

Недавний финансовый кризис научил нас обращать внимание на темные закоулки, где экономика может давать серьезные сбои



Где подстерегает ОПАСНОСТЬ

Оливье Бланшар

ДО ГЛОБАЛЬНОГО финансового кризиса 2008 года в основном русле макроэкономической теории и практики в США все больше преобладало невмешательство по отношению к экономическим колебаниям объема производства и уровня безработицы. Кризис ясно дал понять, что подобное отношение ошибочно и требуется кардинальная переоценка.

В таком невмешательстве нашли отражение как внутренние факторы экономической теории, так и факторы внешних экономических условий, которые, как кажется, на протяжении многих лет все больше представлялись безвредными.

Рассмотрим сначала внутренние факторы. Применяемые методики оказывают глубокое влияние на наш образ мышления, хотя и не всегда на уровне сознания. Эти слова можно справедливо отнести к макроэкономической сфере на протяжении нескольких десятилетий, предшествовавших кризису. Методы наилучшим образом соответствовали такой картине мира, в которой предполагались экономические колебания, но они имели регулярный характер и были способны к автокоррекции. В этом и заключается проблема: мы и правда поверили, что мир действует именно таким образом.

Для понимания причин формирования такого взгляда нужно вернуться в 1970-е годы, когда произошла так называемая «революция рациональных ожиданий». Лежащая в ее основе идея о том, что поведение людей и фирм зависит не только от сложившихся экономических условий, но и от их ожиданий относительно будущего, была отнюдь не нова. Новшеством была разработка методик построения моделей при допущении, что люди и фирмы делают все от них зависящее для оценки будущего. (Буквально несколько слов о том, почему это утверждение было технически сложным: принимаемые человеком и фирмой текущие решения зависят от комплексного представления о будущем. Но их комплексное представление о будущем само по себе частично определяется принимаемыми сегодня решениями.)

Однако подобного рода методики имели смысл только при концепции, согласно которой экономические колебания достаточно регулярны для того, чтобы люди и фирмы (а также специалисты по эконометрике, анализирующие экономику на основе статистических методов) могли понять природу произошедших в прошлом событий и, таким образом, сформировать их ожидания; а также достаточно просты для предположения о том, что небольшие шоки будут иметь незначительные последствия, а если какой-то шок будет в два раза сильнее, то и последствия этого шока в два раза сильнее скажутся на экономической активности. Основание для данного допущения, называемого линейной зависимостью, носило технический характер, поскольку поиск решения для моделей с нелинейными зависимостями, то есть где небольшой шок, скажем, падение цен на жилье, мог иногда иметь серьезные последствия, или где влияние шока зависит от остальных экономических условий, был сопряжен с рядом трудностей, если вообще был возможен в рамках рациональных ожиданий.

Подобного рода допущения сыграли немалую роль в формировании нашего понимания макроэкономических процессов. На практике мы, специалисты, действительно представляли себе экономику как систему с почти линейными зависимостями, постоянно подверженную разнообразным шокам и колебаниям, но со временем возвращающуюся естественным путем в состояние устойчивости. Вместо того чтобы говорить о колебаниях, мы все чаще употребляли термин «цикл деловой активности». Даже когда на более позднем этапе были разработаны методики учета нелинейных зависимостей, продолжал доминировать подход невмешательства по отношению к колебаниям.

Но такое положение дел не получило бы развития (или, по крайней мере, долго бы не существовало) без внешних факторов, сыгравших свою роль. В сложившемся миропорядке, или хотя бы экономическом порядке, почти не было стимулов для пересмотра макроэкономистами их взглядов.

С начала 1980-х годов большинство стран с развитой экономикой переживало период так называемой «Великой умеренности», который характеризовался устойчивым сокращением изменчивости объема производства и таких его основных компонентов, как потребление и инвестиции. И тогда, и сейчас нет согласия в том, что вызвало эту умеренность. Центральные банки не прочь поставить



ее в себе заслугу, и действительно сокращение изменчивости можно объяснить более эффективной денежно-кредитной политикой, приведшей к уменьшению инфляции и ее колебаний. Другие утверждали, что сокращение изменчивости по большей части обусловлено везением, присутствием необычно слабых экономических шоков. Какая бы причина не лежала в основе «Великой умеренности», на протяжении четверти века не было оснований подвергать сомнению отношение к колебаниям как к естественным процессам, имеющим линейный характер. (Это было господствующее мнение. Но некоторых ученых такая посылка не устраивала. Известный (ныне покойный) экономист Фрэнк Хан, читавший лекции в Кембриджском университете, неоднократно говорил мне о своем отвращении к линейным моделям, включая мою, которые он называл моделями «Микки Мауса».)

