

Размышляя над прочитанным

УДК 330.3

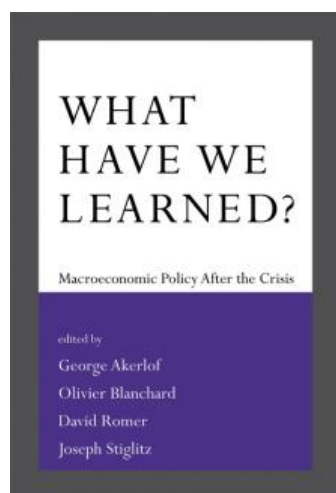
ВЫУЧЕННЫЕ УРОКИ «ВЕЛИКОЙ РЕЦЕССИИ»

© 2016 г. **О.Н. Антипина, А.А. Никифоров***

Статья поступила в редакцию 5.10.2015.

Статья содержит обзор книги, вышедшей в 2014 г. под редакцией Дж. Акерлофа, О. Бланшара, Д. Ромера и Дж. Стиглица. Авторы и редакторы этой книги обсуждают уроки «Великой рецессии» и её последствий, вопросы посткризисной монетарной политики, фискального стимулирования, макропруденциальных мер. В статье анализируются основные итоги этих дискуссий.

Ключевые слова: макроэкономика, глобальный финансовый кризис, монетарная политика, фискальная политика, макропруденциальная политика.



Глобальный экономический и финансовый кризис 2008–2009 гг. и его последствия заставили специалистов по-особому взглянуть на разные стороны макроэкономической политики. Однако, несмотря на то что новые стратегии применены на практике и достигнут определённый как теоретический, так и эмпирический прогресс, спустя пять лет контуры новой макроэкономической политики всё ещё чётко не обозначены. Тем не менее, ряд уроков «Великой рецессии» уже можно считать выученными. Так полагают авторы и редакторы коллективной монографии «Чему мы научились? Макроэкономическая политика после кризиса»^{**}, написанной по итогам дискуссий, организованных МВФ. Среди них немало ярких экономистов, работающих в США: нобелевские лауреаты Дж. Акерлоф и Дж. Стиглиц; глава ФРС Дж. Йеллен; вице-председатель ФРС С. Фишер; экономический советник и директор исследовательского департамента МВФ, а также профессор Массачусетского технологического института О. Бланшар;

* **АНТИПИНА** Ольга Николаевна – доктор экономических наук, профессор кафедры политической экономики экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. Российская Федерация, 119991 Москва, Ленинские горы, д. 1, стр. 46 (antipina@econ.msu.ru);

НИКИФОРОВ Александр Алексеевич – доктор экономических наук, профессор кафедры политической экономики экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. Российская Федерация, 119991 Москва, Ленинские горы, д. 1, стр. 46 (nikiforoff_a@mail.ru).

^{**} Akerlof G., Blanchard O., Romer D., Stiglitz J. (eds.) (2014) What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 359 p.

предсказавший кризис 2008–2009 гг. профессор Нью-Йоркского университета Н. Рубини.

По словам Дж. Акерлофа, «экономисты плохо сделали свою работу, предсказывая кризис, но посткризисная экономическая политика была близка к тому, что прописал бы внимательный экономический доктор» (р. 320). Под выученными уроками авторы книги имеют в виду не конкретные действия и решения, такие как политика количественного смягчения или определенные «за» и «против» применения фискальных стимулов, а сформировавшиеся новые базовые принципы, которые в будущем могут быть использованы в макроэкономической политике.

Остановимся подробнее на некоторых из них.

Какие теоретические уроки не следует забывать?

«Среди причин возникновения кризисной ситуации были не только проблемы и трудности, связанные с предотвращением и прогнозированием спада, но и отсутствие должной реакции на данный спад, а также то, что многие из господствующих моделей использовали специальные предпосылки, которые привели к формированию представлений о том, что рынки эффективны, стабильны и саморегулируются», – отмечает Дж. Стиглиц (р. 335). Отсюда – главный урок, который должен быть усвоен: рынки по природе своей не обязательно являются эффективными, стабильными и саморегулирующимися. Современное обоснование этого утверждения базируется на трёх аргументах.

Аргумент первый: «несовершенства рынка», связанные с неполнотой информации и её асимметрией, наличием рисков, играют важную роль в любой экономике, даже самой развитой, однако недооцениваются многими членами ныне действующих органов регулирования и сторонниками дерегулирования.

Аргумент второй: модели, построенные на экзогенных шоках, ввели в заблуждение и теоретиков, и практиков. «Они были сосредоточены на *экзогенных* шоках как источниках потрясений, приводящих к колебаниям, хотя весьма очевидно то, что значительная часть колебаний в экономике, включая такие, которые приводят к подъёмам и спадам, являются *эндогенными*», – подчёркивает Дж. Стиглиц (р. 336). «Мыльный пузырь» и его разрыв на рынке недвижимости, как и множество «пузырьков», которые предшествовали ему, были порождениями самого рынка. При этом господствующие макроэкономические модели игнорировали уровень рыночной нестабильности в докризисном периоде.

