

MPRA

Munich Personal RePEc Archive

Virtual wealth is growing

Yashin, Pete

LKMZ UPEC

13 April 2020

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/99611/>
MPRA Paper No. 99611, posted 14 Apr 2020 20:52 UTC

Виртуальное Богатство Растет

Pete Yashin
yashin.p.v@mail.ru

Аннотация

Рыночная цена финансового актива может не совпадать с величиной соответствующего обеспечения в балансе эмитента этого актива. Разница между указанными величинами является необеспеченной частью стоимости этого актива, формирующей финансовые пузыри и виртуальное богатство. В статье показано, что для США фактически наблюдаемая величина необеспеченного виртуального богатства растет, начиная с 1980х, на фоне циклических колебаний, обусловленных волатильностью фондового рынка.

1. Введение

Каждый финансовый актив имеет соответствующее обеспечение, которое отражается в пассиве баланса эмитента этого актива. Эмитент облигации или другого займа обязуется оплатить его в определенный срок с процентами. Эмитент акции обеспечивает ее стоимость собственным капиталом.

В момент эмиссии и первичного размещения стоимость финансового актива равна величине соответствующего обеспечения. Но это равенство впоследствии может нарушаться, и нарушается фактически, если стоимость ценных бумаг определяется на современных электронных торговых площадках. При этом рыночная цена актива теряет связь с соответствующим обязательством эмитента. Акционерная стоимость, например, может быть не равна собственному капиталу эмитента акций. Действительно, изменения стоимости акций не обязаны в точности соответствовать результатам хозяйственной деятельности корпорации-эмитента. Может случиться так, что стоимость акций выросла, а обеспечивающий ее собственный капитал корпорации при этом не изменился, или изменился в меньшей степени. В этом случае корпорация-эмитент «не подтверждает» повышение акционерной стоимости увеличением своих пассивов. В результате часть стоимости финансовых активов оказывается не обеспеченной соответствующими обязательствами, эту необеспеченную часть мы считаем нелегитимной. Наше мнение о не легитимности необеспеченной стоимости активов подтверждают и формулировки, содержащиеся в стандартах 2008 SNA. В частности, согласно п.2.58 *«финансовые активы и соответствующие им обязательства должны быть оценены единообразно в счетах кредитора и дебитора»*.

Необеспеченная часть стоимости финансовых активов надувает пузыри на финансовых рынках и формирует необеспеченную составляющую богатства у собственников этих активов. Многие экономисты справедливо считают эту составляющую нелегитимным и виртуальным богатством, негативно влияющим на экономику, см. Bezemer & Hudson (2016); Fitoussi & Saraceno (2009).

При этом существует широко распространенное мнение, что необеспеченные флуктуации стоимости финансовых активов являются временным отклонением от нормы, связанным с волатильностью фондового рынка. А в среднем стоимость активов соответствует «справедливому» обеспеченному уровню. Часть сторонников этой точки зрения считают, что такие отклонения не влекут за собой долгосрочных последствий, и поэтому на них можно не обращать внимания (например, Solow, 2014).

Мы покажем в данной статье, что для экономики США это не так. Необеспеченная часть финансовых активов действительно испытывает циклические колебания в связи с волатильностью фондового рынка. Однако одновременно с циклической составляющей, имеет место монотонный рост необеспеченной стоимости, начиная с 1980х; к 2016 она превысила 11 триллионов долларов. Ответственными за такой рост являются в основном не идентифицированные смешанные финансовые активы.

В данном исследовании мы использовали динамические ряды данных FOF ФРС. Отдельно рассмотрены два релиза от Sep 21, 2017 и от Dec 20, 2019. Содержащиеся в этих релизах данные сильно отличаются друг от друга в связи с произошедшим в 2019г. изменением методики, но при этом величины необеспеченной составляющей стоимости финансовых активов отличаются незначительно. Необеспеченное богатство в обоих случаях быстро растет.

2. Релиз FOF Sep 21, 2017

Обычно считается, что отклонения стоимости финансовых активов от обеспечивающих их пассивов происходят из-за волатильности рыночных цен акций.

