

Возмутительница СПОКОЙСТВИЯ



Элен Рей на территории Лондонской школы бизнеса.

**Джереми Клифт
беседует
с Элен Рей,
профессором
экономики
в Лондонской
школе бизнеса**

В ТЕПЛЫЕ дни Элен Рей любит прокатиться через Риджентс-парк на работу под белой колоннадой Лондонской школы бизнеса. Она демонстрирует свое умение управлять самокатом, пролетая по узкому коридору у своего небольшого, уставленного книгами кабинета, ловко прижимая левой ногой задний тормоз на алюминиевой раме.

«Я живу на другой стороне парка, так что это удобно, — говорит она, профессор экономики, лауреат ряда премий. — Здесь увидишь и диких цапель, и ярко зеленых попугайчиков, и множество уток. Встречаются даже черные лебеди — оказывается, они не так уж редки», — улыбается она. И действительно, пара живущих в Риджентс-парке черных лебедей, которые обычно создают пару на всю жизнь, некоторое время назад попали в заголовки мировой прессы из-за того, что служащим парка пришлось их разнимать, когда они слишком шумно ссорились в период ухаживания.

Популярный автор Насим Николас Талеб ввел термин «*черный лебедь*» для описания редких событий, которые приводят к значительным последствиям в деловом и финансовом секторах, но рассматриваются как совершенно непредсказуемые или считаются маловероятными, как черные лебеди в природе.

«Однако на самом деле, — говорит Рей, имея в виду версию Талеба, — черные лебеди — явление не такое уж аномальное. Не думаю, что сильные потрясения — очень необычное явление.

Все зависит от системы и стимулов, которые вы создаете для людей».

Изучение важных вопросов

Рей (которая живет с мужем и восьмилетней дочерью в двух реконструированных таунхаусах, которые были соединены между собой) получила известность тем, что оспаривала традиционные представления, особенно относительно международной финансовой системы, роли доллара и других важных макроэкономических вопросов. Коллеги-экономисты называют ее работу и идеи «провоцирующими» и «влиятельными».

«Меня всегда интересовали именно масштабные вопросы экономики», — говорит Рей. Она замужем за экономистом Ричардом Портесом, тоже профессором Лондонской школы бизнеса, который основал Центр исследований экономической политики, ассоциацию европейских экономистов, в 1983 году. «Нужно было провести международный макроанализ, чтобы разобраться в этом», — сказала она в интервью *Ф&Р* в Лондоне.

«Общей нитью в ее работе является то, что она всегда ищет какие-то глубинные силы, воздействующие на международную валютную систему или финансовый мир, в котором мы живем», — говорит Пьер-Оливье Гуриша, профессор Калифорнийского университета в Беркли, который, как и Рей, является гражданином Франции.

«Ее работу характеризуют терпение и целеустремленность», — говорит Филип Лейн, профессор Тринити-колледжа в Дублине. «Она разрабатывает крупномасштабные, долгосрочные проекты, которые в итоге приводят к значительному прогрессу в знаниях, не довольствуясь исследовательскими проектами исключительно для получения сиюминутного результата».

Со времени получения докторских степеней в одном, 1998, году в двух разных вузах — Лондонской школе экономики и Высшей школе общественных наук в Париже, она стала лауреатом высших европейских премий по экономике за ее наводящие на размышления исследования и стала активным сторонником более широкого продвижения женщин на ведущие экономические должности.

«Элен берет масштабные идеи и затем невероятно тщательно анализирует данные, чтобы найти ответ на эти важные вопросы, — сказал главный экономист МВФ Оливье Бланшар. — Это оптимальное сочетание, если вы хотите оставить свой след в этой профессии, и она уже оставила глубокий след», — отметил он, представляя ее на научной конференции в Вашингтоне в прошлом году.

Через награду

В числе ее наград — премия Бернсе 2006 года (как лучшему европейскому экономисту в возрасте до 40 лет в области макроэкономики и финансов) за ее исследования причин и последствий внешнеторговых и финансовых дисбалансов и интернационализации валют, а также за углубление нашего понимания финансовых кризисов.

В 2012 году она стала первым лауреатом премии Европейской экономической ассоциации имени Биргит Гродал, которая присуждается работающей в Европе экономисту-женщине за значительный вклад в экономическую профессию. А год спустя она стала первой женщиной, получившей присуждаемую раз в два года премию Ирис Янссон, разделив эту награду с другим гражданином Франции, Томасом Пикетти, известным автором книги *«Капитал в XXI веке»* о богатстве и неравенстве.

Рей получила эту премию 2013 года за ее оригинальные исследования по вопросам международных финансов, особенно определения обменных курсов и международных потоков капитала. Комитет по присуждению премии отметил, что она «проводила исследования многих важных вопросов международных финансов, которые занимают экономистов и разработчиков политики, и значительно продвинулась в их изучении».

«Именно сочетание теоретических и эмпирических аспектов делает ее работу столь актуальной для анализа политики», — заметил Лейн.

Несмотря на свое интенсивное увлечение экономической наукой, Рей говорит, что она вполне «нормальный человек», когда это касается ее интересов за пределами офиса. «Я люблю читать, я люблю слушать — в Лондоне, бесспорно, много хорошей музыки. Когда есть возможность, она также любит перебрасываться мячом со своей дочерью или ходить с ней на плавание. Я выросла в сельской местности, и поэтому люблю также совершать прогулки в лесу или в горах».

Изменение хода дискуссии

Рей, дочь инженера-строителя и учительницы, выросла в центральной Франции, в живописном рыночном городке Бриуд. Она связывает свой успех в экономике с прочными основами математических знаний, которые она получила во французской системе образования. После первой ступени высшего образования в элитном вузе в Париже она выиграла стипендию на обучение в магистратуре в Стэнфордском университете в Калифорнии. «Так что я рановато перешла в американскую систему», — говорит она. После этого Рей вернулась в Европу для работы над двумя докторскими степенями. Она преподава-

ла в ряде элитных университетов, в том числе в Принстонском университете и Лондонской школе экономики, и недолго в Калифорнийском университете в Беркли и Гарвардском университете.

Среди наиболее значимых ее работ — исследование, которое она провела совместно с Гуришша во время работы в Принстоне, относительно роли США в глобализованной финансовой системе. По словам Бланшара, эта работа «переменила ход дискуссии о дефиците счета текущих операций в США».

До недавнего мирового финансового кризиса, когда экономисты и политики беспокоились о раздувающемся дефиците счета текущих операций США, Гуришша и Рей показали, что положение США было не столь плохим, как казалось, ввиду роли страны как центра международной финансовой системы.

«Хотя США имели большой торговый дефицит, экономисты не учитывали большие доходы США в финансовой сфере от прироста стоимости капитала и изменения стоимости доллара», — сказал Гуришша в интервью *Ф&P*.

«Например, почти все иностранные обязательства США выражены в долларах, а приблизительно 70 процентов иностранных активов США — в других валютах. Таким образом, снижение курса доллара на 10 процентов повышает стоимость иностранных активов и представляет собой трансферт в размере примерно 5,9 процента ВВП США, получаемый США от остального мира. Для сравнения, дефицит торговли товарами и услугами в 2004 году составлял 5,3 процента ВВП. Так что этот прирост стоимости капитала может быть очень большим».

Как отметили Гуришша и Рей (2005), снижение курса доллара США имеет два позитивных последствия для внешнеэкономической позиции США. Оно способствует увеличению чистого экспорта и повышает долларовую стоимость активов США.

Гуришша и Рей указывают, что центральное положение США в системе обеспечивает стране, по их словам, «непомерную привилегию» (это выражение придумал в 1960-е годы в то время министр финансов Франции Валери Жискар-Д'Эстен для описания преимущества, которое давала США роль доллара как мировой резервной валюты). Непомерная привилегия, как поясняют Рей и Гуришша, возникает из-за того, что США могут заимствовать средства с дисконтом на мировых финансовых рынках и получать большие уровни дохода по своим внешним активам. Они проследили, как США постепенно повышали степень риска в своих иностранных инвестициях.

Мировой банкир, мировой страховщик

«Затем мы далее развили эти идеи, указав, что в силу своей ключевой роли США весьма похожи на страховщика для остального мира», — поясняет Рей.

После Второй мировой войны США сменили Великобританию в роли мирового банкира, эмитента главной международной валюты и поставщика международной ликвидности.

Это означало, в частности, возможность привлекать краткосрочные займы (иностранцы были готовы покупать ликвидные долларовые активы) и предоставлять долгосрочные кредиты (США предоставляли долгосрочные кредитные и инвестиционные средства иностранным предприятиям). Аналогично банку, США могли извлекать посредническую маржу из разницы между более высокой прибылью, которую они получали по своим внешним активам, и стоимостью их обязательств.

По словам Гуришша, за период с 1990-х годов Вашингтон стал более подобен мировому венчурному капиталисту. «Все это время активы США все более перетекают из долгосрочных банковских кредитов в иностранные прямые инвестиции (ПИИ), а с 1990-х годов в ПИИ и акции. При этом в их обязательствах по-прежнему преобладают банковские кредиты, торговые кредиты и долг; то есть низкодоходные, безопасные активы.

«Как следствие, баланс США все больше напоминает баланс венчурного капиталиста с прибыльными рискованными инвестициями на стороне активов. Кроме того, его коэффициент левериджа со временем заметно повысился».

Рей говорит, что во время мирового финансового кризиса они расширили это исследование и выяснили, что США резко изменили свою роль, направляя ресурсы в остальные страны мира через свой внешний портфель — причем в крупных масштабах. «По нашей оценке, только в 2008 году это составило от 13 до 14 процентов ВВП США. Так что это очень значительные объемы».

США предоставлял «что-то вроде глобального страхования для мировой экономики и остального мира, получая подобие страховой премии в хорошие времена и выплачивая возмещение в плохие времена. Именно это показывают нам данные».

«США, с одной стороны, пользуются непомерной привилегией», — говорит Рей, «но при этом, как мировой страховщик, они также несут непомерно большие обязанности во время кризиса».

Джексон-Хоул

Второе направление работы Рей ставит под сомнение другой постулат экономики — идею о том, что страны могут достичь лишь двух целей «невозможного триединства», включающего фиксированный обменный курс, открытый рынок капитала (отсутствие мер контроля за капиталом) и независимую денежно-кредитную политику (см. вставку).

Согласно этой теории, в мире со свободным потоком капитала страна может проводить независимую денежно-кредитную политику только при плавающем обменном курсе (Obstfeld and Taylor, 2004).

Хотя и страны с формирующимся рынком, и страны с развитой экономикой все больше открывают свои границы для финансовых потоков, Рей в своей авторитетной речи перед руководителями центральных банков в Джексон-Хоуле, Вайоминг, в 2013 году высказала мнение, что масштабы финансовой глобализации заставляют усомниться в этой теории.

Поскольку многие важнейшие решения принимались в центре системы (в США) и затем распространялись на остальной мир через глобализацию, страны уже не в состоянии отделить себя от курсов своих валют.

Вместо невозможного триединства мир теперь просто стоит перед дилеммой — независимая денежно-кредитная политика возможна, если, и только если, счет операций с капиталом подлжит управлению, прямо или косвенно (Rey, 2013).

«Складывается картина мира с мощными глобальными финансовыми циклами, характеризующимися значительными общими изменениями цен активов, валовых потоков и левериджа [долга]», — говорит Рей.

Всегда, когда капитал может свободно перемещаться, глобальный финансовый цикл ограничивает национальную денежно-кредитную политику независимо от валютного режима.

«Бытует представление, что если у вас гибкий обменный курс, этот курс может изолировать вас от финансовых шоков, позволяя вам проводить свою независимую денежно-кредитную политику. Именно это утверждают сторонники таргетирования инфляции. Но если имеет место глобальный финансовый цикл, как я пытаюсь показать, это может быть не так: ваш обменный курс не может вас изолировать — вы не можете отделиться», — говорит Рей.

