

# ПРАВДА о БАНКАХ

Майкл Кумхоф и Золтан Якаб

**Банки создают  
новые  
деньги, когда  
предоставляют  
кредиты, что  
может вызывать  
и усиливать  
финансовые  
цикли**

**П**РОБЛЕМЫ в банковском секторе были в числе ключевых факторов, которые вызвали два самых масштабных кризиса за последние 100 лет, — Великую депрессию 1929 года и Великую рецессию 2008 года — и увеличили их продолжительность. В обоих случаях считалось, что одной из причин кризиса было недостаточное регулирование банковской системы. В связи с этим перед экономистами всталая задача подготовить рекомендации по мерам политики, чтобы не допустить повторения этих травмирующих событий.

Реакция макроэкономистов (специалистов, изучающих функционирование национальной экономики) в 1930-е годы значительно отличалась от сегодняшних представлений. В то время существовало два ведущих направления в подходах к радикальному реформированию банковской системы в США: предложения, впоследствии воплотившиеся в закон Гласса-Сти-

голла (который ввел разделение коммерческих и инвестиционных банков, создал программу страхования депозитов и допустил расширение филиальной сети национальных банков), и предложения о 100-процентном резервном обеспечении банковских операций, при котором каждый доллар, внесенный на депозит клиентом банка, должен быть обеспечен долларом наличности в хранилище банка или банковских резервов в центральном банке.

Большинство ведущих американских макроэкономистов в то время были сторонниками 100-процентного резервного обеспечения. Среди них были Ирвинг Фишер из Йельского университета и основатели так называемой Чикагской школы экономики. Одной из главных причин поддержки ими 100-процентного резервного обеспечения банковских операций было то, что накануне Великой депрессии макроэкономисты пришли к осознанию некоторых фундаментальных истин о природе



банковской деятельности, которые ранее ускользали от представителей их профессии, в частности, того факта, что *банки финансируют новые кредиты путем создания новых депозитных денег* (Schumpeter, 1954). Иными словами, во всех случаях, когда клиенту предоставляется новый кредит, этот кредит выдается за счет создания нового депозита на ту же сумму и от имени того же клиента. Это считалось очень серьезным фактом о уязвимости финансовых систем — по двум причинам.

Во-первых, если банки могут свободно создавать новые деньги при создании кредита, то в случае неверной оценки ими потенциала заемщиков по возврату кредита это может усилить роль банков в возникновении циклов финансовых подъемов и спадов. Во-вторых, это формирует постоянную связь между созданием денег и созданием долга, что может вызвать проблемы, поскольку чрезмерные уровни долга могут породить финансовый кризис, и позднее это было подтверждено с использованием современных статистических методов (Schularick and Taylor, 2012).

Таким образом, предложения по 100-процентному резервному обеспечению банковских операций были призваны лишить банки возможности финансировать кредиты посредством создания денег, позволяя при этом раздельным депозитным и кредитным организациям продолжать выполнять все остальные традиционные функции банков. Депозитные организации конкурировали бы в предоставлении клиентам доступа к электронной платежной системе, ограничивающейся операциями со средствами, выпускаемыми центральными банками (по некоторым из которых могут начисляться проценты); кредитные организации вели бы конкуренцию за привлечение таких средств и предоставляли бы их в виде кредитов после накопления достаточных сумм.

Мы находим подтверждение предполагаемых преимуществ 100-процентного резервного обеспечения в работе Benes and Kumhof (2012), в которой используются современные количественные инструменты. Внесем ясность: в настоящей статье мы не высказываемся за 100-процентное резервное обеспечение банковских операций; мы затрагиваем его историю только как важный момент в дискуссии о природе банков.

В 1930-е годы возобладали менее радикальные реформы Гласса-Стиголла, и со временем финансовая система США стабилизовалась. Однако побочным результатом этой победы стало то, что к 1960-м годам были в основном забыты довоенные уроки относительно природы банковской деятельности. Приблизительно в этот период банки начали полностью исчезать из большинства макроэкономических моделей, описывающих функционирование экономики.

## Неподготовленность к Великой рецессии

Отчасти вследствие этого в условиях Великой рецессии в 2008 году макроэкономическая теория первоначально оказалась не готова внести существенный вклад в анализ взаимодействия между банками и экономикой на макроуровне. Сегодня накоплен значительный объем исследований, но все еще сохраняется много трудностей для развития литературы по этой теме.

