, совершая шаги, которые в наибольшей степени отвечали их интересам, но поскольку в силу разных обстоятельств они не могли сотрудничать друг с другом, то в итоге катастрофически ухудшили свою ситуацию. Банки могли бы отказаться от кредитных операций, сопряженных с высоким риском, прекратить покупать деривативы и снизить значение коэффициента леввериджа, но при этом в краткосрочной перспективе их прибыль оказалась бы ниже, чем у конкурентов. Поэтому, даже в полной степени

осознавая все риски, было гораздо безопаснее вести себя, как все.

Очень хорошо суть этой ситуации раскрыл Чарльз Принс, бывший гендиректор Citigroup, в свое время крупнейшего банка мира. Незадолго до кризиса Принс сказал: «Пока играет музыка, мы должны танцевать – и мы все еще танцуем».

«Хотя с позиций сегодняшнего дня кажется очевидным, что кризис можно было предотвратить, совершив набор определенных действий, на тот момент ни у кого не было никаких стимулов их совершать», – отмечает автор.

Впрочем, ситуация 2007–2008 годов не уникальна. На протяжении XIX и XX веков банковские кризисы в США и Великобритании случались примерно раз в десятилетие. Один из первых кризисов, грянувший в Великобритании в 1825 году, во многом схож с недавними событиями. Сюжет этой истории развивался так: быстрое увеличение объемов кредитования, бум на фондовом рынке, коллапс банковской системы, обеспокоенность по поводу взаимозависимости банков, отсутствие действенного регулирования, официальное приобретение гособлигаций и резкое вмешательство Bank of England, предоставившего займы банкам, которые оказались в наиболее отчаянном положении.

Ахиллесова пята капитализма

Хотя банк как институт за время своего существования изменился мало, автор обращает внимание на ряд отличий, делающих современную банковскую систему неустойчивой. В частности, это чрезмерная значимость финансовых игроков, что нагляднее всего выражается в архитектуре. Практически в любом крупном городе мира – в Лондоне, Нью-Йорке и т.д. – здания, доминирующие на фоне города, принадлежат финансовым учреждениям.

Однако непомерно высокая значимость такого рода структур проявляется не только в физической, но и в финансовой архитектуре. Так, в 2014-м 20 крупнейших банков мира, среди которых первое место принадлежит китайскому ICBC, владели активами совокупной стоимо-

стью в \$42 трлн. Размер мирового ВВП составлял тогда около \$80 трлн., или 40% активов всего банковского сектора. Размер банковской отрасли США увеличился с 20% ВВП сто лет назад до 100% сейчас, а в Великобритании – с 50 до 500%. На сегодняшний день общая сумма активов банков Соединенного Королевства составляет 450% ВВП; при этом величина активов и HSBC, и Barclays превышает размер ВВП.

В то время как балансы банков разбухали, достигая почти астрономических значений, соразмерно увеличивались и риски. Впрочем, это их волновало мало. Все прекрасно осознавали, что банки становились слишком большими, чтобы можно было дать им пойти на дно, отправить в свободное плавание под парусом или посадить руководство в тюрьму. При этом в некоторых странах размер банковского сектора увеличился настолько, что стало практически невозможным забросить туда спасательный круг. Это в полной мере проявилось в Исландии и Ирландии, а Великобритания и Швейцария вплотную подошли к такой ситуации.

И наоборот, банковская система Канады относительно невелика. Сейчас в этой стране пять банков, и она не является международным финансовым центром. По мнению автора, это объясняет, почему банковский сектор Канады за свою достаточно долгую историю очень редко сталкивался с кризисами, а также относительно благополучно пережил последнее потрясение.

Средством спасения банков всегда было неявное государственное субсидирование в виде предоставления кредитных средств по более низким ставкам или же прямых вливаний. По оценкам МВФ, в 2011 году общая сумма неявного субсидирования финансовых учреждений в промышленно развитых странах достигла \$200–300 млрд. В свою очередь, уверенность в том, что как бы ни сложились обстоятельства, спасение все равно придет, стимулировала банки идти на еще больший риск. Мартин Вулф, соредактор The Financial Times, назвал такую ситуацию механизмом приближения финансового судного дня.