Аргумент третий: экономика не в полной мере подвержена самостоятельной коррекции. Существуют рыночные механизмы, которые могут сами по себе усугублять ситуацию в условиях экономического спада. К примеру, появление безработицы вызывает снижение ставки реальной заработной платы; более низкие ставки реальной зарплаты приводят к сокращению совокупного спроса; сократившийся совокупный спрос ведёт к ещё большей безработице. Следствием этих процессов неизбежно должно стать государственное вмешательство с целью восстановления экономики.

Если бы эти аргументы были неверны, то примерно при тех же объёмах человеческих ресурсов, капитала и природных богатств, которые экономики имели в докризисный период, они легко могли бы достичь докризисного уровня ВВП, не говоря уже о возвращении на траекторию экономического роста. «В фундаментальном смысле кризис ещё не полностью преодолён, и не суще-

ствуется адекватной экономической теории, которая объясняет, почему всё происходит так, как происходит» – таково мнение Дж. Стиглица (р. 337). Следовательно, необходимо углубить исследования о том, какие экономические пути ведут к росту, стабильности и социальному развитию.

Чем должны заниматься центральные банки в посткризисных условиях?

Пересмотр макроэкономической политики центральных банков означает смену подхода, предполагавшего преимущественное использование одного инструмента (регулирование учётной ставки) для достижения одной цели (целевого уровня инфляции), на другой, с большим количеством инструментов и целей.

Во-первых, центральным банкам предстоит ориентироваться на таргетирование уровня выпуска в гораздо большей мере, чем они это делали прежде. Дело в том, что произошедшие во время кризиса и после него макроэкономические изменения заставили специалистов задаться новыми вопросами вокруг «старой» проблемы соотношения между инфляцией и выпуском. Традиционно центральные банки фокусировались на уровне инфляции, следуя убеждению о «пророческом совпадении», идее о том, что, стабилизируя уровень инфляции, денежно-кредитная политика будет способствовать высокому уровню деловой активности, максимально приближающему фактический выпуск к потенциальному (допуская возможность небольших колебаний). Однако с началом кризиса соотношение между уровнями инфляции и выпуска в развитых странах стало существенно отличаться от того, которое наблюдалось до кризиса. Наряду с сокращением уровня выпуска и резким ростом безработицы во всём мире (которые вполне нормальны для периода циклического спада), экономисты ожидали также существенного уменьшения уровня инфляции, а в некоторых случаях даже появления дефляции. Но развитые экономики (даже те, в которых сокращение уровня выпуска было особенно стремительным) продемонстрировали инфляционные темпы, сравнимые с докризисными показателями.

Следуя логике, можно предложить два объяснения этому феномену: либо уровень потенциального выпуска сократился в той же мере, что и уровень фактического выпуска, либо соотношение между этими по-прежнему разными величинами существенно изменилось.

Касательно первого предположения, не исключено, что кризис способствовал понижению уровня потенциального выпуска. Могло быть и так, что уровень фактического выпуска, поддерживаемый до кризиса, к примеру, «мыльными пузырями» в некоторых секторах (в частности, в США на рынке недвижимости), был выше потенциального, но небольшой разрыв между ними объясняет, почему уровень инфляции остался стабильным. Тем не менее, в действительности очень непросто обосновать, почему естественный уровень безработицы после кризиса должен быть значительно выше, чем до кризиса. И хотя оценка потенциального уровня выпуска является нетривиальной задачей, почти все исследования в этой области указывают на то, что разрыв между фактическим и потенциальным уровнем выпуска в развитых странах очень велик.

Это подводит нас ко второму предположению. Действительно, существуют убедительные доказательства того, что взаимосвязь между инфляцией и безработицей подверглась изменениям. Причинами тому послужили два фактора:

1) стабильно низкие инфляционные ожидания, частично вызванные выросшим за последние десятилетия доверием к денежно-кредитной политике. Само по себе это было бы очень позитивным изменением, которое объясняло бы, почему большой разрыв между фактическим и потенциальным уровнем выпуска ведёт к более низкому, но стабильному, а не постоянно понижающемуся уровню инфляции;

2) более слабая корреляция между разрывом ВВП (разницей между фактическим и потенциальным совокупным выпуском) и инфляцией при заданном ожидаемом уровне инфляции. Это было бы тревожно, поскольку указывало бы на то, что стабильно высокие темпы инфляции могут совпадать с большими разрывами между фактическим и потенциальным уровнем выпуска.

Вопрос, который встаёт перед творцами денежно-кредитной политики, может быть сформулирован так: является ли ослабление этой корреляции результатом кризиса и потому сойдёт на нет с течением времени или же оно свидетельствует о долговременном тренде? Некоторые данные позволяют утверждать, что этот феномен отчасти был вызван кризисом. Например, тот факт, что в период низкой инфляции гибкость уровня номинальной заработной платы к понижению уменьшается. Однако стоит признать и то, что часть влияния на ослабление этой корреляции, вероятно, оказывают и долговременные тренды, которые можно отследить и в докризисном периоде. Всё это будет означать, что истинность принципа «пророческого совпадения» окажется под сомнением, и несмотря на то что, по словам Дж. Йеллен, «Комитет по операциям на открытом рынке ФРС многие годы старается определить такой целевой уровень инфляции, при котором не отдавалось бы явного предпочтения ценовой стабильности в ущерб достижению полной занятости» (р. 31), монетарным властям придётся заниматься таргетированием уровня выпуска более тщательно, чем раньше.