«Если она права, — говорит Гуришша, — то нам придется переосмыслить руководящие принципы управления денежно-кредитной политикой в открытой экономике».

«В каком-то смысле это скорее программа дальнейших исследований, а не уже доказанный вывод, — продолжает Гуришша. — Элен в своем выступлении в Джексон-Хоуле (и в некоторых

Что такое «невозможное триединство»?

Невозможное триединство, или «трилемма», гласит, что страна не в состоянии одновременно иметь фиксированный обменный курс, свободное движение капитала и независимую денежно-кредитную политику.

В 1962 году Британский экономист Маркус Флеминг и канадский экономист Роберт Манделл совместно разработали модель обменных курсов Манделла-Флеминга, отметив, что невозможно сочетать независимую внутреннюю политику, фиксированные обменные курсы и свободные потоки капитала: не более двух из этих целей могут быть достигнуты одновременно.

Впоследствии теория невозможного триединства, озвученная в 1990-е годы экономистами Морисом Обстфельдом и Аланом Тейлором, стала одной из основ открытой экономики.

На самом общем уровне директивные органы в странах с открытой экономикой (то есть тех, которые покупают и продают товары и услуги и капитальные активы на мировых рынках с минимальными барьерами для торговли) сталкиваются с макроэкономической трилеммой. Как правило, они имеют дело с тремя нередко желательными, но противоречащими друг другу целями: стабилизировать обменный курс, пользоваться свободным международным движением капитала и проводить денежно-кредитную политику, ориентированную на внутренние цели. Поскольку только две из этих трех целей совместимы между собой, директивные органы должны решить, от какой цели им следует отказаться. В этом и состоит трилемма.

своих последних работах) поднимает ряд вопросов, а не дает исчерпывающие ответы».

Бланшар отмечает значимость исследований Рей. «Это совсем другой подход по сравнению с прежним мнением, что можно себя изолировать, просто допустив плавающий обменный курс. Думаю, это в основном верно и, по-видимому, может существенно сказаться на наших представлениях о том, как, например, странам с формирующимся рынком следует реагировать на эти резкие изменения потоков капитала».

Необходимость усиления контроля

Странам, говорит Рей, следует реагировать на это, усиливая управление и надзор за международными потоками капитала, так как эти потоки приводят к дестабилизации и способствуют возникновению кризисов.

После разрушительного мирового финансового кризиса трудно определить или измерить реальные выгоды финансовой открытости и свободного движения капитала. Более того, Рей (которая пишет для французской ежедневной финансовой газеты *Les Echos*, а также входит в консультативный совет при министре финансов Франции) говорит, что выгоды от финансовой глобализации трудноразличимы.

«Триллионы долларов пересекают границы, и все же, несмотря на все наши усилия и сотни исследований, экономистам необычайно трудно установить какие-либо выгоды от этих потоков. Конечно, вполне возможно, что отдельные части этих потоков приносят большие выгоды. Также вполне возможно, что некоторые сегменты финансового сектора извлекли для себя огромную выгоду. Но для всех остальных результатом этих потоков «горячих денег» было не распределение рисков, а их создание».

Она доказывает, что если эти международные потоки капитала не приносят ощутимой пользы и даже вызывают кризисы,

то «нам нужно ограничить некоторые из них, что можно сделать посредством мер макропруденциальной политики или мер контроля за капиталом. И я согласна с мнением, что от этого будет лучше всем, кроме, может быть, некоторых элементов финансового сектора».

Меры макропруденциальной политики, которые были усилены после мирового финансового кризиса, призваны ограничить или свести к минимуму риск, возникающий внутри финансовой системы, путем заблаговременного принятия превентивных мер и совершенствования регулирования и надзора за системой в целом. «Макропруденциальная политика теперь стала очень важна, но вопрос заключается в том, будет ли она работать в условиях кризиса».

«Именно сочетание теоретических и эмпирических аспектов делает ее работу столь актуальной для анализа политики».

Недавние меры по повышению требований к капиталу для банков наряду со стресс-тестированием — шаги в правильном направлении, говорит она.