Помимо всего прочего, ликвидность банковских балансов существенно снизилась. Так, меньше чем за 50 лет объем высоколиквидных

Когда участники команды действуют рационально только с собственной точки зрения, а не с точки зрения сотрудничества, результат дела будет наихудшим

Стоит задуматься

Каково соотношение **собственных и заемных средств** у вашей компании?

1

2

Проявляется ли **дилемма заключенного** при взаимодействии подразделений организации?

Эффективны ли те **математические модели**, которые вы используете для принятия решений?

3

Следует сделать

Создать систему стимулов, способную минимизировать проявление дилеммы заключенного

1

Продумать свои шаги на случай, если в ближайшее время произойдет новый финансовый кризис

2

Определить, **в каких ситуациях стоит руководствоваться здравым смыслом**, а не опираться на расчеты

3

активов, которыми располагали британские банки, уменьшился от значения, составлявшего треть их суммарных активов, до менее 2%. А в США накануне кризиса этот показатель упал до показателя менее 1%.

Как отмечает автор, в последние десятилетия существенно изменилась банковская культура. По его мнению, причиной является отход от традиционного кредитования и увеличение объемов торговли деривативами. «Сегодня финансовые рынки – это место, где обман и алчность стали обычным проявлением внутрицеховой солидарности», – пишет Кинг. Многие транзакции со сложными финансовыми инструментами – это операции с нулевым результатом, когда более умный трейдер зарабатывает на менее смекалистом.

Кроме того, эта сфера, сулящая большие заработки, отвлекает одаренных людей от профессий, имеющих высокую социальную ценность, например от преподавания. А трейдинг повлек за собой размывание этических стандартов. Разражающиеся время от времени банковские скандалы уже давно перестали кого-либо удивлять. В мировом масштабе общая сумма штрафов, выставленных банкам в период с 2009 по 2015 год, составила около \$300 млрд.

Все это мало способствует упрочению доверия к банкам. Утраченная невинность – так характеризует автор состояние современной банковской системы, отмечая, что отношение социума к некогда престижной профессии банкира стало весьма неоднозначным. В подтверждение Кинг приводит пример своего коллеги, который, появляясь в обществе, предпочитает скрывать, что является финансистом.

Радикальная неопределенность как норма

Но как сделать банковскую систему более надежной? Поиск ответа на этот вопрос автор предлагает начать с анализа понятия «радикальная неопределенность».

В 1998-м хедж-фонд Long-Term Capital Management (LTCM), в руководство которого входили два нобелевских лауреата по эконо-

мике, потерпел крах. Выбирая активы, LTCM руководствовался сложным статистическим анализом данных за примерно десятилетний период. Но достаточно было произойти одному масштабному и редкому событию – им стал дефолт в России – и попытки спрогнозировать доходность активов на основе прошлых корреляций оказались несостоятельными. Вывод: никакой самый сложный статистический анализ не может быть настолько исчерпывающим, чтобы предусмотреть все.

В основе современной макроэкономики – все та же иллюзия, что неопределенность можно побороть с помощью математических расчетов. Как подчеркивает автор, чтобы понять истинную природу спадов и подъемов на рынках вообще и на финансовых в частности, следует изменить сам способ мышления. А для этого, прежде всего, стоит размежевать понятия «риск» и «неопределенность».

Риск относится к уже известным событиям, которые можно спрогнозировать с определенной степенью вероятности на основе прошлого опыта, например пожар в доме. А неопределенность касается событий, последствия которых невозможно описать или даже представить и вероятность наступления которых невозможно спрогнозировать. «Сутью радикальной неопределенности есть то, что мы не знаем, каким будет будущее, а поэтому нет никакого смысла притворяться, что это не так», – замечает Мервин Кинг.