Во-вторых, центральные банки должны принять более активное участие в обеспечении финансовой стабильности в экономике. Кризис наглядно показал, что низкий уровень инфляции и фактический выпуск, близкий к потенциальному, не гарантируют устойчивой ситуации в экономике в целом. Даже во времена «Великой умеренности» (*Great Moderation* – период макроэкономического спокойствия, царивший в США с 1980-х годов) назревали финансовые угрозы, рос дисбаланс экономических секторов, что в конечном счёте привело к кризису. Именно поэтому специалисты отстаивают идею о том, что манипулирование учётной ставкой должно оставаться наиболее предпочтительной стратегией борьбы с «мыльными пузырями». Проблема в данном случае (как показал кризис 2008–2009 гг. и предшествующие ему кризисы) будет заключаться в трудности их своевременного обнаружения. Центральным банкам придётся реагировать на крупные сдвиги в ценах на активы, не имея понятия о том, являются они результатом формирования «мыльного пузыря» или вызваны фундаментальными изменениями на рынке. Одна из возможных стратегий предполагает фокусирование только на наиболее опасных «мыльных пузырях», например, на тех, которые финансируются с помощью банковских кредитов.

В-третьих, для экономик с сегментированными рынками (когда имеются существенные различия между скорректированными на риск ценами местных и зарубежных активов) и выраженной финансовой нестабильностью центральным банкам стоит рассмотреть создание расширенной базы контроля, в кото-

рой учётная ставка используется для регулирования уровня инфляции, а валютные интервенции – для регулирования курса валюты.

Кризис в очередной раз показал, что международные потоки капитала могут быть крайне нестабильными. Эта нестабильность не составляет большую проблему для развитых экономик, однако малые масштабы финансовых рынков, большая открытость, доверие иностранным активам, низкая диверсификация реального сектора делают экономики с развивающимися рынками подверженными негативным последствиям нестабильности потоков капитала.

Такая нестабильность может серьёзно повлиять на макроэкономическую стабильность как прямо (через средства на текущих счетах и совокупный спрос), так и косвенно (через платёжный баланс и, таким образом, финансовую стабильность). Когда курс национальной денежной единицы укрепляется из-за притока иностранной валюты, отечественные товары теряют конкурентоспособность, что потенциально приводит к такому размещению ресурсов капитала и труда, которое будет сложно изменить в случае «пересыхания» потока капитала и падения курса национальной валюты. Эти вложения также провоцируют рост количества кредитов и заставляют контрагентов все больше полагаться на заграничные источники средств.

В-четвёртых, центральным банкам следует научиться работать в условиях «нулевого ограничения» или ловушки ликвидности, когда уровень номинальной ставки процента опускается почти до нуля, что делает невозможным стимулирующее воздействие на экономику через снижение ставки процента. «Многие центральные банки после кризиса считают проблематичным обеспечение подходящих монетарных стимулов после того, как процентная ставка упала ниже минимального эффективного уровня», отмечает Дж. Йеллен (р. 32).

Политика количественного смягчения может быть представлена как комбинация политики целевого смягчения, которая состоит в покупке Центральным банком финансовых активов без изменения денежной массы (например, покупка казначейских билетов, финансируемая за счёт продажи краткосрочных активов) и традиционной денежно-кредитной политики по расширению денежной массы (например, покупка краткосрочных активов на деньги Центрального банка). Вопрос заключается в том, является ли такая мера эффективной в условиях «нулевого ограничения». Если эта политика и способна возыметь действие, то лишь благодаря низким будущим номинальным ставкам процента или же высокой будущей инфляции (ловушка ликвидности делает высокую инфляцию желанным исходом, поскольку она ведёт к снижению ожидаемых реальных процентных ставок). Похожего результата можно добиться другим способом, а именно с помощью посылы Центральным банком определённых сигналов рынку о возможных направлениях его политики. Обещания, данные таким образом (например, о намерении поддерживать краткосрочные ставки на низком уровне в течение какого-то периода времени или до тех пор, пока сохраняется определённая экономическая ситуация), как показывает практика, существенно повлияли на долгосрочные ставки процента как в США, так и в Канаде. Что касается будущей денежно-кредитной политики, не скованной «нулевым ограничением», то она также вполне может пользоваться этим инструментом.

В-пятых, во избежание кризиса ликвидности центральным банкам следует предоставлять ликвидность не только коммерческим банкам, но и организациям, не работающим с вкладами, а также (прямо и косвенно) государствам. Однако

привлечение небанковских учреждений связано с некоторыми проблемами. Например, как и в случае с банками, возникает проблема, каким образом отличить нехватку ликвидности от неплатёжеспособности. Для небанковских учреждений этот вопрос стоит особенно остро, поскольку речь идёт о потенциально нерегулируемых институтах, которые не находятся в ведении Центрального банка. Существует также проблема морального риска, поскольку обещание (или ожидание) поступления ликвидности будет мотивацией для заблаговременного накопления низколиквидных портфелей, что увеличивает вероятность наступления кризиса ликвидности. Проблема усугубляется в случае оказания не прямой поддержки (например, через покупку государственных облигаций на вторичном рынке), поскольку в этом случае, в отличие от прямой поддержки банков, очень сложно (если вообще возможно) пресечь недобросовестные действия. Для смягчения этих рисков могут использоваться методы «финансовой стрижки» (финансирование под залог активов в размере меньшем, чем реальная стоимость этих активов) и соблюдение определённых условий, необходимых для получения кредита, но полностью избавиться от них невозможно даже такими способами. Поэтому в периоды кризиса подобные меры вторичны по отношению к необходимости стабилизировать экономику.