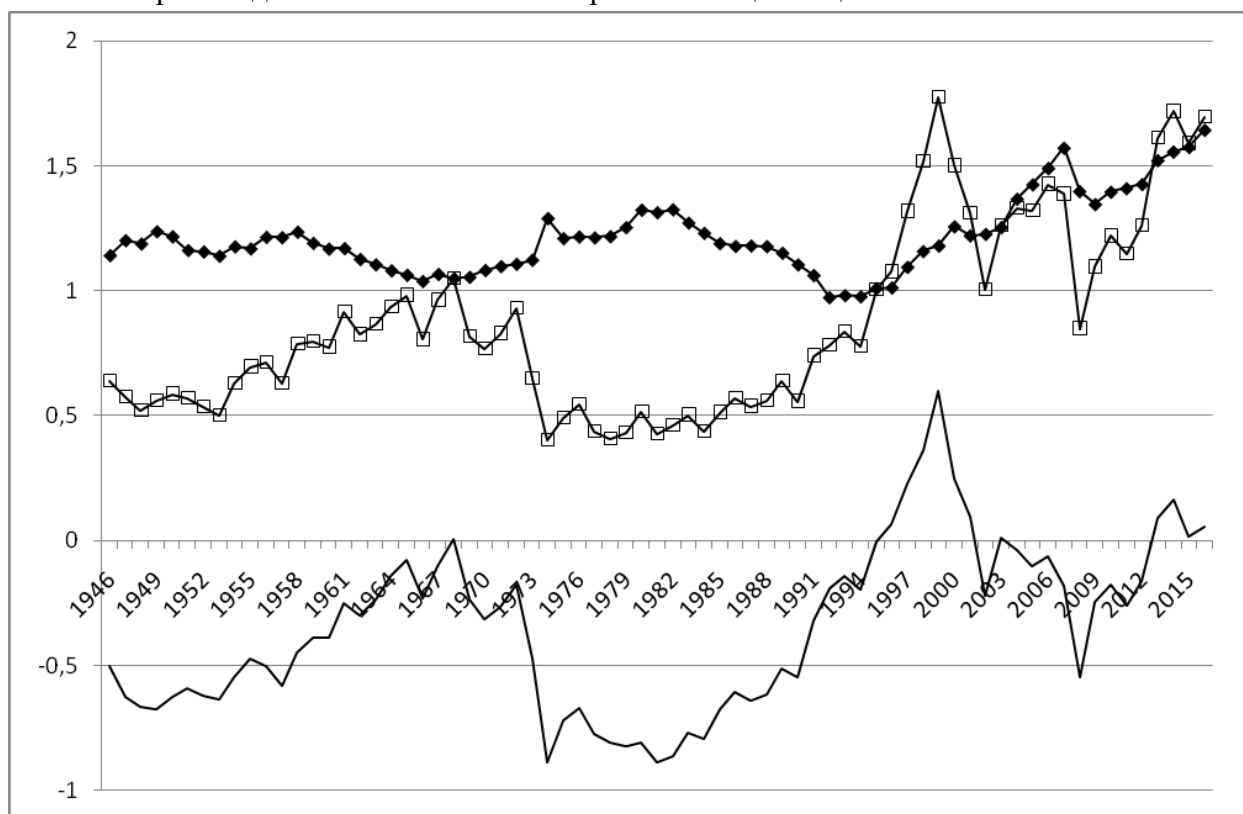


Рис. 1 Совокупная рыночная акционерная стоимость корпораций США (□); Совокупный собственный капитал корпораций (◆); Необеспеченная часть акционерной стоимости (линия без маркера) = разница между акционерной стоимостью (□) и собственным капиталом корпораций (◆). Все в единицах ВВП. Источники данных в Приложении А.

Действительно, рисунок 1 демонстрирует наличие существенных расхождений между акционерной стоимостью (□) и собственным капиталом корпораций (◆). Эти расхождения носят преимущественно циклический, а не монотонный характер, что видимо и ввело в заблуждение многих экономистов.

В представленном здесь исследовании удалось выявить монотонно растущую компоненту необеспеченной стоимости финансовых активов, на фоне циклической составляющей. Мы рассмотрели всю совокупность финансовых активов США, и вычислили агрегированную величину необеспеченной части их стоимости (кривая с маркером ● на рисунке 2). Для этого были просуммированы чистые (за вычетом обязательств) финансовые активы по всем секторам экономики. При этом из рассмотрения исключено монетарное золото. Этот актив фактически является товарными деньгами, стоимость которых обеспечивается непосредственно стоимостью золота. Кроме того, из совокупной чистой стоимости финансовых активов мы вычли величину собственного капитала бизнеса (корпоративного и некорпоративного); эти величины являются обеспечением прав собственности на бизнес.

