



Предотвращение новой катастрофы: как обстоят дела сейчас?

3 мая 2013 года

Статья приглашенного автора: [Дэвид Ромер](#)

Профессор Калифорнийского университета в Беркли и один из организаторов второй конференции «Переосмысление макроэкономической политики: первые шаги и начальные уроки»

Пока я слушал презентации и обсуждения, я поймал себя на мысли о том, что оцениваю [конференцию](#) по двум критериям. Один из них — интеллектуальный: Задаем ли мы наводящие на размышление вопросы? Предлагаются ли интересные идеи? Говорим ли мы о важных вещах? С этой точки зрения конференция удалась: обсуждение было крайне интересным, и я узнал много нового.

Второй критерий — практический: Какова ситуация в плане предотвращения еще одного финансового и макроэкономического катаклизма? Боюсь, что в этом отношении мы, к сожалению, не столь преуспели. Как будет позже отмечено, согласно моей трактовке фактов, события нескольких последних лет являются не отклонением от нормы, а лишь наиболее крайним проявлением более общего сценария. Относительно скромные изменения наподобие тех, что обсуждались на конференции, и которые в некоторых случаях реализуют директивные органы, полезны, но вряд ли достаточны для предотвращения серьезного экономического ущерба от будущих финансовых шоков.

Поэтому, как мне кажется, нам следует задаться вопросом о возможности проведения более глубоких реформ, способных серьезно ограничить размер шоков, создаваемых финансовым сектором, либо повысить способность экономики выдерживать эти шоки. Однако идеи о проведении таких реформ пока не стали предметом сколько-либо серьезного рассмотрения не только на данной конференции, но и в более широких кругах научных деятелей и разработчиков экономической политики.

Финансовый сектор как постоянный источник шоков

Моя точка зрения о том, что нам следует рассматривать финансовые шоки скорее как обыденность, а не как исключение, основана на истории. Вспомните, как развивалась экономика Соединенных Штатов в последние тридцать лет. По моим подсчетам, за это время было отмечено шесть отчетливо выраженных эпизодов, когда события в финансовом секторе создавали существенные макроэкономические риски. В трех из них риски в целом были преодолены, а издержки в конечном итоге оказались незначительными. В двух эпизодах были понесены издержки в размере от скромных до умеренных. А в одном причиненный ущерб был огромен.

Конкретно:

- В условиях дезинфляции, проводимой Волкером, сочетание серьезного спада и позиций банков по латиноамериканским долговым обязательствам вызвало серьезные проблемы у многих ведущих банков. Лишь случившееся в последнюю минуту изменение политики и готовность органов регулирования не замечать чрезвычайно шаткого финансового положения банков в течение нескольких лет не дали финансовой системе развалиться на части. Опасность миновала.
- Крах фондового рынка 1987 года представлял собой значительный финансовый шок, но быстрые и весьма заметные ответные меры Федеральной резервной системы, направленные на поддержание функционирования рынков и снижение процентных ставок, снова отвели от экономики большую угрозу.
- Кризис ссудо-сберегательных учреждений конца 1980-х – начала 1990-х годов нанес определенный ущерб экономике ввиду ненадлежащего распределения инвестиций и ухудшения качества кредитов, а также несколько более значительный ущерб — государственному бюджету в форме прямых затрат на оказание экстренной финансовой помощи.
- Российский долговой кризис и крах фонда Long-Term Capital Management в 1998 году заставили руководство центральных банков проводить бессонные ночи в беспокойстве о стабильности мировой финансовой системы. Стабильность была сохранена благодаря организации экстренной финансовой помощи для LTCM, снижению процентных ставок и прочим мерам. Итак, это третий эпизод, в котором угроза была предотвращена.
- Образование и сдувание «пузыря» цен на акции интернет-компаний в конце 1990-х – начале 2000-х годов вызвали значительное искажение в распределении инвестиций и, что еще хуже, экономический спад.
- Очевидно, в последние несколько лет мы пережили обвал цен на жилье и последовавший за этим финансовый кризис, что привело к катастрофическим последствиям.