Мы пришли к выводу, что многие из этих трудностей возникают вследствие забвения уроков 1930-х годов (Jakab and Kumhof, 2015). В частности, практически все экономические исследования последнего времени в рамках основного неоклассического направления исходят из совершенно неверной характеристики банковской деятельности как «посредничества в предоставлении доступных для кредитования средств», которая восходит к 1950-м и 1960-м годам и даже к XIX веку. Вместо этого мы выступаем за ее определение как «финансирование посредством создания денег», соответствующее взглядам, которых придерживались экономисты Чикагской школы в 1930-е годы. Эти два подхода сопряжены с принципиально разными ответными макроэкономическими мерами страны

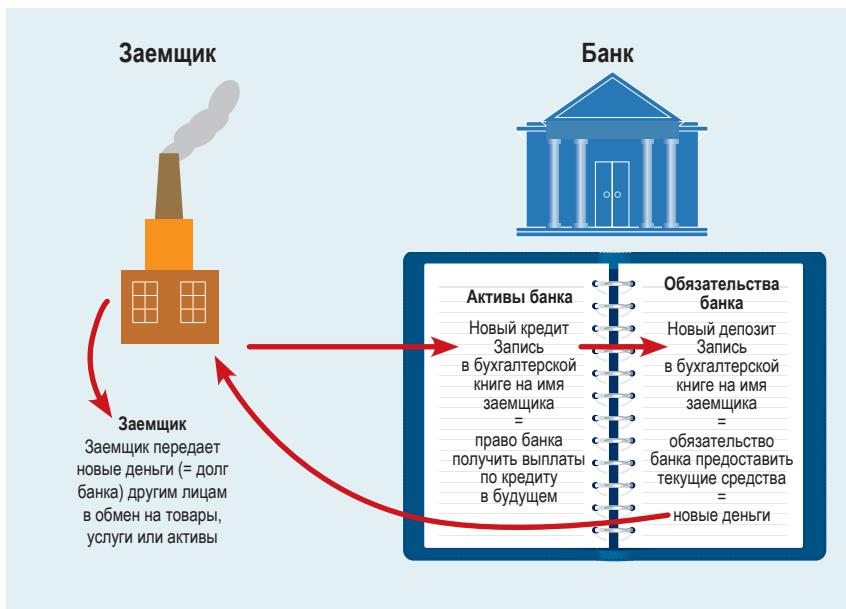
на финансовые и иные потрясения, что, в свою очередь, имеет очевидное значение для принимаемых сегодня ключевых решений относительно экономической политики.

В современных неоклассических теориях посредничества в предоставлении средств, доступных для кредитования, банки рассматриваются как посредники в распределении реальных сбережений. Процесс кредитования в этой версии начинается с привлечения банками депозитов от сберегателей за счет реальных ресурсов из ранее накопленных сбережений (скоропортящихся потребительских товаров, потребительских товаров длительного пользования, машин и оборудования и т.д.) и заканчивается предоставлением тех же реальных ресурсов в кредит заемщикам. Но в реальном мире таких институтов просто не существует. Нет доступных для кредитования реальных ресурсов, которые банки могли бы привлекать и затем предоставлять в кредит. Разумеется, банки принимают чеки и аналогичные финансовые инструменты, но поскольку такие инструменты имеют ценность только если они выписаны в отношении средств в других сегментах финансовой системы, они не могут быть депозитами новых средств, поступающих извне финансовой системы. Новые средства создаются только при предоставлении новых банковских кредитов (или когда банки покупают дополнительные финансовые или реальные активы), посредством бухгалтерских записей, производимых сотрудником банка на компьютере при выдаче средств. Это означает, что эти средства не существуют, пока не предоставлен кредит, и что они принимают форму не реальных ресурсов, а электронных записей (в прошлом — записей в бумажных книгах).