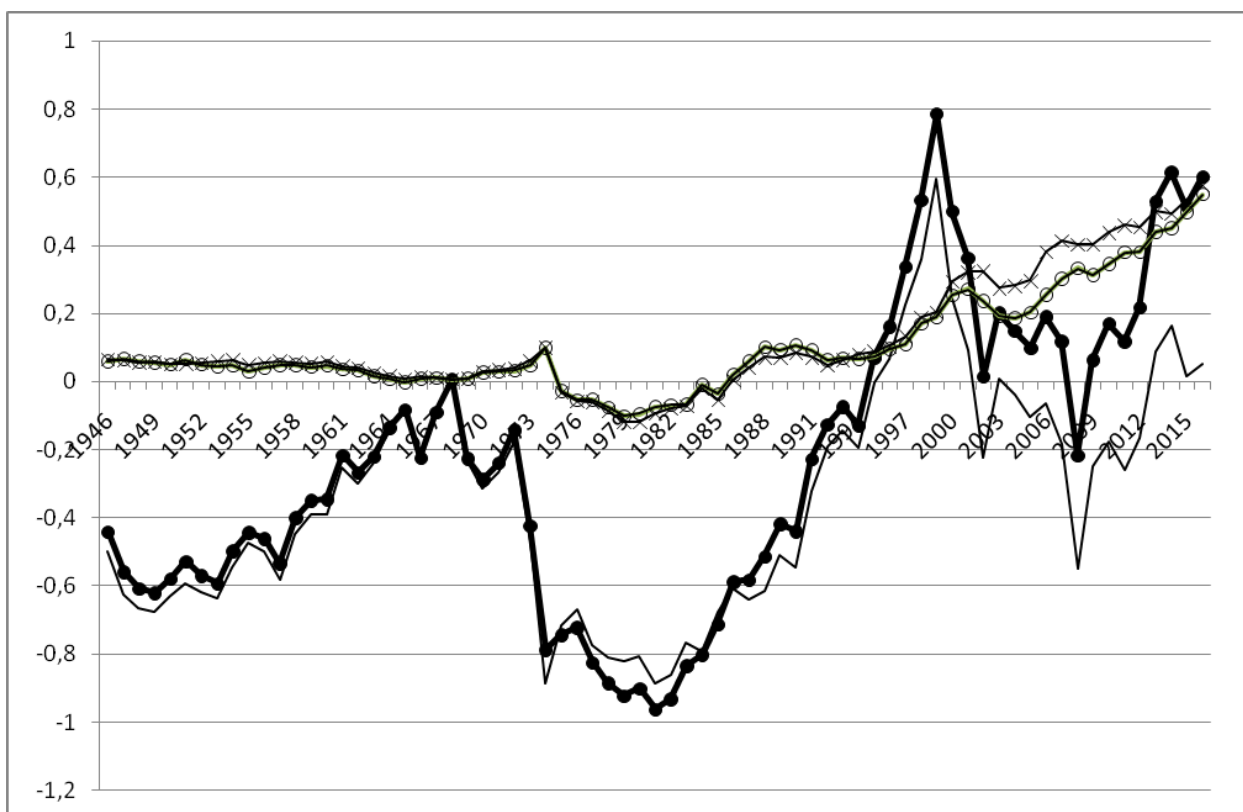


Рис. 2 Суммарная величина необеспеченной части стоимости финансовых активов США (●); Необеспеченная часть акционерной стоимости (кривая без маркера, см. рис.1); Необеспеченная часть всех финансовых активов, кроме акций (○) = разница между предыдущими величинами, совпадает с «погрешностью по инструменту», агрегированной по всем типам финансовых активов, кроме акций и монетарного золота; Необеспеченная часть смешанных не идентифицированных финансовых активов (×). Все величины в единицах ВВП. Источники данных в Приложении А.

Если исключить из суммарной необеспеченной стоимости финансовых активов (●) волатильную составляющую (необеспеченная стоимость акций, кривая без маркера), то разница (○) демонстрирует монотонный рост, начиная с 1980х; ее величина уже превысила 0,5 ВВП и составила более 11 триллионов долларов в 2016г.

Если проанализировать, какие инструменты ответственны за эту разницу, окажется, что практически вся она формируется так называемыми смешанными не идентифицированными финансовыми активами (кривая с маркером × на рис.2). Это

достаточно странно. Ведь теоретически, для всех финансовых инструментов, кроме акций, разница между рыночной ценой ценных бумаг и величиной соответствующих обязательств не должна возникать вообще, Именно поэтому такая разница называется «погрешность по инструменту» в счетах FOF.¹ Но размеры этой погрешности столь велики, что вряд ли их действительно можно трактовать как ошибку. Поэтому мы уверены, что на самом деле кривая (×) на рисунке 2 демонстрирует растущий объем необеспеченной стоимости смешанных не идентифицированных финансовых активов. Кто же владеет, и кто эмитирует такие активы? Оказывается, что большая часть смешанных не идентифицированных финансовых активов и обязательств находится на балансе нефинансовых корпораций.² Похоже, что предприятия этого сектора в значительной степени вовлечены в финансовые спекуляции, что может существенно исказить величину их собственного капитала.

3. Релиз FOF Dec 20, 2019

Графики на Рис. 1 и 2 были построены на основании статистических данных FOF за сентябрь 2017. К нашему удивлению, более поздний релиз (за декабрь 2019г) демонстрирует совершенно иную картину из-за изменения методики расчетов, произошедшего в 2019г.³ Но, как будет показано ниже, спрятать необеспеченную часть стоимости финансовых активов (и необеспеченное богатство) не получается. Кроме того, проведенный анализ ставит под сомнение корректность статистических данных FOF, в отношении оценки активов, пассивов и собственного капитала нефинансовых корпораций. Первое впечатление, которое производят новые данные: специалисты FOF обратили внимание на стремительно растущую необеспеченную часть стоимости не идентифицированных смешанных финансовых активов (являющуюся погрешностью), и решили исправить ситуацию.

Действительно (см. рис.3), релиз от Dec, 20, 2019 демонстрирует кардинальное снижение «погрешности по инструменту» для смешанных не идентифицированных финансовых активов. Как мы отмечали выше, большая часть таких активов и пассивов находится на балансе нефинансовых корпораций. Поэтому, одновременно со снижением погрешности, показанной на Рис 3, в полтора раза уменьшилась величина собственного капитала нефинансовых корпораций, см. Рис. 4.

¹ Для проверки мы подсчитали суммарную «погрешность по инструменту» для всех финансовых активов, исключая акции и монетарное золото. Полученная кривая полностью совпала с кривой с маркером (o). Это вполне логично, ведь мы подсчитываем одну и ту же величину двумя различными способами.

² Об этом свидетельствуют динамические ряды FL893193005.A; FL103193005.A; FL893093005.A; FL103093005.A в таблице FOF L234 (смешанные не идентифицированные активы и пассивы).

³ В релизе FOF за сентябрь 2019 указано, что в отношении нефинансовых корпораций (таблицы F.103, L.103, V.103, and R.103) стала использоваться усовершенствованная методика, учитывающая данные налогового ведомства.

