



Кошка на дереве и другие наблюдения: переосмысление макроэкономической политики

1 мая 2013 года

Приглашенный исследователь [Джордж А. Акерлоф](#)
Калифорнийский университет, Беркли

Старший приглашенный научный сотрудник в МВФ и соорганизатор конференции
«Переосмысление макроэкономической политики II: первые шаги и предварительные уроки»

На этой [конференции](#) я узнал много нового и очень признателен всем выступившим. Сформировался ли у меня по ее итогам какой-то зрительный образ? Не уверен, что мой образ будет кому-то хоть сколько-нибудь полезен, но я бы сравнил ситуацию с кошкой, забравшейся на огромное дерево. Она сидит на высокой ветке, и все переполошились: что делать, кошка застряла на дереве. Кошка, разумеется, представляет этот огромный кризис.

Все участники конференции высказывали свои мнения о том, как нам поступить с этой глупой кошкой, как снять ее с дерева и что же нам делать. Замечательной особенностью этой конференции было то, что все выступавшие представляют эту кошку по-своему, и у всех разные мнения. Но время от времени эти мнения сходятся. Так я себе представляю ход и результаты нашей работы.

Думаю, эта дискуссия очень полезна, поскольку то, как каждый участник видит кошку, зависит от его особой точки зрения, и каждое из этих представлений справедливо. Что я думаю об этой кошке: бедняжка застряла на дереве, она может упасть, и мы не знаем, что делать.



Исходя из этого, поделюсь своими соображениями о кризисе и насколько хорошо мы с ним справляемся по сравнению с кошкой. Я хочу под несколько иным углом взглянуть на то, что говорили почти все выступавшие, представлявшие различные точки зрения.

Базовая страница блогов iMFdirect: <http://blog-imfdirect.imf.org/2013/05/01/the-cat-in-the-tree-and-further-observations-rethinking-macroeconomic-policy/>

Я остановлюсь в основном на экономике США после кризиса, но этот анализ также касается международной экономики. Опубликована [прекрасная работа](#) Оскара Хорды, Морриса Шуларика и Алана Тэйлора (Oscar Jorda, Morris Schularick and Alan Taylor). Они разделили рецессии на финансовые и обычные по 14 странам с развитой экономикой за период с 1870 по 2008 год. При этом они рассматривали, насколько различалась степень восстановления ВВП по показателю отношения непогашенных кредитов к ВВП во время предшествующего бума. И их предположения нашли убедительное подтверждение. **Финансовые рецессии не только являются более глубокими и характеризуются более медленным восстановлением, чем обычные рецессии. Чем выше отношение кредита к ВВП, тем медленнее проходит восстановление после них.**

Такова история.

Что же означают их выводы применительно к текущему кризису? Любопытно, что это зависит от измерения объема непогашенных кредитов. Если в качестве показателя кредита использовать банковские кредиты частному сектору, то восстановление в США примерно на 1 процент ВВП превышает средние темпы восстановления после финансовых рецессий. Если же в показатель кредита включить также кредиты, предоставленные теневой банковской системой, мы приблизительно на 4 процента опережаем средние темпы восстановления после финансовых рецессий. Это иллюстрируется графиками в упомянутой работе.

НО:

С появлением финансовых производных инструментов мы не в состоянии определить, как следует измерять «кредит». Если **производные инструменты используются для хеджирования риска, можно было бы ожидать, что они смягчат крах.**

Например, если в случае дефолта банкротом становится покупатель, а не продавец свопа кредитного дефолта, то можно было бы ожидать, что своп смягчит крах. С другой стороны, если мы полагаем, что производные инструменты поощряют рискованные действия, можно ожидать, что они усугубят крах. Согласно традиционной интерпретации краха 2007–2008 годов в США, производные инструменты стимулировали рискованные действия иным образом. По сути, благодаря производным инструментам возникла цепочка нарастающей стоимостной оценки ипотечных кредитов, которые предоставлялись во время жилищного бума в калифорнийской Центральной долине на самых сомнительных основаниях, а затем преобразовывались в пакеты производных инструментов, которые получали рейтинг А и выше. В этих условиях «бросовый» характер инструментов не влиял на их рейтинг. Поэтому эмитенты ипотечных кредитов не были заинтересованы в том, чтобы требовать уплаты первоначального взноса или проверять состоятельность заемщика. Во многих случаях они этого и не делали. Создавая производные инструменты и устанавливая их рейтинг, инвестиционные фирмы и рейтинговые агентства пользовались своей репутацией доверенных лиц. **Эта дополнительная функция производных инструментов**

говорит о том, что показатель кредита на основе непогашенных кредитов, даже с учетом роли теневого банков, служит консервативной меркой ситуации, к которой мы должны были прийти к настоящему времени.