Темные закоулки

Нельзя сказать, что экономисты полностью игнорировали мысль о том, что небольшие шоки временами могут иметь серьезные последствия и таким образом становиться причиной весьма неблагоприятной ситуации. Однако считалось, что такой исход относится к прошлому и впредь не повторится, по крайней мере, в странах с развитой экономикой благодаря проводимой ими грамотной экономической политике.

Массовые изъятия вкладов из банков, при которых незначительные шоки или даже их полное отсутствие могли привести к панике вкладчиков и изъятию ими сбережений из банков и, таким образом, стать причиной серьезных разрушительных последствий для всей экономики, были одной из насущных тем макроэкономических курсов. Но в рамках этих курсов подобное явление зачастую приводилось для иллюстрации того, как внедрение страхования банковских вкладов в основном устранило данную проблему. Но если подобное все же случалось, то, согласно этой логике, центральные банки могли оперативно выделить банкам ликвидность (то есть одолжить им денег) под надежный залог и обеспечить тем самым платежеспособные банки средствами для урегулирования отношений со вкладчиками, а также усмирить панические настроения и избежать разрушительных последствий.

Нельзя было игнорировать и эпизоды внезапного прекращения притока, то есть ситуации, когда поток капитала в страну прекращается, а все инвесторы стремятся покинуть рынок. Весьма регулярно такое случалось в странах с формирующимся рынком: в 1980-е годы в странах Латинской Америки, в середине 1990-х годов в Мексике и в конце 1990-х годов — в азиатских странах. Но подобные явления считались проблемой формирующихся рынков, а не развитых стран (именно поэтому в первом абзаце статьи я упомянул США). В качестве примера подчас ограниченного характера основного русла макроэкономической мысли в США можно привести ряд программ докторантуры, в рамках которых аспирант может избрать своей специальностью макроэкономику, даже не имея представления о валютных курсах, не говоря уже о понятии страны с формирующимся рынком.

В целом проблемы ликвидности, то есть потенциального несоответствия между объемом долгосрочных активов и обязательств с более короткими сроками погашения, не считались для макроэкономики важными. Не было четкого понимания того, что подобное несоответствие ликвидности по активам и пассивам может быть распространенным и сказываться не только на банках, но и на других финансовых структурах и корпорациях. Хотя в области корпоративных финансов и была проделана серьезная работа по изучению роли ликвидности, ее результаты не нашли широкого отражения в макроэкономическом анализе.

Вероятность того, что центральные банки захотят снизить номинальные процентные ставки ниже нуля и не смогут этого сделать (ведь номинальная процентная ставка не может быть ниже нуля, поскольку в противном случае будет выгоднее отказаться от облигаций в пользу наличных денег; в профессиональной среде это ограничение известно под названием «нулевая нижняя граница»), считалась очень незначительной. При докризисной номинальной процентной ставке примерно 4 процента, из которых 2 процента отражали влияние инфляции, а остальные 2 процента составляли реальную норму доходности (или доходность с учетом инфляции) руководители большинства центральных банков считали, что у них достаточно свободы для маневра в плане корректировки процентной ставки в ответ на отрицательные шоки. А если потребуются более активные шаги, то, согласно этой логике, центральные банки могут повысить инфляционные ожидания при сохранении нулевой номинальной ставки, что позволит снизить реальную составляющую процентной ставки.

Признавалось также наличие других нелинейных зависимостей. Например, экономисты понимали, что такие накладываемые на банки нормативные ограничения, как минимальный объем капитала (главным образом, чистая стоимость активов банка, то есть его способность покрыть убытки), который должен быть в распоряжении организаций, могут вынудить банки более остро реагировать на уменьшение объемов капитала, чем на его увеличение. Экономисты проанализировали, как возникшие кредитные ограничения заставляли компании и население действовать все осторожнее по мере приближения к лимиту кредитных линий, что использовалось, например, для изучения процесса индивидуального потребления. Но опять же, при рассмотрении колебаний указанным нелинейным зависимостям не отводилась важная роль.

Иными словами, идея о том, что незначительные шоки могут стать причиной серьезных последствий или привести к длительному и устойчивому спаду, не рассматривалась как одна из основных. Все мы знали о существовании «темных закоулков», то есть ситуаций, при которых экономика может давать серьезные сбои. Но считалось, что мы находимся от них на достаточном расстоянии и можем по большей части их игнорировать. В этой картине печально выделялась Япония: развитая экономика, уже давно пребывающая в состоянии спада, который сопровождается дефляцией. Но причину сложившейся в Японии ситуации зачастую видели в ошибочности политического курса, а не в наличии трудноразрешимой проблемы.