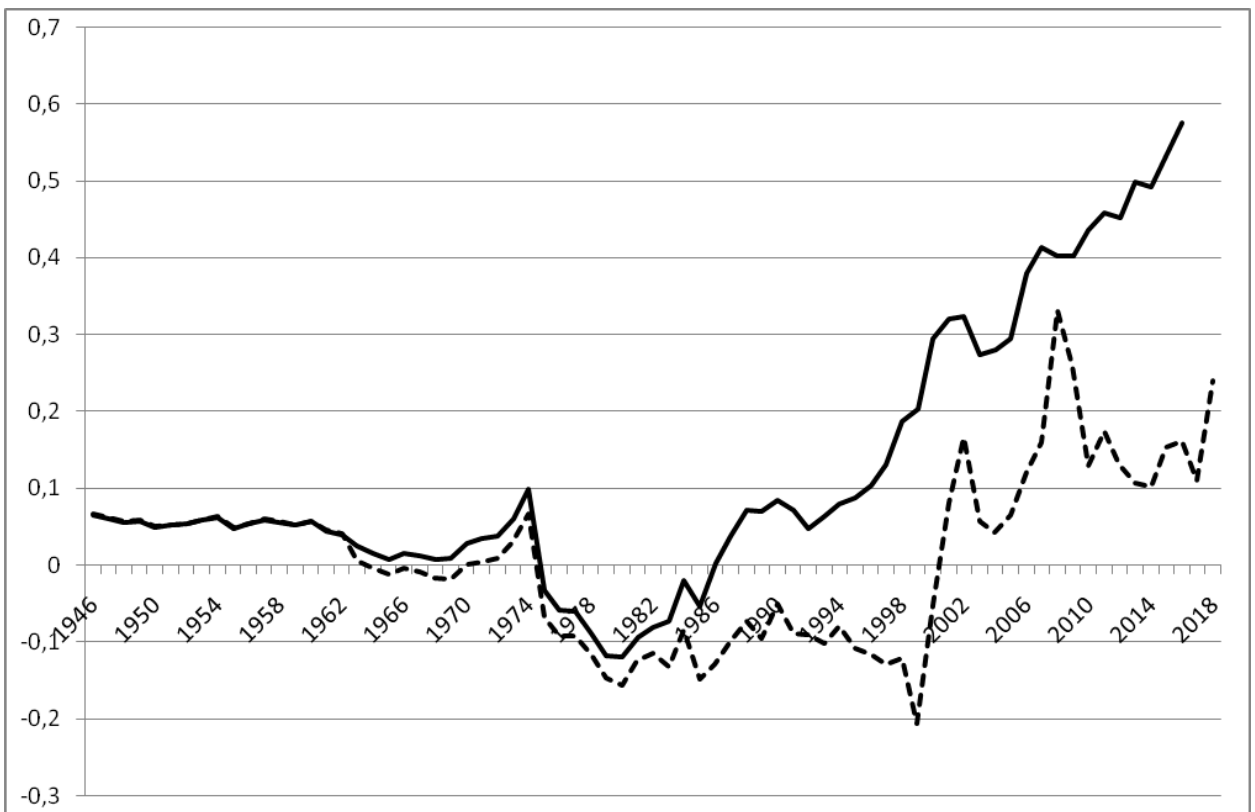


Рис. 3 Разница между совокупной стоимостью смешанных не идентифицированных финансовых активов США и суммой обеспечивающих их обязательств («погрешность по инструменту»), в единицах ВВП: в соответствии с релизом от Sep 21, 2017 (сплошная линия), и с релизом от Dec, 20, 2019 (штриховая линия). Источники данных в Прилож. А.