Фискальная политика: как справиться с проблемой государственного долга?

В период кризиса, когда денежно-кредитная политика попала в ловушку ликвидности, правительства использовали фискальные стимулы для поддержания совокупного спроса и предотвращения превращения «Великой рецессии» в «Великую депрессию». Однако после того как опасность усугубления ситуации миновала, они обнаружили возросший уровень государственного долга (который был вызван не столько использованными фискальными стимулами, сколько снижением доходов экономических субъектов из-за рецессии). Если в начале кризиса отношение «государственный долг / ВВП» для экономик развитых стран составляло около 60% при считавшихся нормальными 40%, то к концу 2012 г. его средняя величина достигла 100% и продолжала увеличиваться.

Типичные последствия высокого государственного долга давно известны. Кризис выявил ещё одну потенциальную проблему: ситуацию множественности равновесий на фоне высокого уровня долга. Эту ситуацию О. Бланшар поясняет так: «При высоких уровнях долга могут возникнуть два равновесия: “хорошее равновесие”, при котором ставки низки и долг находится на устойчивом уровне, и “плохое равновесие”, при котором ставки высоки, и в результате процентное бремя и вероятность дефолта выше» (р. 325).

Теоретически центральные банки способны предотвратить неблагоприятный исход установления «плохого равновесия», предоставив правительствам ликвидность в случае необходимости, а иногда просто пообещав сделать это. Однако зачастую требуется очень серьёзное вмешательство. Ввиду проблемы разграничения между нехваткой ликвидности и неплатёжеспособностью и того факта, что государства (в отличие от банков) не могут предоставить активы под финансовое поручительство, риск центральных банков может быть очень велик.

Итак, кризис сделал очевидными два вывода, актуальных для фискальной политики.

Первый: уровни государственного долга, считавшиеся безопасными до кризиса, на самом деле таковыми не являются. За увеличением соотношения «государственный долг / ВВП» могут скрываться существенные обязательства, о наличии которых не подозревают не только инвесторы, но иногда даже и правительства. Из этого следует, что экономистам необходимо разработать более точные способы измерения уровня государственного долга, а также уменьшить приемлемый уровень соотношения «государственный долг / ВВП».

Второй: утверждение о том, что фискальная политика играет лишь незначительную роль в сглаживании циклических колебаний, требует пересмотра. Опираясь на исследования, проведённые под эгидой МВФ, и дюжину эконометрических или статистических работ о фискальных стимулах в США в 2009 г., Н. Рубини утверждает: «Фискальные стимулы эффективны для стимулирования экономического роста, особенно после финансового кризиса, когда экономика очень вялая и находится в ситуации ловушки ликвидности; напротив, активная фискальная консолидация негативно влияет на рост» (р. 213). Однако выявление динамических эффектов воздействия фискальной политики на уровень выпуска проблематично, поскольку это воздействие зависит от множества факторов, включая состояние экономики, метод фискальной корректировки, вид применяемых мер (временные или постоянные), а также ответные действия денежно-кредитной политики.

На проблематичность идентификации этого влияния явно указывает тот факт, что докризисные эмпирические оценки фискальных мультипликаторов сильно разнились. На ранних стадиях кризиса одни эксперты высказывали мнение, что оптимистичный настрой экономических агентов способен преодолеть негативные эффекты снижения бюджетных расходов или увеличения налогов и привести к «экспансионистской фискальной консолидации»^{*}. Другие же считали, что в условиях ослабления финансового посредничества и более жёстких финансовых ограничений у фирм и домохозяйств, а также благодаря тому, что усилия денежно-кредитной политики были сосредоточены на предотвращении попадания в ловушку ликвидности, эффект мультипликатора значительно усилится по сравнению с докризисным этапом. Проведённые исследования позволяют утверждать, что эффект мультипликатора действительно был сильнее обычного, особенно в начале кризиса (в частности, Дж. Акерлоф утверждает, что «мультипликатор государственных расходов в США примерно равен 2» – р. 319), а эффект оптимистичного настроения, напротив, не проявил себя.

Так или иначе, ввиду высокого уровня накопленного долга первостепенную важность после кризиса приобрело решение о скорости фискальной консолидации, которое зависит от двух факторов. Во-первых, от степени опасности, исходящей от текущего уровня долга в связи с низкими темпами экономического роста и растущей вероятности дефолта. Во-вторых, от того, каким образом консолидация повлияет на восстановительный рост в коротком периоде при текущем состоянии экономики и избранном для проведения консолидации пути.

В действительности многие страны, затронутые кризисом, не имели особого выбора: скорость консолидации была определена под давлением рынка и

^{*} Под фискальной консолидацией понимается процесс сокращения бюджетного дефицита, наращенного в период кризиса, либо за счёт увеличения доходов, или сокращения бюджетных расходов.

различия в скорости консолидации во многом объяснялись разницей между уровнями доходности государственных облигаций.

В этой связи необходимо обратить внимание на некоторые основополагающие черты будущих мер фискальной политики. Для того чтобы восстановить доверие общественности к финансовой системе (которой предстоит долгий путь по сокращению государственного долга до приемлемого уровня), необходимо разработать реалистичный план фискальной консолидации, ориентированный на среднесрочную перспективу. Комплекс мер по консолидации должен предполагать незамедлительное начало реформ, таких как, например, повышение пенсионного возраста, которые позволят снизить расходы, но не приведут к сокращению совокупного спроса.

Необходимость управления долгом заставила политиков вновь обратиться к фискальному регулированию. Многие как развитые (в частности, Германия, Италия и Испания), так и развивающиеся страны ввели новые правила фискального регулирования или ужесточили существующие. Однако по-прежнему существует риск большого количества экономических шоков, которые способны помешать осуществлению среднесрочных планов борьбы со структурным дефицитом. Эта возможность говорит о необходимости разработать механизмы противодействия шокам, что позволило бы увеличить гибкость принимаемых мер при сохранении ориентированности на среднесрочную перспективу. К таким механизмам можно отнести:

- многолетние лимиты государственных расходов;

- отказ от циклических (например, пособия по безработице), недискреционных (например, выплаты процентов по кредитам), фискально-нейтральных (например, проекты, финансируемые Европейским Союзом) статей расходов;

- постановку целей, изменяющихся в зависимости от фазы экономического цикла, что позволило бы автоматическим стабилизаторам адекватно реагировать на циклические колебания.

Роль автоматических стабилизаторов, безусловно, также заслуживает внимания. Однако, несмотря на то что наличие действующих автоматических стабилизаторов куда лучше их отсутствия, сами по себе они не способны эффективно осуществлять фискальную политику. Во-первых, нужно отметить, что распространённое убеждение о том, будто позитивное воздействие стабилизаторов на уровень долга со временем компенсируется и сходит на нет, является верным лишь тогда, когда изменения уровня выпуска оказываются временными, а это отнюдь не просто установить. Во-вторых, стоит обратить внимание на тот факт, что эффективность автоматических стабилизаторов в каждой стране зависит от множества факторов – степени государственного вмешательства, структуры налоговых поступлений и направлений правительственных расходов, которые формируются без учёта нужд фискальной политики. По этой причине автоматические стабилизаторы могут оказаться как недостаточно, так и чрезмерно действенными.

Ещё одна проблема: если фискальная консолидация оказывается невозможной или затруднительной, а уровень государственного долга чрезвычайно высок, то каким образом стоит снижать его реальную стоимость – через реструктуризацию или через инфляцию?

В отношении реструктуризации достаточно двух коротких замечаний. Первое: на текущей стадии развития международной финансовой системы реструктуризация является трудоёмким и затратным процессом. Второе: в

отличие от ситуаций, сложившихся в прошлом в развивающихся странах, значительная часть государственного долга развитых стран принадлежит их резидентам, финансовым посредникам, резидентам стран-соседей и стран, тесно связанных с государством-должником через финансовую систему. Всё это сильно ограничивает возможности реструктуризации долга и требует максимальной осторожности, дабы не вызвать нежелательного перераспределения дохода между внутренними держателями облигаций и налогоплательщиками и избежать долговременных негативных последствий для финансовой системы.

Оказавшись перед необходимостью выплаты значительных долгов, правительства могут начать давить на центральные банки, поскольку денежно-кредитная политика способна облегчить долговое бремя многими способами. Центральные банки имеют возможность замедлить выход из процесса количественного смягчения, попридержав государственные облигации на своих полках. Они также могут задержать рост номинальных процентных ставок. На фоне роста инфляции это приведёт к тому, что оптимальные реальные ставки процента будут находиться на низком уровне в течение более продолжительного (чем могло быть) периода времени.

Действительно, в прошлом высокие темпы инфляции способствовали уменьшению государственного долга. Наиболее показательны примеры послевоенных периодов гиперинфляции, заставившие долги Германии и Японии исчезнуть как по волшебству. Менее экстремально, но всё же действительно инфляция «сработала» в США во второй половине 1940-х годов, когда она привела к отрицательным значениям реальных ставок процента и со временем способствовала снижению соотношения «государственный долг / ВВП».

Насколько эффективными могут оказаться такие меры денежно-кредитной политики? Ответ на этот вопрос зависит от того, как долго центральные банки способны удерживать реальные ставки процента на низком или даже отрицательном уровне. При допущении, что изменение номинальных процентных ставок настолько точно отражает рост инфляции, что реальные ставки процента остаются постоянными, номинальный долг будет уменьшаться. Модели, разработанные МВФ для экономик стран «Большой семерки» (G7), предполагают, что при увеличении уровня инфляции с 2% до 6% чистая сумма долга через пять лет снизится в среднем на 10% ВВП.

