



## Уроки североатлантического кризиса для экономической теории и политики

---

3 мая 2013 года

Статья приглашенного автора: [Джозеф Е. Стиглиц](#)

Колумбийский университет (Нью-Йорк), один из организаторов второй конференции «Переосмысление макроэкономической политики. Первые шаги и начальные уроки»

Проводя анализ недавнего финансового кризиса, мы можем извлечь некоторую пользу из невзгод последних десятилетий. Примерно 100 кризисов, произошедших в течение последних 30 лет, когда доминирующее место заняла политика либерализации, дают нам богатый опыт и массу данных. Если же рассматривать 150-летний период, у нас оказывается еще более богатый набор данных.

Когда мы имеем подробную информацию по каждому отдельному кризису, животрепещущий вопрос состоит не в том, *как это случилось*, а в том, *как получается, что мы игнорируем эту давнюю историю и думаем, что мы решили проблемы делового цикла*. Чтобы поверить в то, что крупные экономические колебания остались в прошлом, потребовалось огромное самомнение.

***Рынки не являются стабильными, эффективными или самокорректирующимися***

Важный урок, который мы были вынуждены вынести из этого кризиса (и о чем мы должны были знать уже давно), заключается в том, что экономики стран необязательно являются эффективными, стабильными или самокорректирующимися.

Это запоздалое откровение имеет два аспекта. Один связан с тем, что наши стандартные модели рассматривали *экзогенные* потрясения, но при этом совершенно очевидно, что очень значительная доля нарушений в нашей экономике вызывается *эндогенными* факторами. Возникают не только краткосрочные эндогенные шоки, имеют место также долгосрочные структурные трансформации и стойко сохраняющиеся потрясения. **Модели, сосредоточенные на экзогенных потрясениях, просто вводили нас в заблуждение — большинство действительно крупных шоков возникает внутри самой экономики страны.**

Во-вторых, **экономика страны не является самокорректирующейся**. Очевидно, что нам еще только предстоит полностью осознать этот принципиально важный урок, который мы должны были вынести из этого кризиса: даже по его прошествии слабые попытки привести в нормальное состояние экономику США и стран Европы оказались неудачными. Конечно, было сделано недостаточно. Результат заключается в том, что мы по-прежнему имеем значительный риск еще одного кризиса в будущем.

Более того, в результате принятых антикризисных мер наши экономические системы отнюдь не приблизились к состоянию полной занятости. Потери ВВП, то есть расхождение между нашим потенциальным и фактическим объемом производства, исчисляются триллионами долларов.

Конечно, можно сказать, что могло бы быть и хуже, и это правда. Учитывая что среди людей, отвечавших за ликвидацию последствий кризиса, были те, кто привел нас к нему, пожалуй, удивительно, что он не стал еще большей катастрофой.

***Не только уменьшение использования заемных средств, не только балансовый кризис — необходимость структурной трансформации***

С точки зрения состояния человеческих ресурсов, основных фондов и природных ресурсов мы сейчас находимся примерно на том же уровне, на котором мы были до кризиса. Тем временем **многие страны не достигли своих докризисных уровней ВВП**, не говоря уже о возвращении к докризисной траектории экономического роста. В глубоко фундаментальном смысле кризис еще не полностью преодолен, и нет удовлетворительной экономической теории, которая бы объясняла, почему это так.

Отчасти это связано с проблемой медленных темпов уменьшения доли используемых заемных средств (левериджа). **Но даже с уменьшением левериджа в экономике есть все причины считать, что она не вернется к полной занятости.** Едва ли мы вернемся к докризисной нулевой норме сбережений домашних хозяйств, и хорошо, что этого не произойдет. Даже если наблюдается некоторый подъем в обрабатывающей промышленности, большинство рабочих мест, потерянных в этом секторе, не восстановится.

Некоторые говорят, опираясь на прошлые данные, что нам нужно смириться с этим неблагоприятным положением дел. Страны, пережившие глубокие финансовые кризисы, как правило, восстанавливаются медленно. **Но тот факт, что после финансового кризиса часто все шло плохо, не означает, что все должно быть плохо.**

Это не просто балансовый кризис. У него есть более глубокая причина: США и Европа переживают структурную трансформацию. Эта структурная трансформация связана с переходом от экономики, базирующейся на обрабатывающей промышленности, к основанной на сфере услуг. Кроме того, изменения в распределении сравнительных преимуществ требуют огромных структурных преобразований в странах Северной Атлантики.