Кризис застал врасплох

Главный урок, извлеченный в результате кризиса, заключается в том, что темные закоулки оказались ближе, чем мы думали, а также еще мрачнее, чем мы предполагали.

«Великая умеренность» ввела в заблуждение не только макроэкономистов. Финансовые организации и органы регулирования также недооценивали риски. В итоге мы получили финансовую структуру, которая во все большей степени оказывалась уязвимой по отношению к потенциальным шокам. Другими словами, мировая экономика вплотную приближалась к темным закоулкам, а экономисты, политики и финансовые организации не отдавали себе в этом отчет.

После того как бум на рынке жилья США сменился спадом, сложная и непрозрачная структура финансовых обязательств стала вызывать беспокойство о том, какие обязательства лежат на той или иной организации и какие организации являются платежеспособными. В свою очередь, это стало причиной массового бегства к ликвидности, затронувшее не столько банки, сколько такие финансовые организации, как инвестиционные банки, которые на протяжении многих лет выполняли функции

банков, но не попадали под нормы банковского регулирования и механизмы защиты. Обычное страхование банковских вкладов просто не покрывало этих потребностей.

Чтобы предоставить данным организациям ликвидные средства и тем самым дать им возможность погасить задолженность перед кредиторами, нужно было проводить широкомасштабную денежно-кредитную политику, причем во многих случаях нетрадиционными методами. К счастью, такая масштабная и часто инновационная денежно-кредитная политика была реализована. Но ее оказалось недостаточно, чтобы предотвратить сворачивание кредита и резкое падение спроса и деловой активности.

Для того чтобы компенсировать падение частного спроса, был задействован такой инструмент налогово-бюджетной политики, как значительное увеличение государственных расходов. Но государственный долг стал быстро расти, что вызывало обеспокоенность директивных органов и инвесторов. Восприимчивый суверенный риск (вероятность того, что правительство допустит дефолт по своему долгу), который для стран с развитой экономикой в докризисный период был почти равен нулю, возрос в целом ряде стран, что затруднило проведение налогово-бюджетной политики для поддержания спроса, а также привело к появлению рисков в балансах кредиторов, таких как банки, являвшихся держателями суверенного долга.

Государственный и частный долг оказались связанными так называемыми дьявольскими узлами: слабое государство ослабляло банки, в портфелях которых находились государственные облигации, а ослабленные банки нуждались в капитале, которой зачастую вынужденно обеспечивался за счет государственных средств, что приводило к ослаблению государства.

Поскольку центральные банки пытались поддержать деловую активность за счет снижения директивной ставки (например, в США это была ставка по федеральным фондам овернайт), то в скором времени нулевая нижняя граница была достигнута, и на этом этапе мы пребываем вот уже более пяти лет. Директивные органы не смогли повысить инфляционные ожидания, чтобы тем самым еще больше сократить реальные эффективные процентные ставки. В еврозоне по-прежнему велик риск дефляции, а некоторые страны еврозоны уже с ней столкнулись. Дефляция приводит к увеличению реальной стоимости государственного и частного долга, что, в свою очередь,

делает его погашение еще более обременительным, заставляя должников сокращать расходы, а это приводит к ослаблению деловой активности, и здесь мы наблюдаем еще один дьявольский порочный круг.

В сложившихся обстоятельствах экономическая, а особенно денежно-кредитная, политика стала приобретать налет черной магии. Ряд мер, например, недавний переход Европейского центрального банка (ЕЦБ) к взиманию с банков незначительной суммы по депозитам, которые они размещают в ЕЦБ (другими словами, это означает введение очень небольшой отрицательной процентной ставки), на бумаге будут иметь крайне незначительные последствия. Но эти последствия могут оказаться гораздо более заметными, если подобные меры станут отражением готовности центрального банка стимулировать кредитование «всеми возможными способами», если выражаться словами главы ЕЦБ Марио Драги, произнесенными им в знаменитой речи в 2012 году. Хотя прогнозировать и контролировать масштаб такого психологического эффекта будет крайне сложно.

Куда нас это приведет?

Кризис позволяет сделать один очевидный вывод для экономической политики: чтобы оставаться как можно дальше от темных закоулков, власти должны сделать это одним из основных направлений своей политики, будь то макроэкономической, макропруденциальной политики или политики регулирования финансового сектора.

Мы по-прежнему находимся слишком близко от этих закоулков. Сам по себе кризис стал причиной накопления большого объема долга, как государственного, так и частного. На сегодняшний день эти порочные круги ослабли, но для их повторного появления достаточно лишь какого-нибудь неблагоприятного шока. На продолжительный период одной из основных задач макроэкономической политики должно стать медленное, но устойчивое снижение долга до менее опасного уровня, что позволит отдалиться от темных закоулков.

