



Размещено: Добавлено: 21 декабря 2011

Оглядываясь на пройденный 2011 год: четыре суровые истины

Оливье Бланшар

Как многое может измениться за год ...

Мы начали 2011 год в режиме восстановления, пусть подъем был слабым и несбалансированным, но, тем не менее, была надежда. Существовавшие проблемы представлялись более решаемыми: что делать с чрезмерным долгом по жилью в США, как проводить корректировку в странах на периферии зоны евро, как справляться с изменчивыми потоками капитала в страны с формирующимся рынком и как улучшить регулирование финансового сектора.

Эта программа была обширной, но представлялась осуществимой.

Но сейчас, когда год завершается, подъем во многих странах с развитой экономикой затормозился, и некоторые инвесторы даже анализируют последствия возможного распада зоны евро и реальную возможность того, что условия могут быть хуже наблюдавшихся в 2008 году.

Из того, что произошло, я делаю четыре основных вывода.

- Во-первых, после кризиса 2008-2009 годов в мировой экономике может возникать несколько равновесных состояний, отражающих самореализующиеся результаты пессимистических или оптимистических настроений, что сопряжено с серьезными макроэкономическими последствиями.

Множественные равновесия не новы. Нам давно известно о самореализующихся массовых изъятиях вкладов из банков; именно поэтому было создано страхование депозитов. Самореализующиеся атаки против фиксированных валютных курсов вошли в учебники. Кроме того, в начале кризиса мы узнали, что оптовое финансирование может вызывать такие же эффекты, и массовые изъятия средств могут охватывать как банки, так и небанковские организации. Именно это побудило центральные банки предоставлять ликвидность значительно более широкой группе финансовых организаций.

Что в этом году стало более очевидным, так это то, что проблемы ликвидности и

связанные с ними массовые изъятия средств могут также затрагивать правительства. Как и у банков, обязательства правительств намного более ликвидны, чем их активы, которые в основном представляют собой будущие поступления налогов. Если инвесторы считают правительства платежеспособными, они могут привлекать займы по безрисковой ставке; если инвесторы начинают сомневаться и требуют более высокую ставку, то эта высокая ставка вполне может привести к дефолту. Чем выше уровень долга, тем меньше дистанция между платежеспособностью и дефолтом и тем меньше дистанция между процентной ставкой, связанной с платежеспособностью, и процентной ставкой, связанной с дефолтом. Ярким тому примером сейчас является Италия, но мы не должны испытывать никаких иллюзий: в послекризисный период, для которого характерны высокие уровни государственного долга и обеспокоенность инвесторов, многие правительства подвержены риску. Без обеспечения достаточной ликвидности, гарантирующей сохранение процентных ставок на разумном уровне, такая опасность присутствует.

- Во-вторых, неполные или половинчатые меры политики могут усугубить положение.

Мы наблюдали, как восприятие ситуации часто ухудшалось после того, как участники встреч на высоком уровне обещали решить проблему, но в итоге останавливались на полпути. Или когда объявленные с помпой планы оказывались недостаточными или неосуществимыми. Причина, думаю, заключается в том, что эти встречи и планы выявляли ограниченные возможности политики, обычно ввиду разногласий между странами. Пока этого не произошло, инвесторы не могли быть уверенными, но допускали некоторую вероятность того, что участники примут необходимые меры. Широко освещаемые попытки сделали очевидной невозможность таких мер в полном объеме, по крайней мере, на том этапе. Безусловно, поговорка «попытка не пытка» применима не во всех случаях.

- В-третьих, финансовые инвесторы страдают раздвоением личности, когда речь идет о бюджетной консолидации и росте.

Они положительно реагируют на новости о бюджетной консолидации, но потом проявляют негативную реакцию, когда, как часто бывает, консолидация приводит к снижению темпов роста. Некоторые предварительные оценки, над которыми работает МВФ, свидетельствуют, что для того чтобы совместные эффекты бюджетной консолидации и предполагаемых более низких темпов роста привели в конечном счете к повышению, а не снижению спредов по риску по государственным облигациям, не требуются большие мультипликаторы. Если правительства считают необходимым реагировать на ситуацию на рынке, они могут проводить консолидацию слишком быстро, даже с узкой точки зрения устойчивости долговой ситуации.

Здесь важно, чтобы меня правильно поняли. Существенная бюджетная консолидация

необходима, а уровни долга должны уменьшиться. Однако, пользуясь словами Ангелы Меркель, это должен быть марафон, а не спринт. Для возвращения к разумным уровням долга потребуется более двух десятилетий. И в этом случае можно привести поговорку: «тише едешь — дальше будешь».

- В-четвертых, восприятия формируют действительность.

Концептуальные рамки меняются вместе с событиями, оправданно это или нет. После того как они изменились, возврата к прежнему состоянию нет. Например, в Италии никаких серьезных событий в течение лета не произошло. Но как только Италия стала восприниматься как заемщик, связанный с риском, это восприятие в дальнейшем не исчезло. Восприятие имеет большое значение: после того как инвестирующие «реальные деньги» ушли с рынка, они в одночасье туда не вернуться. Еще один пример: никаких значительных изменений, сказывающихся на экономическом положении зоны евро, во второй половине года не произошло. Но как только участники рынка и комментаторы стали упоминать распад евро, эта идея осталась и от нее также не так-то легко будет избавиться. Многие финансовые инвесторы старательно разрабатывают стратегии на случай, если это произойдет.

Объедините эти четыре фактора, и становится понятным, почему этот год заканчивается гораздо хуже, чем он начался.

Потеряна ли всякая надежда? Нет, но возобновить восстановление экономики будет сложнее, чем год назад. Потребуется существенные, но реалистичные планы бюджетной консолидации. Во избежание множественных равновесий потребуется обеспечить ликвидность. Потребуется планы, которые не только оглашаются, но и осуществляются. Кроме того, потребуется намного более эффективное сотрудничество всех заинтересованных сторон.

Надеюсь, это произойдет — уж слишком непривлекательна альтернатива.