***Реформы в лучшем случае являются половинчатыми мерами***

Рынки сами по себе обычно не ведут к эффективным, стабильным и социально приемлемым результатам. Это означает, что нам требуется несколько глубже задуматься о том, какого рода экономическая архитектура будет вести к росту, реальной стабильности и надлежащему распределению доходов.

Сейчас идут обсуждения о том, нужно ли нам просто подправить существующую экономическую архитектуру или требуется проведение более фундаментальных преобразований. Меня беспокоит два момента. Одного из них я уже коснулся: **проведенные до настоящего момента реформы были лишь поверхностными.** Второй связан с тем, что некоторые из изменений в нашей экономической структуре (как до кризиса, так и после него), которые, *как предполагалось*, должны были улучшить функционирование экономики, могли не дать этого результата.

Например, есть некоторые реформы, которые могут улучшать способность экономики противостоять небольшим потрясениям, но на самом деле уменьшают ее возможности адаптироваться к крупным потрясениям. Это относится к значительной части мер по интеграции финансового сектора, которые, возможно, позволили экономике компенсировать некоторые более слабые шоки, но явно сделали экономику менее устойчивой по отношению к менее вероятным, но более крупным потрясениям.

Следует ясно понять, что многие «усовершенствования» на рынках до кризиса фактически привели к повышению подверженности стран риску. Каковы бы ни были выгоды, которые могла принести либерализация рынков капитала и финансовых рынков (при всей их сомнительности), с ними были связаны серьезные издержки в плане повышения риска. Нам следует [переосмыслить](#) подходы к этим реформам, и подобный пересмотр, проводившийся МВФ в последние годы, заслуживает особого одобрения. Одной из задач управления счетом операций с капиталом во всех его формах может быть уменьшение экономической изменчивости внутри страны вследствие международных связей страны.

В более общем плане **кризис выявил важность финансового регулирования для макроэкономической стабильности.** Но, оценивая то, что произошло со времен кризиса, я испытываю разочарование. Со слияниями, произошедшими вследствие кризиса, проблема банков, которые являются слишком крупными, чтобы обанкротиться, встала еще острее. Однако проблема связана не только с банками, слишком крупными, чтобы обанкротиться. Есть также банки, слишком связанные с другими, чтобы обанкротиться, и банки со слишком высоким уровнем корреляции, чтобы обанкротиться. Мы практически ничего не сделали по этим направлениям. Конечно, велось великое множество дискуссий относительно организаций, которые являются слишком крупными, чтобы позволить им обанкротиться. Иметь слишком высокий уровень корреляции — это отдельный вопрос. Крайне необходимо добиться большей диверсификации в экологии финансовых организаций, благодаря которой уменьшались бы стимулы к чрезмерной корреляции и которая вела бы к большей стабильности. Этому перспективному направлению уделяется совершенно недостаточно внимания.

Кроме того, мы не предприняли достаточных мер по повышению нормативов достаточности банковского капитала. В большей части дискуссий по этому вопросу недостает оценки того, как соотносятся издержки и выгоды более высоких норм капитала. Нам известны выгоды — уменьшение риска того, что потребуются экстренная помощь со стороны государства и что возникнут события, подобные отмечавшимся в

2007 и 2008 годах. На стороне издержек мы уделяем слишком мало внимания принципиальным заключениям из теоремы Модильяни-Миллера, объясняющим фальшивость аргументов о том, что повышение норм капитала приведет к повышению стоимости капитала.

### *Недостатки реформ и моделей*

Если бы мы начали нашу работу над реформами, сосредоточив внимание на том, как сделать нашу экономику эффективнее и стабильнее, возникли бы также и другие вопросы, которые мы естественным образом задали бы себе, другие вопросы, которые мы бы поставили. Интересно, что есть некоторое соответствие между недостатками наших усилий в области реформ и недостатками моделей, которые мы как экономисты часто используем в макроэкономике.

### *Важность кредита*

Например, мы бы задались вопросом, какие принципиальные функции выполняет финансовый сектор и как мы можем добиться, чтобы он выполнял эти функции лучше. Очевидно, в числе важнейших его функций — распределение капитала и предоставление кредита, особенно малым и средним предприятиям. Именно эту функцию он выполнял недостаточно хорошо до кризиса, и, можно утверждать, по-прежнему не выполняет надлежащим образом.

Это может казаться очевидным. **Однако предоставление кредита никогда не было в центре внимания в ходе политического дискурса или при разработке стандартных макроэкономических моделей.** Нам следует переключить свое внимание с денег на кредит. В любом балансе обе стороны обычно будут очень сильно коррелировать между собой. Но это не всегда так, особенно в условиях крупных экономических потрясений. В таких случаях нам следует сосредоточивать внимание на кредите. У меня вызывает изумление, насколько неадекватно исследовался характер кредитного механизма в рамках стандартных макроэкономических моделей. Безусловно, существует обширная микроэкономическая литература по вопросам банковской деятельности и кредита, но по большей части ее выводы не учитывались в стандартных макроэкономических моделях.

Управление кредитом представляет собой не единственный пробел в нашем подходе. **Имеет место также отсутствие понимания различных видов финансов.** Одной из основных сфер анализа риска на финансовых рынках является различие между долгом и акционерным капиталом. При этом в стандартной макроэкономике мы едва ли уделяем этому какое-либо внимание. Книга, написанная мной совместно с Брюсом Гринуальдом, «К новой парадигме монетарной экономики» (*“Towards a New Paradigm of Monetary Economics”*, Cambridge University Press, 2003), представляет собой попытку исправить эту ситуацию.

## *Стабильность*

Как я уже отмечал, в традиционных моделях (как и в общепринятом представлении) рыночные экономические системы считаются стабильными. И потому неудивительно, что весьма нечасто возникал принципиальный вопрос о том, как разработать *более* стабильные экономические системы. Мы уже коснулись нескольких аспектов этого вопроса: как разработать экономические системы, которые были бы менее подвержены риску или которые сами порождают меньше волатильности.

Одна из необходимых, но не получивших достаточного внимания, реформ связана с необходимостью обеспечить, чтобы было больше автоматических стабилизаторов и меньше автоматических дестабилизаторов, и не только в финансовом секторе, но и во всей экономике. Например, переход от систем с установленным размером пособий к системам с установленными размерами отчислений, возможно, привел к снижению стабильности экономики.

В своих других работах я показываю, как механизмы разделения риска (особенно плохо разработанные) могут фактически вести к увеличению системного риска: существовавшее до кризиса общее представление, что диверсификация по существу устраняет риск, является просто неверным. Этот вопрос достаточно подробно исследован в этой [статье](#), а также в [данной работе](#) и в [этой](#).

## *Распределение*

**Распределение также имеет значение** — распределение между физическими лицами, между домашними хозяйствами и фирмами и между самими фирмами. Традиционно в центре внимания макроэкономической теории находятся определенные агрегированные показатели, такие как среднее отношение объема заемных средств к ВВП. Однако этот и другие средние показатели часто не дают картины уязвимости экономики.

В случае финансового кризиса эти цифры не давали нам предупреждающих сигналов. При этом на практике множество людей с наиболее низкими доходами было не в состоянии производить платежи по своим долгам, и это должно было нас предупредить о том, что что-то не так.

В целом наши модели должны отражать большее понимание неоднородности и ее следствий для экономической стабильности.

## *Основы политики*

Дефектные модели ведут не только к недостаткам в политике, но также и к использованию дефектных основ политики.

*Должна ли денежно-кредитная политика быть сосредоточена только на краткосрочных процентных ставках?*

В сфере **денежно-кредитной политики** есть тенденция считать, что центральный банк должен вмешиваться только в процесс установления краткосрочной процентной ставки. Считается, что «единая интервенция» лучше, чем множественные интервенции. Однако уже по крайней мере 80 лет прошло со времени публикации работы Рамсея, из которой мы знаем, что сосредоточение внимания лишь на одном инструменте, как правило, не является наилучшим подходом.

Сторонники подхода «единой интервенции» утверждают, что он является оптимальным, поскольку вносит наименьшие искажения в экономику. Безусловно, мы вообще используем денежно-кредитную политику (и государство вмешивается в экономику) потому, что мы не верим, что рынки сами по себе установят надлежащую краткосрочную процентную ставку. Если бы мы в это верили, то мы бы просто позволили определять эту процентную ставку свободному рынку. Странно при этом, что, хотя почти каждый руководитель центрального банка согласится, что мы должны вмешиваться в процесс установления этой цены, не всякий настолько же уверен в том, что нам следует стратегически проводить интервенции в отношении других ставок. Это положение сохраняется несмотря на то, что общая теория налогообложения и общая теория рыночных интервенций говорят нам о том, что интервенции в отношении лишь одной цены не являются оптимальными.