Но необходимо сделать больше.

Даже если бы финансовая система была более прозрачной, а коэффициенты собственного капитала выше, то, вероятнее всего, Соединенные Штаты все равно бы не избежали спада на рынке недвижимости в 2007–2008 годах. Однако его последствия были бы ограниченными: в худшем случае умеренная рецессия в экономике США, но не глобальный экономический кризис.

Можно ли сделать финансовую систему более прозрачной и устойчивой? Ответ положительный, но с оговорками. Власти потребовали увеличения коэффициента собственного капитала банков, что представляется одной из основных оборонительных линий для защиты от краха финансовой системы. Но банки являются лишь частью сложной сети финансовых организаций и рынков, и еще очень рано говорить об исчезновении рисков. Сущность финансового регулирования заключается в том, что введение новых норм открывает новые возможности для регулятивного арбитража, по мере того как финансовые организации находят лазейки в нормах регулирования. В ответ власти вынуждены вводить новые нормы регулирования в этой непрекращающейся игре в кошки-мышки (между очень проворной мышкой и менее ловким котом). Чтобы держаться в стороне от темных закоулков, требуются постоянные усилия, а не единовременный нормативный акт.

Важнейшую роль также должна играть макроэкономическая политика. Если бы докризисные номинальные ставки были выше, у нас было бы больше свободы для маневра при проведении денежно-кредитной политики. Если бы докризисный уровень инфляции и номинальные процентные ставки были выше, скажем, на 2 процентных пункта, то у центральных банков была бы возможность снизить реальную процентную ставку еще на



2 процентных пункта до достижения нулевой нижней границы по номинальным ставкам. Этими 2 дополнительными процентными пунктами пренебрегать нельзя. Их наличие могло бы иметь последствия, примерно аналогичные тому, что и результаты применения центральными банками нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики после достижения нулевой границы, суть которых заключалась в скупке активов частного сектора и долгосрочных государственных облигаций в целях снижения долгосрочных процентных ставок вместо обычного манипулирования краткосрочной директивной ставкой. (Профессор Гарвардского университета и бывший глава Исследовательского департамента МВФ Кеннет С. Рогофф предложил альтернативу более высокому уровню инфляции в виде замещения наличности электронными деньгами, по которым можно было бы платить отрицательную номинальную ставку. Это устранило бы ограничение в виде нулевой границы.)

Переходя от мер политики к исследованиям, основной вывод состоит в том, что необходимо дать возможность цвести ста цветам. Теперь, когда мы больше знаем о нелинейных зависимостях и сопряженных с ними опасностях, мы должны глубже изучить их как теоретически, так и эмпирически, используя самые разные модели. Эта работа уже ведется, и, если судить по потоку рабочих документов с начала кризиса, ее масштаб велик. Финансы и, в частности, макроэкономика приобретают все больший уровень интеграции, что является очень хорошим знаком.

Но этот ответ обходит еще более сложный вопрос: как нам следует доработать наши базовые модели, то есть так называемые динамические стохастические модели общего равновесия,

применяемые, например, в МВФ для анализа альтернативных сценариев и количественной оценки последствий тех или иных политических решений? Простая и бесспорная часть ответа заключается в расширении такого рода моделей в целях более качественного учета роли финансовой системы, что сейчас и происходит. Но должны ли такие модели описывать поведение экономики в темных закоулках?

Позвольте мне ответить на этот вопрос прагматически. Если перед макроэкономической политикой и финансовым регулированием стоит задача удерживать экономику на безопасном расстоянии от темных закоулков, то наши модели, рассчитанные на штатные ситуации, в целом продолжают отвечать требованиям. Есть еще один класс моделей, которые разработаны для измерения системного риска и которые можно применять для выявления опасных признаков того, что мы слишком близко приблизились к темным закоулкам и что нужны меры по сокращению риска и увеличению расстояния от них. Попытка создания модели для работы в штатных ситуациях и учета системных рисков может оказаться за пределами концептуальных и технических возможностей экономистов на данном этапе.

Нынешний кризис был крайне болезненным. Но один из его положительных моментов заключается в том, что он дал толчок к переосмыслению макроэкономической мысли и политики. Основной урок для экономической политики формулируется просто: нужно держаться подальше от темных закоулков. ■

Оливье Блانشар — экономический советник МВФ и руководитель Исследовательского департамента МВФ.



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2015–2016 program begins in July of 2015. Applications are due by January 5, 2015.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu