

ВЛАДИМИР ИВАНОВИЧ МАЕВСКИЙ

доктор экономических наук, действительный член РАН,
руководитель Центра эволюционной теории и экономического
развития Института экономики РАН, г. Москва

ВЛАДИМИР БОРИСОВИЧ АКУЛОВ

доктор экономических наук, профессор, декан экономического
факультета ПетрГУ

К ВОПРОСУ О ПРИЧИНАХ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

От редакции. 23–24 апреля в ПетрГУ состоялась научно-практическая конференция «Гуманитарные ценности в экономике» по инициативе экономического факультета при поддержке Оксфордского Российского фонда для студентов старших курсов, молодых преподавателей и ученых. В конференции приняли участие представители экономического, юридического факультетов, факультета политических и социальных наук ПетрГУ, Института экономики КарНЦ РАН, Министерства экономического развития РК, а также приглашенные эксперты: В. И. Маевский, доктор экономических наук, действительный член РАН, руководитель Центра эволюционной теории и экономического развития Института экономики РАН, г. Москва; С. Г. Кирдина, доктор социологических наук, заведующий сектором эволюции социально-экономических систем Института экономики РАН, г. Москва. После мастер-класса «Нерешенные проблемы теории воспроизводства», проведенного академиком РАН В. И. Маевским, состоялась дискуссия, фрагмент которой предлагаем вниманию читателей, и приглашаем к обсуждению поставленных вопросов. (Сохранен авторский стиль.)

■ **Маевский В. И.:** Разрушительная сила финансовых кризисов все более нарастает, несмотря на это экономисты до сих пор не располагают адекватными инструментами, способными предупреждать о приближении таких кризисов и бороться с ними. По-видимому, одна из причин такого положения дел кроется в недостаточной проработке тех разделов фундаментальной экономической теории, которые имеют отношение к кругооборотам индивидуального капитала, корпоративного капитала и совокупного (общественного) капитала. Эти разделы впервые сформировал К. Маркс, посвятив им не только весь второй том «Капитала», но и частично первый и третий тома. Однако в XX веке его исследование не было продолжено. Насколько мне извест-

но, до сих пор не создано ни одной модели, которая описывала бы превращение денежного капитала в физический и физического в денежный. В мировой экономической науке моделируются другие кругообороты, например, в моделях В. Леонтьева и П. Сраффы кругооборотом называется процесс, в котором потребление некоторого набора товаров приводит к созданию аналогичного набора товаров. Денежный капитал в таком кругообороте отсутствует. Сама категория «денежный капитал» не вошла в активный научный оборот (далеко не каждый экономический справочник определяет ее, а те, которые определяют, далеко не всегда делают это корректно). Соответственно, статистика не рассчитывает показатель денежного капитала. По моей

оценке, денежный капитал США, участвующий в кругообороте совокупного капитала, по состоянию на конец 2007 года составил 13–17 триллионов долларов. Это примерно в 2 раза больше американского денежного агрегата $M(2)$, равного в 2007 году 7,4 триллиона долларов и сопоставимо с годовым ВВП – 13,8 триллиона долларов (см.: www.census.gov/compendia/statab/Table_752). Получается, что за пределами экономического анализа оказался гигантский по своим масштабам экономический процесс. Поэтому возникают вопросы. Например, какая связь между денежным капиталом экономики и ее денежным агрегатом $M(2)$? Может быть, это разные ипостаси одних и тех же денег? Но тогда почему они столь резко (в 2 раза) отличаются друг от друга? Или это счетные ошибки, или что-то другое? И такой вопрос. Поскольку денежный капитал воспроизводится посредством перенесения «стоимости» (точнее, денежной оценки, поскольку стоимость – это время, затраченное на производство блага, а время переносить нельзя) потребленного физического капитала на продукт, а основной капитал (часть физического) потребляется в течение всего срока его жизни, то не может ли быть, что амортизационные деньги составляют значительную часть длинных денег, о которых так много пишут современные экономисты? Такой способ формирования длинных денег (капиталист вполне может накапливать часть амортизационных отчислений на долгосрочном депозите, позволяя банку предоставлять длинные кредиты) почему-то не обсуждается в экономической литературе.

Однако самое главное, что, на мой взгляд, заслуживает внимания, – это выяснение роли фиктивного капитала в кругооборотах корпоративного и совокупного капитала. Фиктивный капитал (капитал в форме ценных бумаг, в частности, акций и облигаций) не участвует непосредственно в метаморфозах денежного капитала в физический и физического в денежный. Данный капитал – это своего рода тень корпоративного капитала. При своем первичном размещении фиктивный капитал равен ценности физического капитала корпорации и является или удостоверением прав собственности на капитал плюс права на получение части дохода от собственности, или только удостоверением права на получение дохода. Если бы фиктивный капитал постоянно находился без движения, то никаких проблем не возникало бы.

Однако, как мы все хорошо знаем, фиктивный капитал, не будучи денежным капиталом, может выступать и выступает в качестве залога, под который банк предоставляет кредит и тем самым создает новые деньги, дополнительные к наличному денежному капиталу. Тень оживает за счет так называемой секьюритизации активов. Новые кредитные деньги, с одной стороны, порождают эволюционную инфляцию, о которой писал Й. Шумпетер, с другой – обычную инфляцию. Однако в обоих случаях они негативно

влияют на существующие кругообороты индивидуальных и корпоративных капиталов. Чем старше основной физический капитал корпорации или индивидуальной фирмы и, стало быть, чем в большей мере этот капитал превратился в денежный, тем болезненнее для него инфляционный шок. Если учесть, что наряду с корпорациями крупным эмитентом ценных бумаг выступает государство, не исключено, что сила инфляционного шока периодически может быть запредельно высокой. Почему же этого не происходит? Следует обратить внимание на особую роль фондового рынка, который способен демпфировать обычную инфляцию (проявляющуюся в росте цен на товары и услуги) посредством необычной инфляции, а именно *инфляции ценных бумаг*, или *инфляции фиктивного капитала*. Поясним сказанное. Деньги, которые ежедневно обслуживают функционирование фондового рынка, его многомиллиардные операции, физически не могут одновременно обслуживать те кругообороты капитала, которые совершаются в реальном секторе экономики. На фондовом рынке действуют другие деньги. Разумеется, деньги реального сектора экономики способны переходить на фондовый рынок, но в таком случае размер чисто производственных трансакций сокращается, что грозит экономической рецессией. Если же рецессии нет, а индексы типа *Dow Jones* или *Standard and Poor's* растут, то это значит, что часть избыточных денег не попала в реальный сектор экономики. Вместо того чтобы спровоцировать сильную товарную (обычную) инфляцию, эти избыточные деньги приводят к повышению цены фиктивного капитала относительно корпоративного (реального), тенью которого является фиктивный капитал.

Повышение цены фиктивного капитала относительно восстановительной стоимости основного физического капитала как раз и характеризует инфляцию фиктивного капитала. В свете сказанного становится понятным, почему в США или Китае, несмотря на активный рост ликвидности (за которым стоит политика бюджетного дефицита и секьюритизации активов), индекс инфляции находится на уровне 2–3 %. Избыточные деньги абсорбирует фондовый рынок. Соответственно, индексы типа *Dow Jones* или *Standard and Poor's* в том случае, если они растут быстрее, чем качество основного физического капитала, представляют инфляцию фиктивного капитала.

Если идти дальше, то становится ясным, почему несостоятельна знаменитая количественная теория денег, в частности, утверждение о наличии статистически значимой зависимости между инфляцией и уровнем монетизации экономики так же, как и приростом денежной массы. Высказанные мною положения согласуются с позицией С. Глазьева, хотя последний видит основную причину отрицательной корреляции между приростом денежной массы в России и инфляцией не

в действии фондового рынка, а в научно-техническом прогрессе и инновационной активности (см.: Глазьев С. О практичесности количественной теории денег // Вопросы экономики. 2008. № 7).

Мне известно большое количество научных работ о проблеме обычной (товарной) инфляции. Эта тема активно обсуждается во всех учебниках. Однако в учебниках, в том числе западных, ничего не говорится об инфляции капитала. Между тем данная инфляция, как я полагаю, имеет прямое отношение к финансовым кризисам. Дело в том, что деньги, циркулирующие на фондовом рынке, отличаются от денег, циркулирующих на товарном рынке реального сектора. Последние, как правило, достаточны для того, чтобы обслужить куплю-продажу всей товарной массы, тогда как первые никогда этого не делают. Они обслуживают сделки, составляющие максимум 5–10 % всего фиктивного капитала. Если же по какой-то причине игроки фондового рынка начинают сбрасывать крупные пакеты акций (паника, катастрофа и другие эксцессы), и этот сброс составит, скажем, 20 % всего фиктивного капитала, у покупателей не окажется достаточно денег, чтобы приобрести эти пакеты. Отсюда – резкое удешевление ценных бумаг с угрозой последующего банкротства тех компаний, которые эти бумаги эмитировали, или тех банков, которые создали новые деньги под залог этих бумаг. Единственный вывод из сказанного: есть крупная проблема, которая недостаточно изучена и которую следует изучать.

■ Акулов В. Б.: Уважаемые коллеги, я хотел бы высказаться по поводу того материала, который мы получили, и положений, которые здесь представил Владимир Иванович. Мне кажется, что здесь много плодотворных идей. Первое, на что я хотел бы обратить внимание. Если говорить о механизме кризиса, то сейчас очень много говорят, что кризис 2008–2009 годов существенно отличается от всех предыдущих. Я посмотрел историю кризисов и обратил внимание на одну очень интересную вещь. 1847 год, Великобритания, один из первых кризисов, когда у нас еще практически не было развитой акционерной формы капитала. Причина кризиса – железнодорожные акции. Они воспринимались экономическими субъектами примерно так же, как subprime ипотека в 2009 году. Возрастала купля-продажа таких акций, и, в конечном итоге, возник фондовый пузырь. Механизм кризиса, который был в Великобритании 160 лет назад, очень похож на тот, который был у нас в 2008–2009 годах. Правда, это может быть только видимость.

Можно приглядеться, например, к ежегодным публикациям журнала *Forbes* (*Forbes 2000*), к списку 2000 крупнейших компаний мира. Там используются четыре показателя: 1) продажи, 2) прибыль, 3) активы (валюта баланса) и 4) капитализация. Есть интересная информация: начался кризис, и по итогам 2008 года наметился



Доктор экономических наук, профессор В. Б. Акулов (слева) и доктор экономических наук, действительный член РАН В. И. Маевский

существенный разрыв между активами крупнейших компаний мира (то, что «нарисовал» бухгалтер) и их капитализацией. Капитализация существенно упала по сравнению с размерами активов. А до кризиса она достаточно быстро росла.

Теперь смотрите, какие здесь есть интересные вещи, которые могут объяснить ту проблему, которую поставил Владимир Иванович. Я беру список *Forbes*. Первое место по активам, то есть итоговой строки бухгалтерского баланса, занимает *Royal Bank of Scotland* с активами почти в 3500 млрд долларов. Откуда у банка, который входит в лучшем случае во вторую пятерку крупнейших банков мира по реальной деятельности предоставления кредитов, не говоря уже о капитализации, такая величина активов? При этом самая крупная компания реального сектора (*Royal Dutch Shell*) имеет валюту баланса около 300 млрд долларов, то есть на порядок меньше. И почему именно шотландский, а не американские банки, которые лидируют в банковском секторе? Мне кажется, что возвышение английских банков по этому показателю в списке *Forbes 2000*, а также других британских банков (*HSBC* и пр.) не в последнюю очередь объясняется отсутствием в Великобритании практики обязательного резервирования. Бесконечность денежного мультипликатора приводит к тому, что эти денежные сделки совершаются без отчислений в резервы Банка Англии, и это приводит к огромному мультипликации активов.

Я хочу сказать, что помимо фондового рынка, который играет очень важную роль, связанную с оборотом «тени капитала», как говорил академик В. И. Маевский, этот кризис также спровоцирован раздуванием активов банков. Не только subprime ипотека, которая характерна, прежде всего, для США, но ведь кризис начался почти сразу же во всем мире, и не только потому, что плохо стало американской экономике, но и из-за того, что банковский сектор за счет этого безудержного денежного мультиплицирования создал огромное количество денежного фиктивного капитала.

■ **Маевский В. И.:** Но они же наверняка соблюдали коэффициент достаточности? Значит, они накачивали активы за счет чужого капитала! Умные ребята!