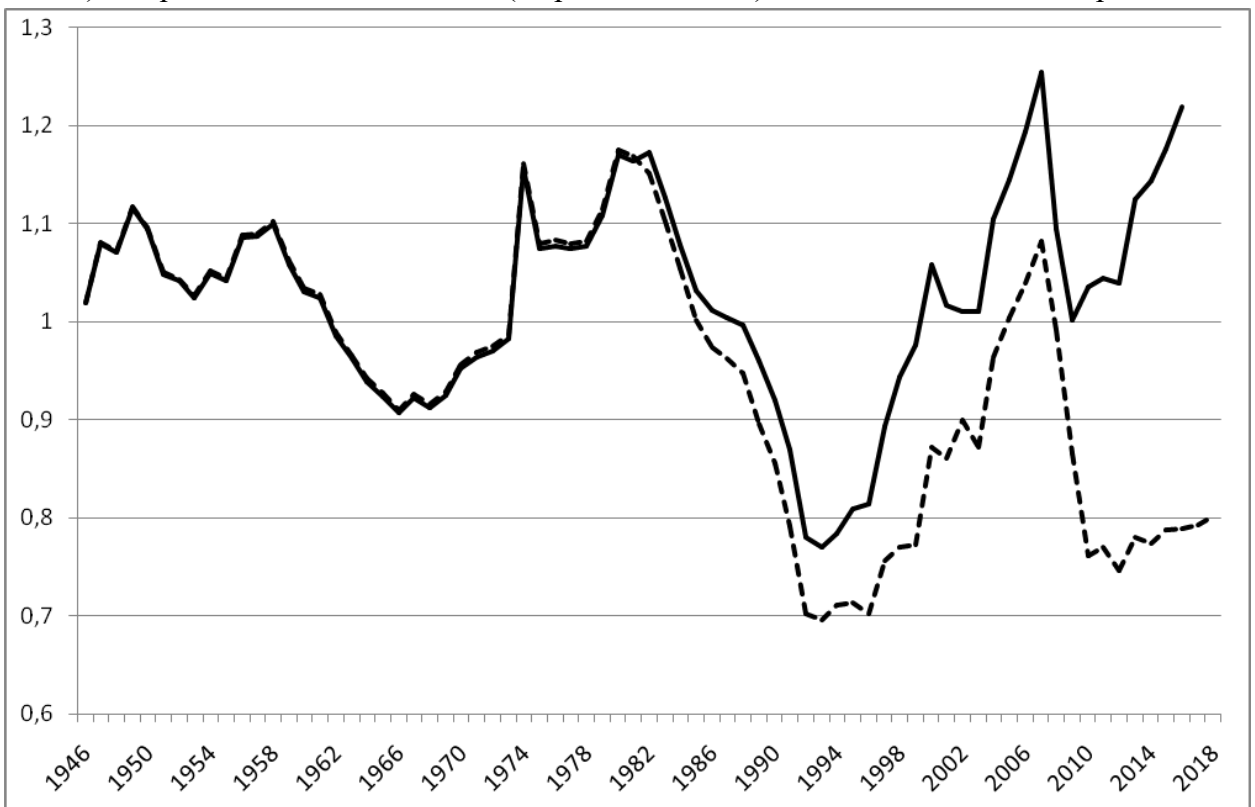


Рис 4 Совокупный собственный капитал нефинансовых корпораций США в единицах ВВП: в соответствии с релизом от Sep 21, 2017 (сплошная линия), и в соответствии с релизом от Dec, 20, 2019 (штриховая линия). Источники данных в Приложении А.

Это очень странно, ведь американские корпорации обязаны проходить ежегодный аудит для подтверждения своих активов и обязательств. Именно на основании этих данных оценивается их собственный капитал. Выходит, данным аудита нельзя было доверять, и собственный капитал нефинансовых корпораций завышался в полтора раза?⁴

С первого взгляда может показаться (см. рис 3), что изменение методики расчета стоимости финансовых активов и обязательств изменило (в данном случае уменьшило) сумму необеспеченного богатства. Но это не так. Уменьшившись в одном месте, оно одновременно увеличилось в другом. В связи со снижением собственного капитала нефинансовых корпораций, на ту же величину, и даже немного больше, выросла разница между акционерной стоимостью этих корпораций и их собственным капиталом. Необеспеченное богатство, изначально сосредоточенное в необеспеченной стоимости смешанных финансовых активов, никуда не делось, а переместилось в акционерную стоимость нефинансовых корпораций.

В результате суммарная величина необеспеченных финансовых активов не изменилась существенно, см. рис 5. Необеспеченное (виртуальное) богатство растет, вне зависимости от методики измерения.