Этот процесс, финансирование, разумеется, является главным видом деятельности банков. Он состоит из следующих шагов. Предположим, что банкир утвердил предоставление кредита заемщику. Это происходит в виде бухгалтерской проводки банком нового кредита на имя заемщика в качестве актива в его учетных документах и одновременно нового депозита на такую же сумму, тоже на имя заемщика, в качестве обязательства. Это чисто бухгалтерская операция, обретающая экономическую значимость ввиду того, что банковские депозиты являются общепринятым средством обмена в любой современной экономике, ее деньгами. Очевидно, что такие операции (которые один из нас много раз лично наблюдал в период работы в сфере банковского обслуживания корпораций) не содержат никаких элементов посредничества. Вернер (Werner (2014), экономист с аналогичным опытом банковской работы, дает намного более подробное описание этапов предоставления кредита в реальном мире.

Мы используем здесь термин «банковский депозит» в очень широком смысле, охватывающем все банковские обязательства кроме собственного капитала (то есть все от расчетных счетов до долгосрочных долговых ценных бумаг), поскольку все эти обязательства могут считаться формами денег, хотя и с весьма различной степенью ликвидности. Первоначальный депозит всегда создается как расчетный счет, но конечные держатели нового обязательства банка, как правило, требуют положительного уровня процентной ставки, в зависимости от того, насколько они ценят ликвидность по сравнению с финансовой прибылью.

В этом контексте могут возникнуть два заблуждения. Во-первых, созданный депозит не «исчезает», как только заемщик использует его для покупки товара или актива. Он может уйти из банка заемщика, если продавец товара или актива обслуживается в другом банке, но он никогда не покидает банковскую систему в целом до погашения соответствующего кредита. Это наглядно показывает, что очень важно рассматривать банки не изолированно, а как часть взаимосвязанной финансовой системы. Во-вторых, нет оснований полагать, что такой кредит будет немедленно погашен. Напротив, кредит предоставляется



именно потому, что эти средства планируется использовать для поддержки дополнительной экономической деятельности, что, в свою очередь, создает дополнительный спрос на ликвидность и тем самым — на банковские депозиты. Если средства используются для поддержки относительно непродуктивной экономической деятельности, это ведет к относительно большему росту цен на товары или активы и меньшему приросту производства. Но наша новая концептуальная основа позволяет количественно определить именно такой вид различий.

### «Финансирование путем создания денег»

Эта функция банков — «финансирование путем создания денег» — неоднократно описывалась в публикациях ведущих центральных банков мира (см. прекрасные резюме в работах McLeay, Radia, and Thomas (2014a, 2014b). Однако намного сложнее отразить эти идеи в макроэкономических моделях. В связи с этим в нашем исследовании строятся примеры экономических моделей с банками, осуществляющими «финансирование путем создания денег», и затем сопоставляются количественные прогнозы моделей с прогнозами в остальном идентичных моделей «посредничества в распределении средств, доступных для кредитования».

Здесь следует добавить, что концепция финансирования путем создания денег хорошо известна в пост-кейнсианской экономической литературе, которая, однако, отличается от нашего подхода в двух отношениях. Во-первых, она не включает оптимизирующие домохозяйства и фирмы, присутствующие в современной неоклассической теории, которые стали обязательным элементом в основном направлении экономики, в том числе в большинстве учреждений в сфере экономической политики. Во-вторых, она обычно моделирует кредит и деньги как полностью определяемые спросом, при лишь очень пассивной роли банков. Достижение нашей работы в том, что она исходит из предположения об относительно более реалистичном мире, в котором кредитные риски ограничивают предложение банковского кредита, а спрос на деньги ограничивается предпочтениями небанковских субъектов относительно ликвидности.

В имитационных расчетах, сопоставляющих динамику этих моделей, мы предполагаем, что за один квартал вероятность просрочки платежей заемщиками очень значительно возрастает. При реалистичном допущении, что банки вынуждены были установить свои проценты по кредитам до этого шока и обязаны

сохранять эти ставки в течение некоторого срока согласно существующим кредитным договорам, банки понесут значительные убытки по кредитам. В ответ они заключают новые кредитные договоры с учетом возросшего риска и сокращения своих буферных резервов капитала. Это заставляет их предоставлять меньше новых кредитов и взимать более высокие проценты по предоставляемым кредитам. Вместе с тем, гипотетические банки, предлагающие «посредничество в распределении средств, доступных для кредитования», выбрали бы совсем другие комбинации, чем банки в реальном мире, осуществляющие «финансирование путем создания денег».