По мнению Н. Рубини, «если низкие номинальные ставки и отрицательные реальные ставки, вызванные монетизацией долга, позволяют провести процесс снижения долговой нагрузки плавно, снижая риски рецессии, вызванные излишней жёсткостью политики, и предотвращая разрушительный процесс реструктуризации долга или излишние затраты на меры финансового давления, контроль над капиталом и налоги на капитал, то монетизация долга представляется наименее затратным вариантом» (р. 218).

Однако необходимо помнить, что отрицательные реальные процентные ставки могут привести к перегреву экономики. Они также способны мотивировать инвесторов переориентироваться на иностранные активы, что вызовет обесценение валюты и дальнейшее ускорение инфляции. Кроме этого, часть долгового бремени будет переноситься с налогоплательщиков на держателей облигаций, что может вызвать дистрибутивные, социальные и политические проблемы. Поэтому низкий или отрицательный уровень реальных процентных ставок представляет собой, по сути, менее явную версию реструктуризации долга.

Стоит также отметить, что решения денежно-кредитной политики в такой ситуации должны находиться исключительно в ведении Центрального банка и быть свободными от политического воздействия извне. «Монетарная политика должна делать то, что необходимо экономике, вне зависимости от того, что происходит на фискальной стороне», – подчёркивает Н. Рубини (р. 216). В действительности приобретение центральными банками государственных облигаций в период кризиса происходило на фоне большого разрыва между фактическим и потенциальным уровнем выпуска и являлось, по сути, попыткой избежать дефляции и предотвратить долговой кризис. Центральным банкам стоит иметь в виду, что такие действия могут быть расценены как проявление фискального давления.

На что способны макропруденциальные инструменты?

Один из важных уроков кризиса – подтверждение того, что в недрах внешне спокойного экономического пространства, в котором инфляция может быть стабильной, а фактический уровень выпуска может быть близким к потенциальному, всё же могут назревать серьёзные опасности. Бумы в развитии секторов способны изменить структуру выпуска не в лучшую сторону, например, значительно увеличив размер инвестиций в недвижимость. Способы финансирования деловой активности (например, значительные займы со стороны фирм или домохозяйств, неудачное сочетание сроков погашения кредитов в банковском секторе, большое количество внебалансовых активов, сопряжённых с побочными рисками, и т.д.) могут повысить финансовые риски. Предсказать эффект, который окажут подобные перекосы, очень сложно.

Денежно-кредитная и фискальная политики не могут уберечь экономику от этих опасностей (по крайней мере, они не могут выступать в качестве первой линии обороны). Денежно-кредитная политика слишком широка для точечного воздействия на финансовые риски и секторальные бумы. Меры фискальной политики могут быть более целенаправленными, но её эффективность ослабляют временные лаги и политические препятствия. Эти недостатки традиционных способов макроэкономического регулирования вызвали рост интереса к макропруденциальной политике, которая претендует на роль третьей ветви экономического регулирования*.

Наиболее актуальными в этой связи представляются проблемы взаимодействия микро- и макропруденциального регулирования, а также макропруденциальной и денежно-кредитной политики.

Оба вида пруденциального регулирования (макро- и микро-) должны иметь единую основу. Однако, с одной стороны, некоторые аспекты микропруденциального регулирования (контроль жёсткости банковской конкуренции, политика расширения доступа к кредитованию, ограничение деятельности заграничных банков и т.д.) политически слишком трудны, чтобы их можно было передать в ведение независимого агентства. С другой стороны, макропруденциаль-

* Макропруденциальное регулирование – это набор контрольных мер, нацеленных на смягчение цикличности финансовой системы в целом, в особенности через использование более жёстких и изменяющихся во времени требований к достаточности капитала и более высоких стандартов ликвидности.

ные функции куда больше сродни денежно-кредитной политике, так как непопулярные проблемы, вроде тех, что связаны, к примеру, с секторальными бумагами, куда эффективнее будут решаться независимым агентством. Следовательно, один из возможных вариантов политического устройства предполагает передачу задач циклического регулирования в руки независимого агентства, имеющего доступ к макропруденциальным инструментам, а остальных – в руки микропруденциального регулятора.

Макропруденциальные инструменты можно разделить на три категории.

Первая категория – инструменты, влияющие на поведение кредиторов. К ним относятся циклические требования к капиталу и динамическое обеспечение. Циклические требования к капиталу заставляют банки аккумулировать больше капитала в период бума, чтобы создать буфер, сглаживающий потери в период кризиса. Динамическое обеспечение имеет ту же цель: оно обязывает банки в период подъёма создавать своего рода «стабилизационные запасы», чтобы смягчить последствия экономического спада.

На практике, однако, имплементация этих инструментов не так проста. Во-первых, их применение ограничено зоной регулирования. Это означает, что предъявляемые к банкам требования можно легко обойти с помощью небанковских посредников, иностранных банков и внебалансовых операций. Попытки пресечь подобные действия могут лишь увеличить количество лазеек, которыми будут пользоваться экономические агенты, дабы обойти ограничения. Во-вторых, возникает вопрос: что следует использовать в качестве непосредственного критерия цикличности – фазы экономического цикла, состояние кредитного рынка или динамику цен на активы (в частности, недвижимость)? В-третьих, ограничения не являются проциклическими в случае, если банки хранят сумму капитала, превышающую установленный минимум (как это бывает во время бумов). В-четвёртых, привычка также является проблемой: с политической точки зрения очень непросто убедить банки снизить рискованные надбавки во время кризиса (когда заёмщики наименее платёжеспособны, а банковский баланс неустойчив как никогда). Следовательно, необходимо создать чётко определённые правила, разработанные независимым институтом.