В частности, можно попробовать объяснить динамику фондового рынка, используя максимально возможное число переменных. Однако во многом движение рынка ценных бумаг обусловлено неожиданными поворотами событий, а не присущими ему закономерностями. Таким образом, подчеркивает автор, в итоге ценность сложных теорий оказывается примерно такой же, как и простейшего опыта с бросанием монеты.

Столь же скептически оценивает Кинг значимость поведенческих моделей, которые используются в попытках спрогнозировать степень рациональности, в частности, финансовых решений. «Лучше быть примерно правым, чем абсолютно неправым», – замечает автор, настоятельно советуя руководствоваться не моделями, в основе которых лежат невер-

Никакой самый сложный статистический анализ не может быть настолько исчерпывающим, чтобы предусмотреть все

ные допущения, а эвристическими подходами, являющимися, по его убеждению, наиболее действенным способом реагирования на обстоятельства. Иначе говоря, принять оптимальное решение в условиях радикальной неопределенности можно, основываясь на простом здравом смысле, а не на сложнейших расчетах. Например, хотя данные об ипотечных займах указывали на то, что это актив с достаточно низкой степенью риска, именно они во время кризиса стали для банков источником крупных убытков.

При оценке достаточности капитала банка более действенной может оказаться не сложная метрика, а простые коэффициенты, измеряющие соотношение капитала и совокупных активов. Как показало проведенное Bank of England исследование 116 глобальных банков, из которых 74 пережили кризис, а 42 нет, более простой коэффициент позволил точнее предсказать финальный итог.

В книге описывается пример Денниса Везерстоуна, который начал работать в банке J.P. Morgan в 16-летнем возрасте в качестве счетовода, а в 1990-м стал его генеральным директором. Одной из самых сложных проблем, с которой он столкнулся, было принятие решения, какие из большого числа сложных и мало-

нового продукта понятна топ-менеджерам, не являющимся узкими специалистами в финансовой сфере, то вероятность, что с ним что-то пойдет сильно не так, существенно снижается.

Везерстоун давал разработчикам три 15-минутные попытки объяснить ему содержание продукта. Если после третьей полной ясности у него не было, компания отказывалась от разработки. Наверняка в 2008-м немало руководителей сожалели, что в свое время не последовали такой же логике.

Иллюзия ликвидности

Как отмечает автор, одним из аспектов алхимии финансовых рынков является убежденность в их ликвидности. А это иллюзия, так как базовые активы – и материальные, и относящиеся к категории «гудвилл» – по своей сути неликвидны. Их ликвидность определяется бесперебойностью взаимодействия двух полюсов рынка – покупателей и продавцов. Однако радикальная неопределенность в любой момент может его нарушить. Иными словами, любой рынок, являющийся высоколиквидным сегодня, завтра может оказаться неликвидным.

Так, во время глобального финансового кризиса традиционно высоколиквидный рынок ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) резко утратил ликвидность. Причина: инвесторы осознали, что стоимость недвижимости может не только повышаться, но и снижаться, а также что они в большей степени зависимы не от стоимости жилья, являющегося обеспечением ипотеки, а от ситуации конкрет-

ных людей, чьи обязательства по ипотечным кредитам были представлены в ИЦБ. О финансовой ситуации заемщиков инвесторам фактически ничего не было известно.

Дискуссии о том, рациональны рынки по своей природе или нет, Мервин Кинг считает совершенно бесплодными. По его словам, в ситуации радикальной неопределенности рыночные цены определяются не некими объек-

Сегодня финансовые рынки — это место, где обман и алчность стали обычным проявлением внутрицеховой солидарности

понятных финансовых продуктов, предлагаемых банковскими трейдерами и математиками, можно было продавать клиентам.

