

## **“Мыльные пузыри” и политика центрального банка**

Опубликовано "Дайджест-Финансы" №12, 2001, с.30-34

*Предсказания апокалипсиса на американском фондовом рынке заставили инвесторов обратить взоры на ФРС США. Игроки надеялись, что ее глава, Алан Гринспен, словно волшебная фея, сможет взмахнуть волшебной палочкой (то бишь, процентной ставкой) и... остановить надвигающуюся катастрофу, «мягко посадить» экономику и оставить инвесторами их легко заработанные деньги. Проблема «мыльных пузырей» - далеко не новая тема в истории человечества. Однако только сейчас начали задаваться вопросом: должен ли центральный банк регулировать финансовый бум или ему следует оставить инвесторов наедине с последствиями своей безумной эйфории?*

### **История вопроса**

Термин «экономика мыльного пузыря» (bubble economy) появился с легкой руки издательства Asahi, и обозначал он первоначально процессы, происходящие в японской экономике в конце 1980-х гг. Мыльный пузырь характеризуется тремя составляющими: быстрым ростом цен на финансовые активы, расширением экономической деятельности и постоянным увеличением денежного предложения и кредита. Однако сами мыльные пузыри имеют уже длительную историю существования. Первый известный мыльный пузырь был организован Дж. Ло во Франции в 1716-20 гг. Он предложил дополнить обращение золотых и серебряных монет бумажными деньгами, выпускаемыми особым частным банком. Вместе с тем, Ло создал акционерную компанию Индий, курс акций которой рос как на дрожжах. Кончина проекта Ло хорошо известна: банк напечатал столько бумажек, что за ними перестало стоять обеспечение. А компания Индий, чьи акции поддерживались денежной эмиссией, не смогла заработать обещанных баснословных доходов. Крах мыльного пузыря привел к полному расстройству финансовой системы, и Франция долго еще не решалась печатать бумажные деньги. Опыт 1716-20 гг. примечателен тем, что это был не просто первый фондовый мыльный пузырь, а еще и впервые оказались переплетенными финансовый бум и денежно-кредитная политика. Последующие мыльные пузыри в Великобритании 1720-21 гг., Франции 1857-58 гг. и другие были уже «обычной» спекулятивной манией, не поддерживавшейся денежной эмиссией.

В те далекие времена хотя мыльные пузыри и были масштабными всенародными увлечениями, но рождались они крайне редко. В современной экономике глобализация и развитие финансовых рынков привели к тому, что мыльные пузыри стали чуть ли не обыденным явлением. В 1980-90-х гг. финансовые бумы прошли практически во всех ведущих промышленно развитых странах, а в некоторых неоднократно (см. табл. 1). Каждый раз лопнувший мыльный пузырь имел самые удручающие последствия для реального сектора экономики и банковской системы. Интересно, что если раньше мыльные пузыри образовывались исключительно на рынке ценных бумаг, то теперь они могут рождаться на рынке любого финансового актива: облигаций, акций, кредитов, недвижимости. Поскольку за банковскую систему и многие из этих видов активов отвечает центральный банк, то общество стало задаваться вопросом: должен ли он вмешиваться и вовремя тормозить финансовый бум?

Таблица 1.

**Мыльные пузыри в промышленно развитых странах в 1980-90-х гг.**

Страна	Мыльный пузырь
США (1987-91)	Кризис ссудо-сберегательных учреждений и коллапс мыльного пузыря на рынке акций.
США (1999-2001)	Мыльный пузырь на рынке акций высокотехнологичных и интернет-компаний.
Швеция, Финляндия и Норвегия (1990-92)	Кредитный бум завершился банковским кризисом и падением цен на недвижимость
Австралия (1989)	Проблемы в банковском секторе из-за безнадежных ссуд
Япония (1989-91)	Бум на фондовом рынке, вызванный ростом цен, закончился кризисом финансовой системы, продолжающийся по сей день.
Великобритания (1990-91)	Бум на рынке ипотечных кредитов привел к экономической рецессии и кризису мелких и средних банков.