Этот взгляд также согласуется с представлениями, которые были широко распространены осенью 2008 года. **В то время Великая депрессия приводилась в качестве наглядного примера того, что произойдет без государственного вмешательства.** С этой точки зрения, макроэкономическая политика была не просто хорошей, а поистине отличной. То же самое отмечается в великолепной книге Алана Блайндера «Когда умолкла музыка» (Alan Blinder, *After the Music Stopped*).

Почти все программы были близки к оптимальным. В числе этих мер:

- Закон 2008 года о стимулировании экономики.
- Экстренная помощь AIG.
- Спасение Washington Mutual, Wachovia и CountryWide путем присоединения к другим банкам.
- Программа выкупа проблемных активов (TARP).
- Стресс-тесты, проведенные Министерством финансов и ФРС.
- Снижение процентных ставок почти до нуля.
- Закон о восстановлении экономики и реинвестициях 2009 года.
- Экстренная помощь автомобильной промышленности.
- Международное сотрудничество на основе принципов встречи Группы 20-ти в Питтсбурге, в котором МВФ играл ведущую роль.

Можно сделать лишь одно существенное критическое замечание относительно принятых мер политики. Нам следовало дать понять общественности, что мы будем оценивать успех не по текущему уровню безработицы, а на основе ориентира, учитывающего финансовую уязвимость, возникшую в результате предшествующего бума. Нам, экономистам, не удастся объяснить общественности, что наши меры политики для обеспечения макроэкономической стабильности дают хорошие результаты. Конечно, вполне можно понять, почему простым людям трудно прислушаться к таким доводам. Им недосуг углубленно заниматься макроэкономикой и макроэкономической историей.

И все же простой здравый смысл подсказывает, почему эти меры были столь успешными. Если бы Lehman Brothers имел убыток в один доллар и нуждался только в долларе прибыли, чтобы избежать суда по делам о банкротстве, то, затратив всего лишь два доллара точно в нужный момент кризиса, можно было бы уберечь нас от Великой депрессии. Этим двух долларов, которые можно сравнить с «пальцем, заткнувшим дырку в плотине», оказалось бы вполне достаточно.

Разумеется, расходы на экстренную поддержку составили больше двух долларов; они, вероятно, будут положительными в чистом выражении и достигнут нескольких миллиардов долларов. Но они в буквальном смысле остановили уже начинавшийся финансовый обвал. По сравнению с десятками триллионов долларов

ВВП, которые были бы потеряны в случае повторения Великой депрессии, экономия от программы выкупа проблемных активов составляет порядка 1000 к одному. Такое соотношение с полным основанием позволяет образно назвать эти меры «пальцем, заткнувшим дырку в плотине».

Расходы администраций как Буша, так и Обамы на бюджетное стимулирование не дают столь большого эффекта относительно затрат. Тем не менее, почти нет сомнений в их действенности. По текущим оценкам, мультипликаторы государственных расходов близки к 2. Эта цифра также интуитивно представляется обоснованной. Оценки мультипликатора сбалансированного бюджета с учетом «ловушки ликвидности» составляют приблизительно 1, как теоретически, так и расчетам, тогда как налоговый мультипликатор устойчиво оценивается на уровне примерно 1. А мультипликаторы государственных расходов представляют собой сумму этих двух величин. Так что законы о стимулах почти наверняка также принесли значительную финансовую отдачу.

Подводя итог, мы, экономисты, очень плохо справились с предсказанием кризиса. Но экономическая политика после кризиса близка к тому рецепту, который прописал бы хороший здравомыслящий врач-экономист. Эти меры политики исходили непосредственно от администраций Буша и Обамы и назначенных ими руководителей. Они также получили поддержку в Конгрессе.

Урок на будущее состоит в том, что хорошая экономическая политика и здравый смысл дают положительные результаты: мы действовали «методом проб и успехов». Об этом следует помнить, разрабатывая политику на перспективу.