Когда мы в нашем анализе переключаем основное внимание на кредит и в явном виде вводим в него риск, становится понятно, что необходимо использовать сразу несколько инструментов. В самом деле, в общем случае, лучше использовать все инструменты, имеющиеся в нашем распоряжении. Монетарные экономисты часто разграничивают макропруденциальные, микропруденциальные и традиционные инструменты денежно-кредитной политики. В книге *«К новой парадигме монетарной экономики»* мы с Брюсом Гринуальдом утверждаем, что это разграничение является искусственным. Государство должно опираться на все эти инструменты, *координируя их использование.* (Я вернусь к этому чуть позже.)

Конечно, мы не можем «исправлять» каждый недостаток рынка. Однако очень крупные недостатки, проявляющиеся на макроэкономическом уровне, всегда будут требовать нашего вмешательства. Мы с Брюсом Гринуальдом показали, что наши рынки никогда не являются Парето-эффективными, если информация является несовершенной, если существует асимметрия информации или если рынки рисков являются несовершенными. А поскольку эти условия *всегда* удовлетворяются, рынки никогда не являются эффективными по Парето. Недавние исследования подчеркнули важность этих и других смежных ограничений для макроэкономики. Однако, как всегда, выводы этих значимых исследований еще предстоит надлежащим образом интегрировать либо в общепринятые макроэкономические модели, либо в общие обсуждения вопросов политики.



### *Интервенции в отношении цен и количественные интервенции*

Эти теоретические выводы также помогают нам понять, почему неверно старое представление, распространенное среди некоторых экономистов и заключающееся в том, что ценовые интервенции предпочтительнее количественных. Существует множество обстоятельств, в которых количественные интервенции ведут к лучшим экономическим результатам.

#### *Тинберген*

В некоторых кругах приобрел популярность такой подход к политике, при котором утверждается, что, когда имеется столько же инструментов, сколько и целей, экономическая система находится под контролем, а наилучшим способом управления экономикой в этих обстоятельствах является использование одного учреждения для каждой цели и инструмента. (При таком подходе центральные банки имеют один инструмент — процентную ставку и одну цель — инфляцию. Мы уже объяснили, почему не следует ограничивать денежно-кредитную политику одним инструментом.)

Проведение такого разграничения может быть полезно с ведомственных или бюрократических позиций, но с точки зрения управления экономической политикой (сосредоточенной на росте, стабильности и распределении в условиях неопределенности) оно не имеет смысла. **Должна быть координация всех вопросов и использования всех инструментов, находящихся в нашем распоряжении.** Необходима тесная координация денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. Естественное равновесие, которое сформируется в результате того, что разные люди будут контролировать различные инструменты и стремиться к различным целям, как правило, никоим образом не будет близко подходить к тому, что является оптимальным для достижения целей общества. При этом лучшая координация, а также использование большего количества инструментов, могут, например, повысить экономическую стабильность.

#### ***Использовать эту возможность, чтобы радикально преобразовать дефектные модели***

Должно быть ясно, что мы могли бы сделать намного больше, чтобы предотвратить этот кризис и уменьшить его последствия. Столь же ясно должно быть и то, что мы можем сделать значительно больше, чтобы предотвратить следующий кризис. При этом благодаря [данной конференции](#) и другим подобным ей мы по крайней мере начинаем четко понимать, в чем заключаются действительно крупные недостатки рынка, крупные макроэкономические внешние эффекты и оптимальные меры политики для достижения высоких темпов роста, большей стабильности и лучшего распределения доходов.

Чтобы добиться успеха, нам нужно постоянно напоминать себе, что рынки сами по себе не решат эти проблемы, так же как этого и не добиться за счет интервенций в

отношении одного показателя, такого как краткосрочные процентные ставки. Эти факты снова и снова доказываются историей на протяжении последних полутора веков.

При сегодняшних масштабах стоящих перед нами экономических проблем признание этого факта позволит нам воспользоваться **той огромной возможностью, которую предоставляет нам этот период экономических потрясений, именно: возможностью радикально преобразовать наши дефектные модели и, быть может, даже выйти из нескончаемого цикла кризисов.**