Традиционный взгляд на проблему состоит в том, что денежным властям не следует непосредственно реагировать на изменение цен на финансовые активы. Аргументов обычно выдвигается несколько:

- цены на финансовые активы в краткосрочном периоде слишком волатильны и они не могут служить детерминантами денежно-кредитной политики, ориентированной на долгосрочный результат;
- в практическом плане почти невозможно выяснить, отражает ли рост цен на финансовые активы улучшение ситуации в реальном секторе экономики или это просто спекулятивная мания;
- даже если центральный банк будет систематически реагировать на колебания цен на финансовые активы, его действия приведут к дестабилизации экономики.

### **Мыльный пузырь: взгляд изнутри**

К настоящему времени теория и практика накопили достаточно знаний и опыта, чтобы пересмотреть точку зрения на мыльные пузыри и вынести новый вердикт. Прежде всего, следует разобраться в природе финансового бума.

Экономическая теория говорит о финансовых активах как о требованиях или правах на получения дохода в будущем. Владелец актива обменивает свою возможность текущего потребления на потребление в будущем с приростом. Другими словами, финансовый актив – это право на потребление в будущем. К классическим финансовым активам относят паевые и долговые ценные бумаги, а также денежные средства. Изменения в номинальных ценах на актив может отражать изменения в будущем потоке доходов, поэтому текущие цены на него рассчитываются исходя из дисконтированного потока будущих поступлений от актива. К финансовым активам имеет смысл причислить также недвижимость и реальные денежные остатки. В развитых странах недвижимость, определяющая кредитоспособность домохозяйств, составляет около 40%-50% их активов. Реальные денежные остатки влияют на кривые доходности и относительные цены, что делает их важными с точки зрения анализа совокупного спроса в экономике страны. К ценам на финансовые активы иногда относят валютный курс, поскольку он представляет собой иностранную цену на национальные денежные средства.

Рост цен на финансовые активы может быть как адекватным, так и иррациональным. Адекватным он является тогда, когда за ним стоит улучшение ситуации в реальном секторе экономики: увеличение производительности труда, научные открытия, отличные финансовые результаты и т.д. Если ничего подобного не наблюдается, а цены растут, финансовый бум превращается в мыльный пузырь. Причин тому может быть несколько: стадное поведение инвесторов, несовершенное регулирование рынка, финансовая либерализация и т.д. Однако почему адекватная переоценка финансовых активов может быть опасной для экономики? Мыльный пузырь создает искажения в инвестициях и потреблении, что сначала ведет к экономическому буму и расширению деловой активности, а в дальнейшем – к рецессии и инфляции. Вмешательство денежных

властей может сгладить эти циклические колебания и снизить потери экономики. Как же работает механизм мыльного пузыря и почему он влияет на экономический рост? Многие экономисты и отечественные специалисты здесь не исключение, полагают, что финансовый бум увеличивает благосостояние домохозяйств и тем самым стимулирует потребительские расходы. Например, рост на фондовом рынке США делает американцев богаче, поэтому они начинают больше тратить. Однако простейшие эконометрические оценки выявили низкую корреляцию между фондовыми индексами и потребительскими расходами. Объясняется этот факт достаточно просто: доходы домохозяйств, полученные на фондовых спекуляциях, идут, в своем большинстве, в пенсионные сбережения, никак не влияющие на текущие расходы.

Более правдоподобное объяснение мыльного пузыря основывается на «балансовом эффекте» (balance sheet effect). Изменение цен на финансовые активы непосредственным образом отражается на балансах домохозяйств, фирм и финансовых посредников. Раздувание мыльного пузыря ведет к увеличению, а его схлопывание – к снижению стоимости обеспечения кредитов. На пике финансового бума игроки вовсю используют кредиты для фондовых спекуляций. Когда тренд меняет свое направление, коэффициенты леввереджа резко подсакаивают. От заемщиков начинают требовать дополнительного обеспечения, а от банков – повышения капитализации для соблюдения нормативов достаточности собственного капитала. Падение котировок на фондовом рынке ухудшает финансовые результаты и балансы всех игроков без исключения, что вынуждает их сокращать текущие траты. Расходы идут не на потребление, а на обслуживание долгов. Перераспределение доходов вызывает сокращение совокупного спроса и темпов экономического роста. В процессе разрушения финансовой пирамиды существует несколько обратных связей. Во-первых, снижение продаж и занятости уменьшает товарные обороты, что ведет к дальнейшему ослаблению кэш-потоков и падению потребления. Этот механизм носит название «финансовый акселератор». Во-вторых, уменьшение текущих и прогнозных доходов от активов отражает в падении цен на них. Складывается спираль дефляции долга, впервые описанная И.Фишером еще в 1933 г. на примере Великой депрессии.

