



## Переосмысление макроэкономической политики

---

29 апреля 2013 года

[Оливье Бланшар](#)

МВФ только что провел вторую [конференцию](#), посвященную переосмыслению макроэкономической политики в период после кризиса. После двух дней очень интересных презентаций и обсуждений я убежден в одном: это, скорее всего, не последняя наша конференция по этой теме.

В настоящее время происходит процесс как переосмысления, так и реформ. Однако мы все еще не знаем, каков наш конечный пункт назначения, будь то для пересмотра определения денежно-кредитной политики, контуров финансового регулирования или роли макропруденциальных инструментов. Мы представляем себе общее направление, но ведем наш корабль в основном на глаз, без лоций.

Я приведу шесть примеров, которые мне подсказала конференция. Дополнительные соображения приводятся в этой [недавно вышедшей работе](#).

### 1. Плавание без лоций. **Финансовое регулирование.**

Отсутствует единое видение относительно того, что должна представлять собой будущая финансовая архитектура, и, как следствие, нет единого видения надлежащего финансового регулирования. Быть может, вы помните знаменитую цитату Пола Волкера о том, что единственным полезным финансовым новшеством за последние 40 лет был банкомат. Это, конечно, преувеличение. Тем не менее, мы все еще четко не представляем себе должную роль секьюритизации, надлежащий охват производных инструментов, соотношение роли рынков и банков и роль теневой банковской системы в сравнении с банковской отраслью.

И все же все мы сходимся во мнении, что некоторые вещи требуется изменить, и действительно, директивные органы принимают определенные меры в рамках инициатив на международном или страновом уровне. Одним из примеров является повышение нормативов достаточности капитала. Это, может быть и не панацея, но, несомненно, может сделать финансовую систему более устойчивой. Тем не менее, меня удивляет степень неопределенности и разногласий относительно влияния коэффициентов достаточности капитала на стоимость финансирования и тем самым на кредитование. Разумные люди, например, Мартин Хеллвиг и Анат Адмати, утверждают, что мы недалеко от ситуации, описываемой теоремой Модильяни-Миллера, и банки могут себе позволить существенно более высокие коэффициенты капитала. Другие, причем не только банкиры, утверждают, что такие коэффициенты, напротив, уничтожат банковскую отрасль.

Другим примером могут служить потоки капитала и, следовательно, роль мер контроля за капиталом. На меня произвела большое впечатление [презентация Хелен Рей](#), в которой она показала, как удивительно скудны достоверные эконометрические подтверждения пользы от портфельных потоков. Меня также заставил задуматься риторический вопрос Стэнли Фишера: какую пользу приносят краткосрочные притоки капитала? Очевидно, наше представление о возможностях мер контроля за капиталом во многом зависит от ответа на эти основополагающие вопросы.

## 2. Плавание без лодий. Роль финансового сектора.

Уже стало избитой фразой, что в макроэкономическом анализе недооценивалась роль финансовых факторов в экономических колебаниях. За последние пять лет проделана большая аналитическая работа, чтобы вновь включить финансовую систему в наши модели. Но эта цель еще не достигнута. Например, существует ли кредитный и финансовый цикл, отдельно от цикла деловой активности, как предполагает [Клаудио Борйо](#)? Или же нам следует рассматривать финансовые шоки как еще один источник потрясений, а финансовую систему как еще один фактор усиления эффектов?

Прав ли был Стефан Герлах, когда спросил, стоит ли нам в самом деле пересматривать все аспекты макроэкономики из-за события, которое, возможно, случается раз в столетие? Или же финансовые шоки и финансовая система играют настолько определяющую роль в макроэкономических колебаниях, что модель IS-LM (которая, как вы помните, в прямом виде не включает финансовую систему) не является приемлемым «портом захода» в макроэкономику?

Соответственно, нет единого мнения о том, как интегрировать финансовую стабильность и макроэкономическую стабильность в мандат центральных банков, или даже следует ли это делать вообще. Требуется ли для этого немного подправить систему таргетирования инфляции, или же необходимо более радикальное переосмысление? В интеллектуальном плане приятно считать, что макропруденциальные инструменты сами обеспечат финансовую стабильность, поэтому денежно-кредитная политика по-прежнему может быть нацелена на свою обычную задачу, таргетирование инфляции. Я воспринял (возможно, неверно) высказывания [Майкла Вудфорда](#) на этой конференции как тезис о том, что кризис должен побудить нас перейти от таргетирования инфляции к таргетированию номинального дохода, не ставя во главу угла финансовую стабильность. Я сомневаюсь, что это правильный ответ. Думаю, нам нужно реалистично оценивать роль, которую могут играть макропруденциальные инструменты, и понимать, что денежно-кредитная политика не может игнорировать финансовую стабильность. Это подводит меня к третьему пункту моего анализа.