Эффективны ли эти инструменты? Однозначного ответа нет. С одной стороны, жёсткие требования к капиталу и динамическое обеспечение не смогли предотвратить бумы на кредитном рынке и рынке недвижимости. С другой – в некоторых случаях использование этих мер помогло сформировать буферы капитала, сгладившие банковские потери, и способствовало снижению фискальных издержек кризиса.

Вторая категория – инструменты, влияющие на поведение заёмщиков: коэффициент «кредит / стоимость обеспечения» (*loan-to-value ratio – LTV*) и коэффициент «долг / доход» (*debt-to-income ratio – DTI*). Эти инструменты нацелены на ограничение рисков со стороны заёмщиков. В период кризиса они способны сократить число банкротств и лишений прав выкупа заложенного имущества.

Как и в предыдущем случае, практическое применение этих инструментов осложнено. Во-первых, зону их функционирования тяжело вынести за пределы сектора домашних хозяйств. Во-вторых, попытки их обойти связаны с большими рисками для экономической стабильности. В частности, они способны привести к формированию такой структуры пассивов, которая затрудняет расчёты по обязательствам в случае спада (например, коэффициент обеспече-

ния может мотивировать экономических агентов брать ипотечные кредиты под залог одного и того же имущества несколько раз). Не исключено, что попытки избежать регулирования могут заставить домохозяйства обратиться за ссудами к небанковским структурам (менее регулируемый сектор экономики) и иностранным банкам, что в перспективе может вызвать валютные диспропорции и рост займов в иностранной валюте. К нежелательным исходам также относится ситуация, при которой собственность домохозяйств используется мелкими предпринимателями в качестве залога для коммерческих кредитов.

Однако эти меры имеют большой потенциал. К примеру, в условиях быстрого роста цен на недвижимость, ограничения *LTV* и *DTI* способны сглаживать последствия бумов, а также снижать риски финансовой нестабильности и замедленного экономического роста в посткризисный период.

Третья категория – инструменты по контролю над потоками капитала, нацеленные на борьбу с рисками, исходящими от нестабильности потоков капитала.

Хотя эти инструменты используются с давних пор, их результативность неоднозначна. В последние годы специалисты МВФ придерживаются мнения, что, если поток капитала оказывает негативное влияние на финансовую или макроэкономическую стабильность, меры по контролю над капиталом могут оказаться очень эффективными, особенно в комбинации с макропруденциальными инструментами. Аргументы в пользу этой точки зрения схожи с теми, которые обычно приводятся в адрес интервенций на валютном рынке. Преимуществом контроля над капиталом, по сравнению с валютными интервенциями, является способность воздействовать на отдельные потоки, но по этой же причине такое воздействие проще обойти (так как подобные меры провоцируют предоставление заведомо ложной информации о целях использования капитала).

Для того чтобы обеспечить эффективное использование рассмотренных макропруденциальных инструментов в будущем, необходимо определиться с тем, как они будут взаимодействовать с инструментами денежно-кредитной политики.

Теоретически, в идеальных условиях обеспечение макроэкономической стабильности следует отдать в ведение монетарных властей, а финансовую стабильность – макропруденциальным. Тогда, если изменение курса денежно-кредитной политики заставит предпринимателей слишком сильно или недостаточно сильно рисковать, макропруденциальные меры способны исправить ситуацию. Аналогично, денежно-кредитное воздействие имеет возможность поддерживать падение совокупного спроса в условиях ужесточения макропруденциального регулирования.

При этом одна политика не должна игнорировать несовершенства другой. Если макропруденциальное регулирование не способно обеспечить финансовую стабильность, для этой цели могут быть использованы инструменты денежно-кредитной политики, а в условиях неспособности денежно-кредитной политики справиться с негативными циклическими эффектами на территории некой страны (например, являющейся частью валютного союза или придерживающейся режима привязки валютного курса), макропруденциальные меры могут облегчить регулирование совокупного спроса.

В принципе координация усилий монетарных и макропруденциальных властей способна решить эту проблему, однако очень велика вероятность, что каждый из этих институтов будет отдавать приоритет своей основной цели.

В таком случае не зависящие друг от друга институты (Центральный банк, в ведении которого находится денежно-кредитная политика, имеющий целью стабильность цен и выпуска, и некий финансовый институт, ведающий макропруденциальной политикой и пытающийся обеспечить финансовую стабильность) вряд ли смогут скоординировать свои действия для разработки наиболее эффективных взаимовыгодных мер. Представим, к примеру, что в период рецессии Центральный банк резко понижает учётную ставку для стимулирования совокупного спроса. Опасаясь влияния количественного денежного смягчения на предпринимателей, которые с большей вероятностью будут идти на более серьёзные риски, ответственные за финансовую стабильность власти должны ужесточить макропруденциальное регулирование. Предвидя такой исход, Центральный банк может опустить учётную ставку ещё ниже. Таким образом, возникает порочный круг. В результате уровень учётной ставки и жёсткость макропруденциального регулирования сильно отклоняются от уровня, который мог бы быть достигнут при наличии кооперации ответственных за эти виды политики институтов.