Учитывая, что это — исторический обзор лишь одной страны за треть столетия, мысль о том, что крупные финансовые шоки случаются редко и что, следовательно, нам не стоит о них слишком беспокоиться, представляется в корне неверной.

Меня поражает в этом списке не только его длина, но и многообразие шоков. А если выйти за рамки Соединенных Штатов, то легко можно найти примеры других проявлений финансовых шоков. Вы наблюдаете Исландию и Кипр, где источником финансового шока послужил разросшийся банковский сектор с огромным объемом зарубежных депозитов. Вы видите Грецию, где проблему вызвали замаскированные

чрезмерные расходы бюджета. Вы наблюдаете классические случаи внезапного прекращения притока капитала. И я уверен, что, затратив немного усилий, вы сможете дополнить список и другими видами финансовых шоков.

Одним словом, перечень возможных финансовых шоков является длинным и многообразным. Лишь некоторые из моего иллюстративного списка внутренних и зарубежных финансовых шоков проявились в форме резкого роста цен на активы, за которым так или иначе следовал крах. В самом деле, лишь два из них (эпизод с интернет-компаниями и последний кризис) можно в ретроспективе обоснованно назвать «пузырями» цен на активы. Поэтому, как мне кажется, правильно будет заключить, что финансовые шоки, вероятно, характеризуются как частотой повторения, так и низкой предсказуемостью — не только в части времени возникновения, но и в части формы.

Решения ограниченного масштаба

Тогда вопрос заключается в том, что делать. Позвольте мне сначала упомянуть две меры политики ограниченного масштаба, одна из которых, на мой взгляд, обычно не имеет шансов на успех, а другая, как мне кажется, будет полезна, но очень далека от того, чтобы именоваться комплексным решением проблемы рисков, связанных с будущими кризисами.

Мерой, не имеющей шансов на успех, является использование краткосрочной директивной ставки в качестве инструмента урегулирования финансовых дисбалансов и финансовых рисков. Даже если предположить, что мы используем директивную ставку для решения только этой задачи, это слишком примитивный инструмент. Зачастую обеспокоенность вызывает потенциальная проблема в одной части финансовых рынков, либо различные виды проблем на различных рынках. В таких условиях один единственный инструмент, воздействующий на все рынки, имеет ограниченную ценность. Действительно, как отметила Джанет Йеллен в своем анализе, зачастую даже непонятно, в какую сторону вы хотите сдвинуть директивную ставку для урегулирования потенциального финансового риска для экономики. Конечно же, мы хотим использовать ее и для решения других очень важных задач. Поэтому, хотя мы можем спорить о том, дает ли хоть какие-то преимущества повышение внимания к изменениям в финансовой сфере при установлении процентных ставок, в лучшем случае это может лишь незначительно улучшить положение дел.

Разновидность мер политики ограниченного масштаба, которую я считаю более перспективной, обсуждалась на совещаниях, посвященных мерам макропруденциальной политики и управлению операциями с капиталом. Если ей хотят дать положительную характеристику, то называют «моделью мудрых центральных банкиров», если отрицательную — то стратегией «тушения локальных пожаров». Но как ее не называй, сущность заключается в творческом использовании правил и мер вмешательства для решения возможных проблем по мере их возникновения. Например, если вы считаете, что на рынке недвижимости в Сеуле

образуется «пузырь» цен, вы принимаете правила, нацеленные конкретно на ипотечные кредиты в Сеуле.

На меня очень большое впечатление произвели описания действий, предпринятых директивными органами в таких странах, как Израиль, Южная Корея и Бразилия, для решения широкого круга финансовых проблем, и из конференции я вынес то, что такие целенаправленные действия служат полезным дополнением к набору инструментов политики. Но, учитывая громадный диапазон возможных финансовых шоков, мысль о том, что мы можем стабилизировать финансовую систему, полагаясь на умных разработчиков экономической политики, которые почувствуют каждую зарождающуюся проблему и разработают специальную меру вмешательства для ее быстрого урегулирования— это стремление выдать желаемое за действительное.