Неравномерное воздействие глобализации

Рей также занималась вопросами изменений в международной финансовой системе, включая создание евро и кризис в Европе, подъем Китая и интеграцию мировой экономики в глобальный цикл. Она входила в группу экспертов, которая выступила с рекомендациями в 2011 году о путях реформирования международной валютной системы, включая укрепление МВФ и предоставление ему возможности привлекать займы непосредственно на коммерческих рынках (Farhi, Gourinchas, and Rey, 2011). В настоящее время МВФ может заимствовать средства только у правительств стран-членов.

По словам Лейна, ее совместная работа по финансовой глобализации с Филиппом Мартеном, профессором экономики в Парижском институте политических исследований, заслуживает более пристального внимания (Martin and Rey, 2006). Мартен и Рей вместе разработали ряд моделей последствий интеграции стран с асимметричными или несбалансированными финансовыми системами (страны центра и периферии в Европе; страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком на мировом уровне).

«Элен находится в числе тех экономистов, которые формируют новые подходы к финансовой глобализации, придерживаясь более взвешенной оценки ее преимуществ, например, отмечая, что она может порождать больше финансовых кризисов в странах с формирующимся рынком», — говорит Мартен.

«То же можно сказать о роли финансовой глобализации в международных корректировках и классической трилемме. В каждом случае она по-новому рассматривала какой-то классический и принципиально важный вопрос, чтобы показать, что некоторые новые аспекты финансовой глобализации (эффекты стоимостной оценки, глобальный финансовый цикл) должны изменить наши взгляды на эти классические вопросы».

В Европе урегулирование проблемных долгов в регионе и внедрение более надежной бюджетной основы — два ключевых условия стабилизации зоны евро, говорит Рей.

«Если оставить в стороне Грецию (поскольку ситуация Греции существенно иная, чем у других стран), Европа нуждается



Черные лебеди в Риджентс-парке, Лондон, Соединенное Королевство.

в более надежной бюджетной основе. Во-первых, необходимо устранить чрезмерную задолженность, оставшуюся от кризиса. Невозможно внедрить более надежную основу, пока некоторые страны имеют отношение долга к ВВП в 130 процентов, поскольку тогда они «слишком большие, чтобы обанкротиться», а это не может внушать доверия».

На вопрос о последствиях усиления экономики Китая Рей отвечает, что самая населенная страна мира, несомненно, играет все большую роль в мировой экономике.

Однако потребуется время, чтобы валюта Китая получила хождение наряду с долларом как мировая валюта. «Китай очень быстро растет, но его финансовая инфраструктура и банковская система все еще очень слабо развиты. Поэтому должно пройти время, прежде чем юань сравняется по значению с долларом или даже опередит его.

«Это точно произойдет не завтра!»

Черные лебеди будущего

Ожидают ли нас в будущем черные лебеди? «По самому определению это что-то, о чем мы еще не думали или о чем нам мало известно», — говорит она с обезоруживающей улыбкой.

«Но есть пара вещей, которые, несомненно, тревожат: это существующие большие позиции по производным инструментам. Это в своем роде черная дыра. Может быть, это нормально, а может, нет. Мы не знаем, чем они закончатся.

«Другой вопрос, над которым многие думают, это кибербезопасность. Это растущая проблема, и мы не вполне осознаем факторы уязвимости. Но это не значит, что это черный лебедь. Риск — эндогенное явление в системе!» ■

Джереми Клифт — руководитель издательской службы МВФ и бывший главный редактор журнала «Финансы и развитие».

Литература:

Farhi, Emmanuel, Pierre-Olivier Gourinchas, and H el ene Rey, 2011, Reforming the International Monetary System (London: Centre for Economic Policy Research).

Gourinchas, Pierre-Olivier, and H el ene Rey, 2005, "From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and Exorbitant Privilege," NBER Working Paper No. 11563 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Martin, Philippe, and H el ene Rey, 2006, "Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?" The American Economic Review, Vol. 96, No. 5, pp. 1631–51.

Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor, 2004, Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth (New York: Cambridge University Press).

Rey, H el ene, 2013, "Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence" (Kansas City, Missouri: Federal Reserve Bank).