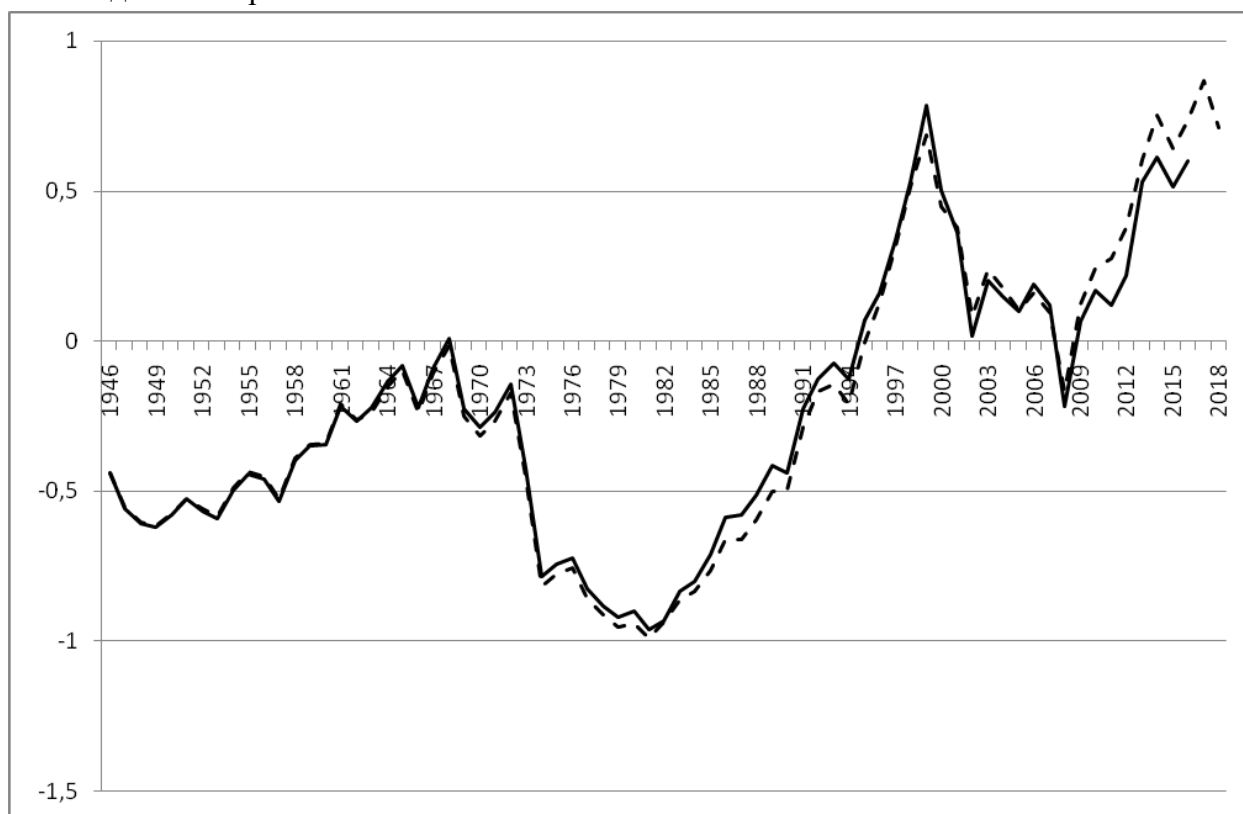


Рис 5. Суммарная величина необеспеченной части стоимости финансовых активов США в единицах ВВП: в соответствии с релизом от Sep 21, 2017 (сплошная линия), и в соответствии с релизом от Dec, 20, 2019 (штриховая линия). Источники данных в Приложении А.

⁴ Отметим, что рост собственного капитала нефинансовых корпораций происходит в основном не за счет прибыли, сбережений и инвестиций, а за счет переоценок принадлежащих им активов, см. таблицу R103 FOF.

4. Выводы

В представленной статье подвергнута сомнению распространенная точка зрения об исключительно циклическом характере отклонений стоимости финансовых активов от соответствующего обеспечения в балансе эмитентов этих активов. Статистические данные FOF свидетельствуют о существовании монотонно растущей необеспеченной составляющей стоимости финансовых активов. При этом ответственными за эту растущую составляющую являются в большей степени не акции, а не идентифицированные смешанные финансовые активы. Кроме того, одновременный анализ 2х релизов FOF (Sep 21, 2017 и Dec 20, 2019) выявил обстоятельства, ставящие под сомнение достоверность отражения активов, пассивов и собственного капитала в балансах нефинансовых корпораций США.

Рост необеспеченной компоненты финансовых активов означает надувание финансовых пузырей и рост необеспеченного виртуального богатства собственников таких активов. Именно ростом необеспеченной части богатства объясняется, по нашему мнению, рост богатства в единицах ВВП, наблюдаемый многими экономистами, например Piketty & Zucman, 2014. Растет виртуальная составляющая богатства.

Рост необеспеченного богатства влечет за собой катастрофические последствия для экономики. Как показывает исследование Yashin (2020), такой рост является достаточным условием роста неравенства, что в свою очередь влечет за собой замедление экономического роста и обнищание беднейших домохозяйств.

Приложение А Источники данных

Все представленные в представленной работе численные результаты являются результатом расчетов с использованием исходных статистических данных:

— Flow of Funds Accounts of the United States (FOF); Z.1 Statistical Release for Sep 21, 2017 и Statistical Release for Dec 20, 2019; <http://www.federalreserve.gov/>.

Использованы годовые календарные (Calendar Year) динамические ряды с переменными в текущих ценах. Все величины, отражающие запасы приведены на дату окончания отчетного периода.

Краткое описание данных, используемых при построении графиков (Рис 1-5) приведено ниже, с указанием наименований и кодов исходных серий данных.

Применяемые обозначения и аббревиатуры:

Gross domestic product FA086902005.A:	<i>Y</i>
<i>Сектора:</i>	
Domestic business	<i>DB</i>
Households and nonprofit organizations:	<i>HN</i>
Nonfinancial corporate business:	<i>NFCB</i>
Nonfinancial noncorporate business:	<i>NFNCB</i>
Domestic financial sectors:	<i>FB</i>
General government:	<i>GnG</i>
Rest of the world:	<i>RW</i>
<i>Другие сокращения:</i>	
Instrument discrepancies	<i>ID</i>

Рис 1 Совокупная рыночная акционерная стоимость корпораций США (\square); Совокупный собственный капитал корпораций США (\blacklozenge); Необеспеченная часть акционерной стоимости (линия без маркера) = разница между акционерной стоимостью (\square) и собственным капиталом корпораций (\blacklozenge). Все величины в единицах ВВП.