У Везерстоуна не было ничего, на чем можно было бы основываться, прогнозируя риски этих продуктов; иными словами, они представляли собой пример радикальной неопределенности. И тогда глава J.P. Morgan решил основываться на следующем допущении: если суть

тивными принципами, а тем, какими являются представления об этих принципах у различных игроков. При этом никто не может сказать с уверенностью, какие из допущений верны, а какие нет.

Возврат к невинности

«На протяжении столетий алхимия была основой денежной системы, – пишет Кинг. – Правительства притворялись, что бумажные деньги можно в любой момент конвертировать в золото, даже если его было, мягко говоря, недостаточно, а банки притворялись, что краткосрочные депозиты можно использовать для финансирования долгосрочных инвестиций, сопряженных с высоким риском». В обоих случаях алхимия становилась мнимой трансформацией риска в надежность. И в основном это срабатывало, но время от времени люди осознавали, что король-то голый. Всякий раз, когда утрачивалась вера в ценность денег или разумность банков, разражался денежный или банковский кризис.

Но как предотвратить повторение глобального финансового кризиса? Для этого нужны некие мощные стимулы, способные кардинально изменить поведенческую модель банковской системы. И тут, по мнению Кинга, есть только одно действенное решение. Оно заключается в трансформировании роли центробанка – превращении его из кредитора последней инстанции в универсального ростовщика.

Как известно, ростовщик готов кредитовать всех, кто может предоставить обеспечение, достаточное для покрытия стоимости займа. Чтобы применить этот принцип к банковскому сектору, автор предлагает ввести одно простое правило, которое заменит существующую сложную систему регуляторных требований. А именно: суммарный объем ликвидных активов финансовой структуры должен превышать суммарный объем ее ликвидных пассивов. На практике это правило примет форму обязательного страхования, стоимость которого будет включена в размер так называемой «стрижки», которая будет устанавливаться центробанком в зависимости от типа предоставляемого обеспечения.

Автор иллюстрирует это правило на следующем простом примере. Общая сумма как активов, так и пассивов коммерческого банка составляет \$100 млн. При этом структура активов выглядит так: \$10 млн – обязательное резервирование в центробанке; \$40 млн – относительно ликвидные ценные бумаги; \$50 млн – предоставленные бизнесам неликвидные кредиты. Если центробанк установит 10-процентную «стрижку» на ликвидные ценные бумаги и 50-процентную – на неликвидные кредиты, то, возможно, решит предоставить \$36 млн кредитных средств под обеспечение первым и \$26 млн – под обеспечение вторым (все это при условии, что коммерческий банк предоставил данные активы как залог). Таким образом, коммерческий банк будет располагать ликвидными активами на сумму \$71 млн (10 + 36 + 25). Соответственно, он сможет финансировать свои операции только в пределах этой суммы.

Мервин Кинг считает, что переход к предлагаемой им системе может занять от 10 до 20 лет. За это время банки, у которых сумма пассивов превышает сумму активов, должны будут постепенно уменьшить эту разницу до нуля. В основе такого подхода – требование предоставления обеспечения центробанку до того, как разразится кризис. Тогда станет возможным сформировать запасы для всей банковской системы, включая резервы центробанка. Эти запасы позволят удовлетворить требования охваченных паникой дебиторов или кредиторов.

Возвращаясь к дискуссии о том, следует ли спасать банки, которые слишком велики, чтобы дать им пойти на дно, Кинг отмечает, что решение сводится к одному простому вопросу: банковская система является элементом централизованно-плановой экономики или все-таки рыночной? Признание последнего означает, что банки не должны создавать социальные издержки, которые общество вынуждено покрывать во время кризиса. Трансформирование центробанка в универсального ростовщика может стать путем к постепенному отказу от ожиданий, что банки непременно будут спасены. Вопрос заключается в формировании такой финансово-банковской системы, при которой у государства не будет никаких причин вытягивать из воронки кризиса гибнущие в ней компании ●●

Принимая решение в условиях неопределенности, эффективнее опираться на здравый смысл, а не на стратегические расчеты