### **Аргументы pro et contra**

Нужно ли властям регулировать весь этот цикл? Сторонники регулирования приводят два простых аргумента в пользу политики противостояния мыльным пузырям. Первый аргумент основывается на классическом «анализе Пула» (названном так по имени У.Пула, нынешнего президента Федерального Резервного Банка Сент-Луиса). В свое время Пул предложил модель стабилизации циклических колебаний на финансовом рынке. Смысл ее заключается в том, что центральному банку следует «грести против ветра» при переоценке финансовых активов, если рост цен не имеет за собой никакой основы. И наоборот, если финансовый бум имеет корни в реальном секторе экономики, центральный банк должен позволить ему развиваться самостоятельно. Рекомендации Пула представляют собой типичный пример противоциклической экономической политики, призванной сгладить колебания рыночной конъюнктуры.

Второй аргумент касается времени вмешательства денежных властей на рынке. Известно, что наиболее разрушительные последствия мыльного пузыря приходятся уже на пост-пиковый период. Когда мыльный пузырь давно прошел, у правительства начинаются проблемы с инфляцией и экономическим ростом. Чтобы предотвратить такой ход событий, центральный банк должен заблаговременно придерживаться противоциклической политики. Другими словами, ему следует вмешиваться еще на начальной стадии роста мыльного пузыря. Тогда последующая коррекция на финансовом рынке будет относительно небольшой, а потери экономики с точки зрения инфляции и ВВП – минимальны.

Оппонентов центрального банка заботит, что «антимыльная» политика спровоцирует недобросовестное поведение инвесторов. Если денежные власти возьмутся регулировать мыльный пузырь, то спекулянты раздуют его еще больше, надеясь, что их потенциальные убытки будут с лихвой компенсированы властями, ведь теперь они несут ответственность за финансовый бум. Проблема недобросовестного поведения возникает из-за асимметрии действий центрального банка. Ведь он реагирует обычно не столько на рост котировок, сколько на их падение. Отчасти такое поведение властей оправдано тем, что рыночные цены сами изменяются асимметрично: пузырь раздувается медленно, а лопается быстро. Однако если центральный банк начнет одинаково реагировать на подъем и на падение, то динамика рынка также может видоизмениться. Зная о том, что денежные власти не допустят излишней переоценки активов и резкого падения цен, котировки будут изменяться более плавно, а инвесторы перестанут слепо следовать за толпой. Таким образом, проблемы недобросовестного поведения инвесторов можно избежать, если центральный банк станет действовать симметрично, реагируя как на рост, так и на падение цен.

### **Аналитический аппарат центрального банка**

Главной проблемой противочиклической политики является оценка адекватности роста цен на финансовые активы. Соответствует ли финансовый бум улучшению фундаментальных макроэкономических показателей или нет? Многие, включая Дж.Сороса, полагают, что инвесторы всегда пристрастны, и в период бума они неверно оценивают ситуацию. Если рыночные игроки, прекрасно разбирающиеся в рыночной конъюнктуре, ошибаются то, что можно говорить о регулирующих органах, которые по сравнению с участниками рынка, чаще всего, мало компетентны. Как считают противники противочиклической политики, центральный банк не в состоянии верно анализировать мыльные пузыри. Однако в аналитическом аппарате денежных властей уже учитываются макроэкономические факторы, подпитывающие рост цен на активы. Стандартная модель инфляционного таргетирования, используемая многими центральными банками и разработанная Л.Свенссоном, включает в себя два основных элемента: уравнение предложения или кривую Филлипса, а также уравнение спроса или IS-кривую. В кривой Филлипса среди прочих переменных, определяющих инфляцию, присутствует потенциальный ВВП. Он, в свою очередь, определяется структурой производства, технологиями и другими факторами производства. Зависимость между потенциальным ВВП и факторами производства формализуется, например, через производственную функцию Кобба-Дугласа. Вот и оказывается, что аналитический аппарат центрального банка уже учитывает факторы, подталкивающие цены на финансовые активы вверх, а сам он вполне в состоянии адекватно оценивать финансовый бум.