Из этого я делаю вывод, что нам нужно мыслить шире и более творчески в поисках более радикальных решений, а не специальных мер вмешательства. В целом можно выделить две разновидности таких решений.

Более глубокие решения в финансовой сфере

Первый подход заключается в реформировании финансовой системы таким образом, чтобы шоки, которые она передает в реальную экономику, стали намного слабее. Анализ регулирования на микроуровне указал на наличие многообещающих идей в этой области. Здесь мне приходят на ум ужесточение требований к капиталу и ликвидности, специальные правила для институтов, создающих системные риски, и ограничения, касающиеся форм или характеристик того, что могут делать финансовые организации, такие, как ограничительные критерии в Соединенном Королевстве или правило Волкера в Соединенных Штатах. Эти подходы шире, чем реагирование на отдельные проблемы по мере их возникновения, и все они представляются перспективными направлениями движения.

Но в конечном итоге трудно поверить, что относительно скромные изменения по этим направлениям, обсуждавшиеся на конференции, на самом деле достаточно велики для обеспечения настолько прочной финансовой системы, что она не будет периодически служить источником серьезных проблем. Теневые финансовые организации вообще не подпадают под действие правил; правила можно обходить; а шоки могут оказаться настолько значительными, что будут подавлять действие скромных изменений, которые мы обсуждали.

Поэтому я был разочарован тем, что гораздо более масштабные реформы практически не рассматривались. **Позвольте мне привести четыре примера возможных видов более масштабных реформ:**

- Несколько раз упоминались **очень высокие требования к капиталу.** Например, Аллан Мельцер отметил, что одно время обычной для банков была

норма капитала в 25 процентов. Не следует ли нам двигаться в сторону такой системы?

- Амир Суфи и Адаир Тернер говорили о характеристиках долговых контрактов, которые делают их по определению подверженными нестабильности. Не нужно ли нам более активно работать над стимулированием **более широкой индексации долговых контрактов**, более широкого применения контрактов, имеющих свойства инструментов участия в капитале и т.п.?
- Мы видим, какие издержки для реальной экономики создает современная финансовая система. Не вполне очевидно, что преимущества финансовых инноваций последних десятилетий действительно настолько велики, что оправдывают эти издержки. Так не лучше ли **гораздо более простая финансовая система в духе 1960-х или 1970-х годов**, чем то, что мы имеем сейчас?
- То обстоятельство, что шоки, возникающие в финансовой системе, иногда сопряжены со значительными издержками для остальной экономики, наводит на мысль о наличии отрицательных внешних эффектов у некоторых видов финансовых операций или финансовых структур, что указывает на возможность введения налогов Пигу.

Итак, **не нужно ли обложить определенные аспекты финансовой системы значительными налогами?** Если это так, то что следует сделать объектом налогообложения – долг, долю заемных средств, размер, прочие показатели системного риска, сочетание этих аспектов или что-то совсем другое?

Я не знаю ответа на эти вопросы, но мне кажется, что они заслуживают серьезного анализа. Однако же радикальная перестройка финансовой системы не стала предметом широкого обсуждения на конференции.

Более масштабные решения в макроэкономической сфере

Другим способом обеспечить более масштабные изменения является придание макроэкономике большей устойчивости к финансовым шокам. **На мой взгляд, отсутствие обсуждения возможных изменений в этой плоскости было самым большим недостатком конференции.** Позвольте мне рассмотреть этот вопрос в трех областях макроэкономической политики: меры противодействия шокам валютной зоны, денежно-кредитная политика и налогово-бюджетная политика.

Что касается **валютной зоны**: представьте себе, что в какой-то момент в не слишком отдаленном будущем зона евро подвергнется еще одному крупному финансовому шоку, имеющему асимметричные последствия для разных стран. Будут ли события разворачиваться совершенно иначе, нежели в последние несколько лет?