## 3. Плавание без лодий. Макропруденциальные инструменты.

На нашей первой [конференции «Переосмысление макроэкономической политики» в 2011 году](#) макропруденциальные инструменты были, по словам Эндрю Хэлдейна, во многом «новичками». Было ясно, что два стандартных инструмента, налогово-

бюджетная и денежно-кредитная политика, не подходят для преодоления финансовых дисбалансов и рисков. Тогда возникал вопрос: станет ли макропруденциальная политика «третьим столпом» макроэкономической политики, или только подпоркой для первых двух?

У нас пока нет ответа. Но по мере того, как все больше стран используют эти инструменты, мы расширяем свои познания. Я извлек два урока из имеющихся данных и из сегодняшних презентаций.

Во-первых, эти инструменты работают, но их воздействие все еще трудно точно рассчитать, и их использование, как представляется, уменьшало, но не останавливало нездоровые бумы. Такой вывод я также сделал из презентации [управляющего Кима](#).

Во-вторых, в силу своего характера, они воздействуют на определенные отрасли и определенные группы и сопряжены с политэкономическими вопросами. Это было ясно из презентации [Стэнли Фишера](#) об использовании коэффициентов соотношения суммы кредита и стоимости обеспечения в Израиле.

#### **4. Плавание без лодий. Управление и распределение функций между микропруденциальной, макропруденциальной и денежно-кредитной политикой или, как их удачно назвал Авинаш Диксит, МИП, МАП, МОП.**

Как следует координировать микропруденциальное и макропруденциальное регулирование? Иногда говорят, что они могут вступать в противоречие. Теоретически, я не вижу для этого оснований: я представляю макропруденциальный аспект просто как учет системных эффектов и состояния экономики в анализе банковского регулирования и положения каждой финансовой организации.

Например, по моему мнению, макропруденциальное регулирование требует более высоких коэффициентов капитала в случае банков, имеющих большую системную значимость, или когда рост совокупного кредита представляется слишком быстрым. Вопрос в том, как определить разделение труда и взаимодействие между этими двумя подходами, чтобы так было на самом деле.

Если это не будет сделано надлежащим образом, это может привести к тому, что с началом спада на рынке орган микропруденциального надзора не примет во внимание системные аспекты и другие события и предложит повысить коэффициенты капитала, тогда как орган макропруденциального надзора будет обоснованно считать, что требуется прямо противоположное. Уместным представляется подход Соединенного Королевства, где был создан Комитет по вопросам финансовой стабильности, уполномоченный вводить коэффициенты капитала, которые могут изменяться с течением времени и быть различными для разных отраслей. Более подробно об этом можно прочитать в анализе этих вопросов, который провел [Эндрю Хэлдейн](#).

Более сложные вопросы возникают относительно того, как следует сочетать макропруденциальное регулирование и денежно-кредитную политику. Практически не

вызывает сомнений, что они воздействуют друг на друга: денежно-кредитная политика влияет на принятие риска, а макропруденциальные инструменты влияют на совокупный спрос. Поэтому от директивных органов требуется координация.

Поскольку денежно-кредитная политика, несомненно, должна оставаться в ведении центрального банка, это служит доводом в пользу сведения их «под одной крышей» в центральном банке. Но это, в свою очередь, ставит вопрос о независимости центрального банка. Одно дело наделить банк независимостью в отношении директивной процентной ставки, а другое — позволить ему устанавливать максимальные отношения суммы кредита к стоимости обеспечения и отношения долга к доходу. В какой-то момент может встать вопрос о дефиците демократии.

Возможно, решение найти не так сложно: предоставить центральному банку различные уровни независимости. [Стэнли Фишер](#) привел замечательную аналогию и указал нам путь к решению, когда сказал, что любой, кто состоит в браке, понимает принцип различной степени независимости. И в этом случае представляется разумным подход Соединенного Королевства с его двумя параллельными комитетами в центральном банке, один из которых занимается денежно-кредитной политикой, а другой финансовой политикой с ограниченным набором макропруденциальных инструментов, в который, например, не входит отношение суммы кредита к стоимости обеспечения.