Другой вопрос, касающийся денежно-кредитной политики властей – насколько принимать во внимание мыльные пузыри при построении поведенческой стратегии? Обычно в целевой функции любого центрального банка минимизируются колебания ВВП и инфляции. А цены на финансовые активы могут служить неплохим прогнозным показателем инфляции. Ведь рост цен на многие активы (например, недвижимость и денежные остатки) отражает ожидания предстоящего роста товарных цен. Однако остается неясным вес финансовых переменных в прогнозном уравнении инфляции. Необходимо построить индекс совокупной инфляции, учитывающий как общий ценовой тренд (ядро инфляции), так и цены на конкретные товары и услуги. Весной 2001 г. Центр исследований экономической политики (Лондон) и Центр денежно-кредитных и банковских исследований (Женева) подготовили Женевский Отчет по Мировой экономике под названием «Цены на активы и политика центрального банка» [1]. В нем специалисты Центров на основе данных по двенадцати странам-членам ОЭСР конструируют индекс, предназначенный для прогнозирования инфляции. Эконометрическая оценка показала, что курсы акций являются чрезмерно волатильными

по сравнению с товарными ценами, и их вес в индексе очень мал: немногим более 2,5%. В то же время цены на недвижимость менее волатильны и тесно коррелируют с инфляцией. В целом, авторы Женевского Отчета полагают, что, во-первых, аналитика выиграет, если цены на недвижимость будут учитываться при проведении денежно-кредитной политики, а во-вторых, нынешняя практика игнорирования центробанками курсов акций является правомерной.

### От теории к практике

Многие центральные банки уже обновили свои макроэкономические модели с учетом цен на финансовые активы. Например, колебания курсов акций оказывают существенный эффект на инфляцию и ВВП в модели, применяемой ФРС США. Аналогично в макроэкономической модели Банка Англии учтены валютный курс и цена на недвижимость. Пристальное внимание ФРС США к фондовому рынку объясняется его большой капитализацией и высокой долей портфелей акций в составе активов американских домохозяйств. Хотя с точки зрения ВВП капитализация британского фондового рынка больше американского (см. табл. 2), половину листинга Лондонской Фондовой Биржи составляют бумаги иностранных компаний, никак не относящиеся к экономике Великобритании. Зато Банк Англии учитывает разные показатели валютного курса – ведь британский рынок очень чувствителен к внешнеэкономической конъюнктуре. Банк Японии в макроэкономическом анализе использует широкий индекс цен, основывающийся на статистике благосостояния и включающий изменение цен на финансовые активы [3]. Центральные банки Швеции, Финляндии, Исландии и Норвегии рассчитывают т.н. индексы монетарной конъюнктуры, учитывающие краткосрочные процентные ставки и валютный курс. А для Банка Канады и Резервного Банка Новой Зеландии он служит операционной целью денежно-кредитной политики [2]. Одним словом, центральные банки ведущих стран опираясь на результаты многочисленных исследований, подтверждающих связь будущей инфляции и финансовых активов, тем или иным образом анализируют цены на них. Однако поскольку эта связь среди стран не идентична, и может даже изменяться во времени, набор рассматриваемых переменных различается.

Таблица 2.

### Капитализация фондовых рынков стран Большой Семерки и России.

Источник: составлено по данным *FIBV Annual Report, 2001*.

Страна	Капитализация
Великобритания	198,3% ВВП
США	180,8% ВВП
Канада	122,4% ВВП
Франция	111,1% ВВП
Япония	104,7% ВВП
Германия	72,1% ВВП
Италия	66,1% ВВП
Россия	19,9% ВВП

### Родные пенаты

Мыльные пузыри не являются исключительно западным изобретением. Финансовые бумы время от времени возникают и на отечественном рынке. В дореволюционное время биржевые бумы и связанные с ними мыльные пузыри были очень распространенным явлением. В современной России наблюдалось появление и развитие нескольких прототипов мыльных пузырей: финансовые пирамиды 1994 г. (бум «народных» акций наподобие МММ и Гермеса), а также эйфории на фондовом рынке в периоды президентских выборов в 1996 и 2000 гг. График индекса РТС наиболее наглядно

отражает эти события (см. рис.). Однако вопрос состоит в том, должен ли Банк России бороться с отечественными мыльными пузырями?