Банки — посредники в распределении средств, доступных для кредитования, в совокупности не могут быстро сократить свои балансы во время кризиса. Суммарные депозиты средств, доступных для кредитования, в лучшем случае могут постепенно снижаться с течением

времени, если в условиях рецессии вкладчики станут делать меньше сбережений, чем раньше. Единственным другим теоретически возможным вариантом, при котором балансы банков могут сократиться, было бы приобретение вкладчиками частных долговых или акционерных ценных бумаг у банков во время кризиса. Однако согласно эмпирическим свидетельствам, авуры долга или акций небанковских структур у нефинансового сектора существенно не увеличиваются во время кризисов. Кроме того, в этом объяснении ничего не говорится о том, что банковские кредитные портфели (в отличие от их портфелей ценных бумаг) могут сократиться во время кризиса.

Как следствие, банки в модели посредничества, размер балансов которых меняется медленно, продолжали бы кредитовать заемщиков с повышенным риском. Чтобы компенсировать этот риск, они резко повысили бы кредитные ставки, чтобы поддерживать свою рентабельность.

С другой стороны, банки, осуществляющие финансирование путем создания денег, могут мгновенно намного сократить объем кредитования, если сочтут, что это повысит их рентабельность. Повторим, эта гибкость возможна потому, что депозиты представляют собой обеспеченную деньгами покупательную способность, которая может быть аннулирована так же быстро, как была создана (посредством бухгалтерских записей), и не являются реальными сбережениями, которые могут сократиться только в результате снижения производства или роста потребления ресурсов. Банки в модели создания денег могут немедленно потребовать погашения (или отказать в prolongации) значительной части существующих кредитов за счет существующих депозитов, что приведет к немедленному, одновременному и значительному сокращению банковских кредитов и банковских депозитов, тогда как банки, работающие на основе посредничества, первоначально не испытывают почти никаких изменений.

Поскольку это сокращение кредитования по сравнению с моделью посредничества снижает отношения кредита к залоговым активам существующих корпоративных заемщиков банков и тем самым уровня риска по непогашенным кредитам, банки первоначально увеличивают спреды процентных ставок по этим остающимся кредитам намного меньше, чем в модели посредничества. Таким образом, значительная часть их ответных мер представляет собой количественное рационирование, а не изменения процентных спредов. Это также проявляется в динамике левериджа банков, ключевого балансового коэф-

фициента, определяемого как отношение активов банка к собственному капиталу. В модели банков на основе посредничества леверидж немедленно повышается, поскольку убытки и, как следствие, сокращение собственного капитала намного превышают темпы постепенного сокращения кредитов. В модели создания денег леверидж остается постоянным или снижается, так как быстрое сокращение кредитов как минимум не уступает по величине изменению собственного капитала. Наконец, снижение ВВП в модели создания денег обычно намного больше, чем в модели посредничества, главным образом в результате жесткого рационализации кредита и вызванной этим нехватки ликвидности во всей экономике.

Несложно доказать, что эти характеристики моделей создания денег намного больше соответствуют фактическим данным. Что наиболее важно, банковское кредитование, в случае как отдельных банков, так и национальных банковских систем, характеризуется частыми, сильными и быстрыми колебаниями. В отличие от типичных моделей посредничества и опять же в соответствии с имеющимися данными, модели создания денег прогнозируют коэффициенты левериджа банков, повышающиеся в фазе подъема и снижающиеся в фазе сокращения, а также жесткое рационализование кредита во время спадов.

Коренная причина этих расхождений в том, что, согласно версии посредничества, совокупные депозиты в масштабе системы должны накапливаться путем сбережения материальных ресурсов, которое по своей природе происходит постепенно и медленно. С другой стороны, теория создания денег гласит, что банки могут создавать и аннулировать депозиты мгновенно, поскольку этот процесс связан с бухгалтерскими операциями, а не материальными ресурсами. Хотя депозиты необходимы для покупки и продажи реальных ресурсов вне банковской системы, сами по себе они не являются материальными ресурсами и могут создаваться почти без затрат.