■ **Акулов В. Б.:** Совершенно верно. Теперь смотрите! Валюта баланса «Газпрома» – порядка 280 млрд долларов, его капитализация – 75, но еще год назад его капитализация была почти 310 млрд долларов при валюте баланса в 200 млрд долларов.

Если бы мы взяли список *Forbes* не апреля 2009 года, о котором я сейчас говорю, а апреля 2008 года, то мы бы увидели, что по компаниям реального сектора капитализация, как правило, превышает величину активов: ценник фондового рынка существенно больше ценника, который «выдает» бухгалтер. При анализе компаний финансового сектора мы бы увидели прямо противоположную ситуацию (разрыв в 5–10 раз!).

Что же мы «просмотрели»? Мне кажется, что экономическая наука, уделяя большое внимание развитию фондового рынка, не заметила, вероятно, что такие финансовые институты, как банки и страховые компании, превратились в самостоятельный механизм надувания *пузырей фиктивных денег*. Они, возможно, были всегда, но пузырь от деятельности банков всегда был значительно меньше, чем пузырь фондового рынка.

Посмотрите, индекс *Dow Jones* достиг в январе 2000 года 11700 пунктов, после он рухнул до 7280, затем рос в течение восьми лет. Новый спад начался в 2008 году примерно с 13500 пунктов. Японская экономика с 1990 года, когда индекс *Nikkei* составил почти 40000, так до сих пор и не оправилась. И в лучшем случае сейчас это 35–40 % на пике падения *Nikkei* в августе–сентябре 2008 года от тех сорока тысяч, которые были.

Поэтому мне представляется, что в этой волне, которая началась с 2001 года, *огромную роль в надувании пузыря сыграл не только фондовый рынок, как мы традиционно привыкли думать, но и финансовые институты (банки, страховые компании)*. Там, где, предположим, не было практики обязательного резервирования, происходило бесконечное мультилиплирование денежной массы, вплоть до абсолютно неразумного. Это **первое**.

Второе. Банки, конечно же, поучаствовали весьма заметно в надувании пузыря *subprime* ипотеки, то есть не только фондовый рынок, но и банковское сообщество поучаствовало в **инфляции капитала**. Почему? Например, у нас

есть некий физический капитал, и его денежная оценка возрастает, потому что увеличивается количество сделок с капиталом. Предположим, это касается покупки 3 % акций, но это отражается и на всем пакете акций. На самом деле, в деньгах этот физический капитал стоит теперь дороже, значит, происходит его **инфляционное обесценивание**.

С другой стороны, это очень мощный громотвозд для сектора реальных товаров, с которым сталкиваются потребители. У меня есть подозрение, что в экономической системе существует некая условная константа обесценения (инфляции), которая перераспределяется между различными частями системы. Почему на Западе низкая потребительская инфляция? Потому что там выше инфляция капитала. Почему в России высокая потребительская инфляция? Потому что в Российской Федерации, несмотря на все подвижки индексов РТС и ММВБ, институты фондового рынка развиты слабо. Это, вероятно, может обусловить и низкую инфляцию капитала.

Может быть, нужно обдумать ситуацию, связанную не только с ролью банков, а еще и с некой *константой, которая существует в экономической системе*. В результате происходит определенное перераспределение той же самой инфляции между сектором товаров и сектором капитала. Когда развит фондовый рынок и банковская система, инфляция капитала идет быстрее, чем инфляция товаров, и поэтому та реальная инфляция, с которой сталкивается потребитель, ниже. Если в экономике имеет место слабое развитие институтов фондового рынка и всего, что с ними связано (банки, страховые компании и проч.), то мы сталкиваемся с противоположной ситуацией.

Давайте сравним в этой связи российскую и китайскую экономики. Институт фондового рынка в Китае более развит, и емкость фондового рынка в Китае существенно выше, чем в Российской Федерации. Потребительская инфляция в Китае существенно ниже, чем в нашей стране.

Кажется, что здесь существуют плодотворные идеи, с которыми можно выходить на профессиональное сообщество и задумываться над ними. Тень отца Гамлета привела к тому, что его имя стало нарицательным. Может быть, *тень капитала* в виде фиктивного капитала тоже создаст своего «Гамлета» – экономическую пьесу, которая ответит на многие вопросы и многие годы будет востребована.