Отсюда очевидным выглядит решение об объединении этих властей, однако такое слияние имеет свои издержки.

Во-первых, Центральному банку будет сложнее убедить общественность в том, что ему удастся контролировать инфляцию (и таким образом «привязать» ожидания рыночных агентов к её определённому уровню), если достижение этой цели будет мешать достижению других. Это один из приведённых выше аргументов за передачу пруденциального надзора от центральных банков к ведомствам, отвечающим за финансовую стабильность.

Во-вторых, такое объединение поднимает политические проблемы. Независимость Центрального банка во многом возможна из-за наличия чёткой цели (инфляция) и набора довольно простых инструментов (операции на открытом рынке и манипуляции учётной ставкой). Измеримость целевого показателя обеспечивает отчётность, что в свою очередь делает операционную независимость института более приемлемой с политической точки зрения. Цели макропруденциальной политики несколько более запутаны, а потому трудноизмеримы. Тому имеется несколько причин. Первая: у макропруденциальной политики есть много промежуточных целей, таких как рост банковского кредитования, повышение эффективности использования заёмных средств, рост цен на активы и т.д. Вторая: сложность понимания взаимосвязи между целями макропруденциальной политики и целью достижения финансовой стабильности. Третья: определение финансовой стабильности и её приемлемого уровня является нетривиальной задачей. К примеру, резкое увеличение учётной ставки в прошлом можно оправдать, продемонстрировав, что инфляция в текущем периоде находится на целевом уровне, но могла бы превысить его в случае бездействия. В то же время ужесточение макропруденциального контроля, предотвратившее финансовый кризис, вполне можно обвинить в неуместности, поскольку избежание спада в ретроспективе неочевидно. Четвёртая: целенаправленный характер макропруденциальных мер, способный спровоцировать формирование политической оппозиции. В частности, молодые жители новостроек могут яро воспротивиться снижению максимально допустимого уровня коэффициента «кредит / стоимость обеспечения». По этим причинам необходимость предоставления независимости макропруденциальным властям значительно труднее обосновать. Противники идеи централизованной власти беспо-

коятся из-за того, что политическое воздействие на решения в макропруденциальной сфере подрывает независимость монетарного управления*.

* * *

Подводя итоги, следует отметить, что контуры посткризисной макроэкономической политики все ещё остаются нечёткими. Самое важное, по мнению Д. Ромера, это минимизировать шансы повторения «Великой рецессии». «Первые шаги и ранние уроки» – далеко не то, к чему мы должны стремиться. Необходимо определить и провести «глобальные структурные изменения в деятельности нашей финансовой системы, а также переосмыслить основы макроэкономической политики» (р. 333). Роли денежно-кредитной, фискальной и макропруденциальной политики будут видоизменяться, что в ближайшем будущем, как считают авторы сборника, может привести к двум возможным исходам. Менее радикальный результат предполагает возврат к гибкому инфляционному таргетированию, слабую роль фискальной политики в достижении макроэкономической стабильности и ограниченное использование макропруденциальных инструментов по причине их сложности и наличия политических препятствий. Более радикальный исход предполагает формирование у центральных банков широкого спектра задач, связанных с макроэкономической и финансовой стабильностью, а также активное использование многочисленных денежно-кредитных и макропруденциальных инструментов и более активную роль фискальной политики.

Какой из прогнозов окажется верным, будет известно только по результатам многочисленных экспериментов, сопряжённых с потерями от неверных решений, но нацеленных на успешное решение существующих проблем.

Lessons Learned from the Great Recession

(USA ❖ Canada Journal, 2016, no. 2, p. 74-87)

Received 5.10.2015

ANTIPINA Olga Nikolaevna, Lomonosov Moscow State University, 1-46, Leninskie Gory, Moscow, 119991 Russian Federation (antipina@econ.msu.ru);

NIKIFOROV Aleksandr Alekseyevich, Lomonosov Moscow State University, 1-46, Leninskie Gory, Moscow, 119991 Russian Federation (nikiforoff_a@mail.ru).

*The article contains a review of the collective monograph edited by G. Akerlof, O. Blanchard, D. Romer, J. Stiglitz and published in 2014. The contributors and editors of this book consider the lessons learned from the Great Recession and its aftermath. They also discuss post-crisis questions about monetary policy, fiscal stimulus, macroprudential tools. This article offers the main results of their discussions. **Keywords:** macroeconomics, global financial crisis, monetary policy, fiscal policy, macroprudential policy.*

About the authors:

ANTIPINA Olga Nikolaevna, Doctor sci. (econom.), professor, chair of political economy, Department of Economics;

NIKIFOROV Aleksandr Alekseyevich, Doctor sci. (econom.), professor, chair of political economy, Department of Economics.

* Примером для подражания в этой связи может послужить Великобритания, где существует Комитет по денежно-кредитной политике (*Monetary Policy Committee – MPC*) и Комитет по финансовой политике (*Financial Policy Committee – FPC*), входящие в состав Банка Англии.