Банки не подвержены техническим ограничениям в части быстрого увеличения количества кредитов, но они испытывают другие ограничения. Однако наиболее существенным ограничением, особенно в фазе подъема финансовых циклов, когда все банки одновременно решают увеличить кредитование, является их собственная оценка своей будущей рентабельности и платежеспособности. Наличие сбережений за счет реальных ресурсов не является ограничением для кредитования и создания депозитов, как и наличие резервов у центральных банков. Современные центральные банки ставят для себя целевые показатели по процентным ставкам и должны представлять резервы в объеме, удовлетворяющем спрос банковской системы по этим целевым ставкам. Этот факт противоречит все еще широко распространенной версии депозитного мультипликатора в банковской деятельности, согласно которой банки предоставляют кредиты путем многократного кредитования исходного депозита, состоящего из резервов центральных банков.

Подводя итоги, можно сказать, что наша работа исходит из общего принципа, что банки не являются посредниками в распределении реальных средств, доступных для кредитования, как обычно предполагается в основном направлении неоклассической макроэкономической литературы. В действительности они являются *источниками финансирования* за счет создания новой обеспеченной деньгами покупательной способности своих заемщиков. Понимание этого отличия существенно для целого ряда практических вопросов. В заключение мы приведем один пример, но есть и множество других.

собности своих заемщиков. Понимание этого отличия существенно для целого ряда практических вопросов. В заключение мы приведем один пример, но есть и множество других.

### Практические следствия

Многие рекомендации по экономической политике имеют целью стимулировать материальные инвестиции путем поощрения сбережений, которые, как считается, используются для финансирования инвестиций. Слабое место этой идеи в том, что инвестиции финансируются не за счет сбережений, а за счет кредитов и создания денег. Банковское финансирование инвестиционных проектов требует не предварительного сбережения средств, а создания новой покупательной способности, чтобы инвесторы могли приобретать новые средства производства. После того как покупки произведены и продавцы (или субъекты на последующих уровнях операционной цепочки) вносят средства на депозит, они становятся сберегателями в статистике национальных счетов, но это сбережение является бухгалтерским следствием (а не экономической причиной) кредитования и инвестиций. Придерживаться иного мнения — значит смешивать соответствующие макроэкономические функции денег на основе реальных ресурсов (сбережений) и долга (финансирования). Этот тезис тоже не нов; он был выдвинут еще в работах Кейнса (Keynes, 2012), если не раньше. Однако он оказался забыт многими экономистами и поэтому не принимается во внимание во многих дискуссиях по вопросам политики.

Эти идеи подразумевают, что приоритетное внимание в политике следует уделять эффективной финансовой системе для подбора и финансирования заслуживающих поддержки проектов, а не мерам, стимулирующим сбережение в надежде, что оно обеспечит финансирование требуемых инвестиций. Подход «финансирование путем создания денег» однозначно показывает, что сбережение является естественным результатом финансирования материальных инвестиционных проектов. ■

Майкл Кумхо — старший научный консультант Исследовательского центра Банка Англии; Золтан Якаб — экономист Исследовательского департамента МВФ.

---

#### Литература:

- Benes, Jaromir, and Michael Kumhof, 2012, “The Chicago Plan Revisited,” IMF Working Paper 12/202 (Washington: International Monetary Fund).
- Jakab, Zoltán, and Michael Kumhof, 2015, “Banks Are Not Intermediaries of Loanable Funds—And Why This Matters,” Bank of England Working Paper 529 (London).
- Keynes, John Maynard, 2012, The Collected Writings of John Maynard Keynes Volume 27, reprint of 1980 edition (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).
- McLeay, Michael, Amar Radia, and Ryland Thomas, 2014a, “Money Creation in the Modern Economy,” Bank of England Quarterly Bulletin Q1, pp. 14–27.
- , 2014b, “Money in the Modern Economy: An Introduction,” Bank of England Quarterly Bulletin Q1, pp. 4–13.
- Schularick, Moritz, and Alan M. Taylor, 2012, “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008,” American Economic Review, Vol. 102, No. 2, pp. 1029–61.
- Schumpeter, Joseph A., 1954, History of Economic Analysis (New York: Oxford University Press).
- Werner, Richard A., 2014, “Can Banks Individually Create Money Out of Nothing? The Theories and the Empirical Evidence,” International Review of Financial Analysis, Vol. 36, pp. 1–19.