\blacklozenge	$\{[NFCB; \text{net worth FL102090005.A}] + [FB; \text{nonfinancial assets LM792010095.A}] + [FB; \text{total financial assets FL794090005.A}] - [FB; \text{total liabilities FL794190005.A}]\}/Y$
\square	$[DB; \text{corporate equities; liability LM883164105.A}]/Y$

Рис 2 Суммарная величина необеспеченной части стоимости финансовых активов США (\bullet); Необеспеченная часть акционерной стоимости (кривая без маркера, источники данных приведены для рис.1); Необеспеченная часть всех финансовых активов, кроме акций (кривая с маркером \circ) = разница между предыдущими величинами, динамический ряд (\circ) совпадает с «погрешностью по инструменту», агрегированной по всем типам финансовых активов, кроме акций и монетарного золота; Необеспеченная часть смешанных не идентифицированных финансовых активов (\times). Все в единицах ВВП.

\bullet	$\{([HN \text{ total financial assets FL154090005.A}] - [HN \text{ total liabilities FL154190005.A}]) + ([NFCB \text{ total financial assets FL104090005.A}] - [NFCB \text{ total liabilities FL104190005.A}]) + ([NFNCB \text{ total financial assets FL114090005.A}] - [NFNCB \text{ total liabilities FL114190005.A}]) + ([FB; \text{total financial assets FL794090005.A}] - [FB; \text{total liabilities FL794190005.A}]) + ([GnG \text{ total financial assets FL364090005.A}] - [GnG \text{ total liabilities FL364190005.A}]) + ([RW \text{ total financial assets FL264090005.A}] - [RW \text{ total liabilities FL264190005.A}]) - [RW; \text{foreign corporate equities LM263164103.A}]) - [NFNCB; \text{Proprietors' equity in}]\}$
-----------	---

	$\text{noncorporate business LM112090205.A]} - ([NFCB; \text{net worth FL102090005.A}] + [FB; \text{nonfinancial assets LM792010095.A}] + [FB; \text{total financial assets FL794090005.A}] - [FB; \text{total liabilities FL794190005.A}]) - [FdG \text{Monetary gold FL313011205.A}] - [\text{Monetary authority; monetary gold FL713011203.A}]\}/Y$
○	$\{[ID; \text{Treasury currency FL903012005.A}] + \{[ID; \text{private foreign deposits FL903091005.A}] + [ID; \text{net interbank transactions FL904010005.A}] + [ID; \text{checkable deposits and currency FL903020005.A}] + [ID; \text{federal funds and security repurchase agreements FL902050005.A}] + [ID; \text{trade receivables FL903070005.A}] + [ID; \text{taxes receivable FL903078005.A}] + [ID; \text{total (unidentified) miscellaneous assets FL903090005.A}]\}/Y$
×	$[ID; \text{total (unidentified) miscellaneous assets FL903090005.A}]/Y$

Рис 3 Разница между совокупной стоимостью смешанных не идентифицированных финансовых активов США и суммой обеспечивающих их обязательств (погрешность по инструменту), в единицах ВВП: в соответствии с релизом от Sep 21, 2017 (сплошная линия), и с релизом от Dec, 20, 2019 (штриховая линия).

$[ID; \text{total unidentified miscellaneous assets FL903090005.A}]/Y$

Рис 4 Совокупный собственный капитал нефинансовых корпораций США в единицах ВВП: в соответствии с релизом от Sep 21, 2017 (сплошная линия), и в соответствии с релизом от Dec, 20, 2019 (штриховая линия). $[NFCB; \text{net worth FL102090005.A}]/Y$

Рис 5 Суммарная величина необеспеченной части стоимости финансовых активов США в единицах ВВП, источники данных соответствуют данным для кривой (●) на рис. 2: в соответствии с релизом от Sep 21, 2017 (сплошная линия), и в соответствии с релизом от Dec, 20, 2019 (штриховая линия).

References

Bezemer D. and Hudson M., 2016, Finance Is Not the Economy: Reviving the Conceptual Distinction; JOURNAL OF ECONOMIC ISSUES Vol. L No. 3 September 2016

Fitoussi J. P. and Saraceno F., 2009. How Deep is a Crisis? Policy Responses and Structural Factors Behind Diverging Performances, OFCE / POLHIA N° 2009-31, November 15, 2009.

Piketty T. and Zucman G., 2014. Capital is Back: Wealth-Income Ratios in Rich Countries 1700–2010, The Quarterly Journal of Economics (2014), 1255–1310.

Solow R., 2014. Thomas Piketty is Right. *New Republic*. Retrieved from <http://www.newrepublic.com/article/117429/capital-twenty-first-century-thomas-piketty-reviewed>

Yashin P., 2020. Law of conservation of real wealth and rising inequality, Munich Personal RePEc Archive, <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/99308/>

Стандарт 2008 SNA доступен <https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/sna2008.asp>