Если иметь в виду, что мыльный пузырь влияет на экономику через гэп ВВП (отклонение фактического ВВП от своего потенциального уровня), то для начала необходимо выяснить взаимосвязь между гэпом и инфляцией. Финансовый бум приводит к отклонению объема производства от оптимальной траектории, что сказывается на ценах. Действует классический вариант инфляции издержек – колебание выпуска продукции отражается на ценах. Для того, чтобы выяснить как этот механизм работает в отечественной экономике, автор подверг упомянутую модель инфляционного таргетирования, разработанную Л.Свенссоном, эмпирической проверке. На основе данных за декабрь 1998 г. – май 2001 г. были рассчитаны коэффициенты эластичности, и оказалось, что эластичность инфляции к гэпу ВВП почти равна нулю. Иными словами, инфляция в России никак не реагирует на изменение объема производства, и по всей видимости, цены зависят от других факторов. Чтобы проверить выдвинутое предположение, я ввел в модель дополнительную неизвестную переменную, и коэффициент детерминации сразу подскочил с 0,66 до 0,79, т.е. точность модели возросла. Отсюда можно сделать вывод, что классический механизм, связывающий в зарубежных странах мыльный пузырь и важнейшие макроэкономические переменные, не действует. Следовательно, Банк России может игнорировать события на фондовом рынке. Дело в том, что инфляция в отечественной экономике последние годы определяется, в основном, изменением тарифов монополий, чья кривая предложения вертикальна. Уровень производства, например ЕЭС России или Ростелекома, остается прежним, а стоимость услуг возрастает. Отсюда и возникает инфляция безо всякого колебания гэпа ВВП.

Второй ключевой механизм, связывающий ВВП и цены на финансовые активы, в отечественной экономике так же работает. Нельзя сказать, что отечественный фондовый рынок слабо развит. Создана инфраструктура и наращена капитализация. Согласно официальной версии, озвученной в ежегодном послании Президента Федеральному Собранию РФ от 2001 года, суммарная капитализация российского фондового рынка составляет около \$50 млрд. По словам директора по фондовому рынку ММВБ М.Лауфера, капитализация рынка за последние четыре года практически не изменилась и составляет все те же \$50 млрд. Причины нулевого роста капитализации хорошо известны: слабая корпоративная культура, незащищенность инвесторов, непрозрачность предприятий, сложности налогообложения, несоответствия бухучета международным стандартам и так далее. По своему объему капитализация отечественного рынка вполне сопоставима с другими рынками. В 1994 г. капитализация фондового рынка в Германии достигала 24% ВВП, в Испании – 23%, а в Италии – 17%. Сейчас схожей капитализацией по данным Международной Федерации Фондовых Бирж обладают Аргентина (18%), Бразилия (21%) и Перу (21%).

Однако в развитых странах фондовый рынок влияет на ВВП через инвестиционный процесс. Во-первых, дивиденды по акциям выплачиваются из денег, заработанных в реальном секторе, а во вторых, через фондовый рынок привлекаются новые инвестиции. Обе связи у нас не работают. Первичные эмиссии не проводятся, а вторичные эмиссии служат инструментом манипуляций и борьбы за контроль над предприятием. Дивиденды же равны нулю, из-за чего акции с рациональной точки зрения акции как финансовый актив бесполезны. Можно выигрывать только за счет роста курсовой стоимости, что и происходит: акции перепродаются по кругу, курс то растет, то падает, а реальному сектору экономики «ни горячо, ни холодно». Из-за отрыва финансового рынка от производства, мыльные пузыри могут влиять лишь на доходы спекулянтов и их инвестиционно-сберегательный баланс, но никак не на экономику в целом. Отсюда можно сделать вывод: Банку России не стоит себя утруждать регулированием мыльных пузырей, как это делают его западные коллеги.

## **Литература**

1. Cecchetti S., Genberg H., Lipsky J. and Wadhvani S. Asset prices and central bank policy. Geneva Report on the World Economy №2, CEPR & ICMB, 2001.
2. Goodhart Ch. and Hofmann B. Financial variables and the conduct of monetary policy. Sveriges Riksbank Working Paper №112, 2000.
3. Shiratsuka Sh. Asset prices fluctuation and price indices. IMES Discussion Paper №99-E21, 1999.