#### 5. Плавание без лодий. Устойчивый уровень долга.

Темпы бюджетной консолидации зависят, помимо прочего, от нашего представления об устойчивом уровне долга. Многие страны будут еще в течение многих лет иметь дело с уровнями долга, близкими к 100 процентам от ВВП. Имеется стандартный перечень хрестоматийных ответов о том, почему высокий долг обходится дорого, от снижения накопления капитала до необходимости более высоких, вносящих искажения налогов. Я подозреваю, что издержки заключаются в другом. Я вижу два основных вида издержек.

Первый состоит в чрезмерном уровне долга. Чем выше долг, тем выше вероятность дефолта, тем больше спреда по государственным облигациям и тем труднее правительству добиться устойчивости долговой ситуации. Однако негативные последствия этим не ограничиваются. Более высокие суверенные спреды сказываются на спредах по частным кредитам и, в свою очередь, на инвестициях и потреблении. Повышение неопределенности относительно устойчивости долга и, соответственно, относительно будущей инфляции и будущего налогообложения, влияет на все решения. Удивительно, насколько ограниченным является наше понимание этих механизмов. Регрессии роста к долгу в приведенной форме могут дать лишь частичное объяснение.

Вторым видом издержек, связанным с первым, является риск множественных равновесий. При высоких уровнях долга вполне могут существовать два равновесия, «хорошее», при котором ставки находятся на низком уровне, а долг является устойчивым, и «плохое», при котором уровень ставок высок, и в результате бремя процентов больше, и, в свою очередь, выше вероятность дефолта. При очень высоком

долге лишь небольшое изменение настроений инвесторов может вызвать смещение от хорошего равновесия к плохому.

Я подозреваю, что этим отчасти объясняются спреды по облигациям Италии и Испании. В этой связи [Мартин Вульф](#) задал наводящий на размышления вопрос: почему для Испании эти спреды настолько выше, чем для Соединенного Королевства? Долг и дефицит в Испании даже немного ниже, чем в Соединенном Королевстве. Несомненно, общая экономическая ситуация в Испании хуже, чем в Соединенном Королевстве, но может ли это в полной мере объяснить разницу в спредах? Может быть, ответ состоит в различиях в денежно-кредитной политике? Возможно, инвесторы ожидают, что в Соединенном Королевстве Банк Англии будет в случае необходимости проводить интервенции для поддержания хорошего равновесия, но считают, что Европейский центральный банк не имеет соответствующего мандата? Это принципиальные вопросы, требующие дальнейшего изучения.

#### 6. Плавание без лодий. **Множественные равновесия и информирование**

В мире с множественными равновесиями большое значение могут иметь объявления о принимаемых решениях. Взять хотя бы пример программы прямых монетарных операций, объявленной Европейским центральным банком. Можно предположить, что объявление о программе устранило одну из причин множественных равновесий на рынках суверенных облигаций, а именно, риск изменения деноминации, то есть опасность того, что инвесторы, полагая, что страна периферии выйдет из системы евро, будут в свою очередь запрашивать большую премию, тем самым вынуждая страну выйти из зоны евро. Это объявление дало желаемый результат без необходимости фактически использовать эту программу.

С этой точки зрения, еще больший интерес представляет недавнее заявление Банка Японии о намерении удвоить денежную базу. Как оно скажется на инфляции, во многом зависит от того, как население и фирмы Японии изменят свои инфляционные ожидания. Если они пересмотрят их в сторону повышения, это повлияет на их решения относительно заработной платы и цен и приведет к повышению инфляции, что является желательным результатом в условиях дефляции в Японии. Но если они не пересмотрят ожидания, нет оснований полагать, что инфляция существенно повысится.

Таким образом, это резкое увеличение денежной массы призвано послужить психологическим шоком и изменить существующие представления и динамику цен. Сработает ли оно в сочетании с другими мерами, принимаемыми властями Японии? Будем надеяться, что да. Но это сильно отличается от описываемого в учебниках механического воздействия денежно-кредитной политики.

Я мог бы продолжать и дальше. Более того, мне пришлось опустить многие работы и выводы конференции. Конференция поставила перед нами четкие задачи в области исследований. Мы в МВФ непременно откликнемся на этот вызов.