Определенно, будет меньше полуночных совещаний, так как разработчики экономической политики стали лучше разбираться в краткосрочном антикризисном управлении. Но я не вижу большого прогресса в части мер, которые могли бы обеспечить кардинальные изменения в последствиях шоков. **Директивные органы в лучшем случае совершили маленькие шаги в направлении преодоления факторов нестабильности, связанных с тем, что ответственность за ликвидацию неплатежеспособных банков установлена на уровне отдельных стран, а не зоны евро в целом.** Еще меньше было сделано в части бюджетного союза и механизмов урегулирования значительных различий в конкурентоспособности.

Если говорить о **денежно-кредитной политике**, таргетирование инфляции казалось прекрасной основой в течение первых пятнадцати-двадцати лет использования. Но сейчас наступил продолжительный период, в течение которого оно показывает свою неспособность обеспечить совокупный спрос на уровне, который, по общему признанию, был бы нужен. Поэтому представляется необходимым подумать о том, не следует ли нам сменить основу денежно-кредитной политики. Но, опять же, продвижение в этой области минимальное. В последние несколько лет время от времени высказывается идея о необходимости таргетирования номинального ВВП, однако дебаты так и не переросли в серьезный количественный анализ связанных с ним издержек и преимуществ, а также его способности существенно повысить устойчивость экономики. Иные предложения относительно значительных изменений в основе денежно-кредитной политики обсуждаются и того меньше.

Что касается налогово-бюджетной политики, **на мой взгляд, важнейшая идея, получившая значительную поддержку, заключается в целесообразности расширения бюджетного пространства.** Но как перейти от текущего состояния к желаемому, учитывая сложности возврата даже к тому размеру бюджетного пространства, которое у нас было до кризиса, — это сложный вопрос, и прогресс в этой области минимален. А если принять во внимание ужасные проблемы, поразившие ряд стран, которые на момент вхождения в кризис проводили очень ответственную налогово-бюджетную политику, бюджетное пространство, очевидно, не является панацеей.

Я практически не услышал обсуждения необходимости более серьезных изменений в основе налогово-бюджетной политики. Возможность реализации мер, направленных на усиление автоматических стабилизаторов, например, через макроэкономические триггеры, инициирующие изменения в налогово-бюджетной политике, не упоминалась. А статус этой идеи в более широких кругах разработчиков политики напоминает положение дел с таргетированием траектории номинального ВВП: идея время от времени высказывается, но не перерастает в конкретные предложения и количественную оценку.

Еще одной концепцией, относящейся к налогово-бюджетной сфере, которая не получила достаточного внимания ни на конференции, ни в рамках более широких дебатов о мерах политики, является **концепция бюджетных правил или ограничений.** Например, можно себе представить то или иное положение конституции

или независимое агентство (или их сочетание, когда выполнение конституционной нормы гарантируется независимым агентством), требующее проведения весьма ответственной налогово-бюджетной политики в благополучные времена и обеспечивающее механизм налогово-бюджетных стимулов во время кризиса, который реально является временным. Роберто Перотти и Авинаш Диксит вскользь затронули тему бюджетных правил или советов, но дальше этого дело не пошло.

То обстоятельство, что мы так мало преуспели в области более масштабных изменений в макроэкономической политике, кажется, служит дополнительным аргументом в пользу рассмотрения возможности более глубоких финансовых реформ. Однако я также считаю, что нам нужно и более широко взглянуть на макроэкономическую политику.

Заключение

После пяти лет катастрофических макроэкономических результатов «первые шаги и начальные уроки» — что соответствует названию конференции — это не то, к чему нам нужно стремиться. Скорее, **нам нужно искать способы урегулирования продолжающегося текущего кризиса и решительные меры по сведению к минимуму возможности повторения подобного.** Я боюсь, что реформы, которых мы ставим в центр внимания, слишком малы, чтобы решить эту задачу, ведь то, что нам нужно, — это более радикальное переосмысление устройства нашей финансовой системы и используемых нами основ макроэкономической политики.