

ПЕРЕОСМЫСЛИВАЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКУЮ ПОЛИТИКУ

Оливье БЛАНШАР

советник по экономике,
директор исследовательского
департамента МВФ

Джованни ДЕЛЛ'АРИЦЦИА

советник исследовательского
департамента МВФ

Паоло МАУРО

руководитель направления департамента
фискальных проблем МВФ

Оικονομία • Πολιτικά

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

Введение

Наблюдавшееся с начала 1980-х годов устойчивое сглаживание делового цикла было весьма заманчиво объявить своей — экспертов по макроэкономике и политиков — заслугой, признав себя корифеями в вопросах осуществления макроэкономической политики. И мы перед этим искушением не устояли. Современный же кризис однозначно требует пересмотра наших прежних оценок.

Именно это мы и попытались сделать в данной статье. Она состоит из трех частей. В первой содержится критический обзор того, что, как нам казалось, мы знаем. Во второй представлено то, в чем мы ошибались. В третьей — наиболее гипотетической из трех — предпринята первая попытка наметить приблизительные контуры новой макроэкономической политики.

Прежде чем начать — одна небольшая ремарка: статья посвящена главным образом общим принципам экономической политики. Как трансформировать эти общие принципы в конкретные рекомендации для развитых государств, развивающихся рынков (*emerging markets*) и развивающихся стран — тема будущих исследований.

Кроме того, в статье практически отсутствует анализ ряда актуализированных кризисом общих вопросов — от организации международной валютной системы до общей структуры финансового регулирования и надзора; авторы затрагивают их лишь в той мере, в какой они непосредственно связаны с заявленной темой.

1. То, что, как нам казалось, мы хорошо знаем

В несколько упрощенном виде (более развернутая картина будет представлена ниже) наши представления состояли в следующем: мы считали единственной целью монетарной политики контроль инфляции, а единственным инструментом ее проведения политику учетной ставки процента. Предполагалось, что до тех пор, пока уровень инфляции остается стабильным, спад производства будет сохраняться на стабильно низком уровне и, следовательно, монетарная политика будет выполнять свою главную функцию. Фискальная политика мы отводили второстепенную роль, считая существенным ограничителем ее фактической результативности политические факторы. Что касается финансового регулирования, то оно, как нам представлялось, по большей части вообще лежит за рамками макроэкономической политики.

Следует, правда, признать, что эти представления были более характерны для научной среды; что касается политиков, то они руководствовались в своей деятельности более прагматичными соображениями. Тем не менее господствующий консенсус сыграл важную роль в разработке экономической политики и формировании институтов. Рассмотрим высказанные положения более подробно, внося в них необходимые коррективы.

Единственная цель: стабильная инфляция

Поддержание инфляции на стабильно низком уровне представлялось нам главной — если не единственной — задачей центробанков. Это стало результатом совпадения двух факторов: во-первых, желания работников центробанков поддерживать репутацию людей, занимающихся главным образом инфляцией, а не деловой активностью (и их стремления в начале анализируемого периода обуздать инфляцию, достигшую в 1970-х годах высоких значений), и, во-вторых, теоретического обоснования политики таргетирования инфляции в виде новой кейнсианской модели. Согласно классической версии этой модели, стабилизация инфляции действительно является оптимальной политикой, позволяющей обеспечить нулевой спад производства (определяется по отклонению от его уровня, достигаемого при отсутствии номинальных ограничений, что оказывается наилучшим возможным результатом деятельности, учитывая присущие рыночной экономике несовершенства¹).

Это совпадение, названное сверхъестественным, означало, что, даже когда политики действительно очень серьезно озабочены интересами бизнеса, максимум, что они могут сделать — это поддерживать инфляцию на стабильном уровне. Сказанное верно, когда на экономику воздействуют «животные инстинкты», другие шоковые воздействия на потребительские предпочтения, технологические шоки или даже изменения цен на нефть. Однако это совпадение оказалось несостоятельным применительно к новым, дополнительным несовершенствам и отклонениям от классической теории; тем не менее основная идея оставалась прежней: стабильный уровень инфляции — это хорошо как само по себе, так и в отношении хозяйственной деятельности.

На практике эта риторика выходила за пределы реальности. Лишь немногие центробанки — если таковые вообще были — занимались исключительно инфляцией. Большинство же из них проводили политику «гибкого таргетирования инфляции», то есть возврата инфляции на заданный фиксированный уровень, однако не мгновенно, а спустя некоторый период времени. Большинство

¹ Blanchard O., Jordi G. Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model // Journal of Money, Credit, and Banking. 2007. Vol. 39. No 1. Supplement. P. 36—65.

центробанков вводили поправку на инфляцию пиковых значений, вызванную, к примеру, растущими ценами на нефть в условиях устойчивых инфляционных ожиданий. Многие из них обращали внимание на цены активов (цены на жилье, курсы акций, валютные курсы) независимо от их влияния на инфляцию и проявляли заинтересованность к внешней устойчивости и к рискам, связанным с сальдированием. Однако делали они это с некоей опаской и, как правило, подвергались серьезному общественному осуждению.

Низкая инфляция

Постепенно достигалось все большее согласие по поводу того, что инфляция должна быть не только стабильной, но и очень низкой (большинство центробанков избрали для нее ориентир приблизительно 2%)². Это спровоцировало полемику о такой потенциальной угрозе низкой инфляции, как попадание в ловушку ликвидности: более низкой средней инфляции соответствует более низкая средняя номинальная ставка процента, а с учетом нижнего предела номинальной ставки (равного нулю) — чем меньше допустимое снижение учетной ставки, тем меньше возможности экспансионистской монетарной политики в случае неблагоприятного шока. Тем не менее считалось, что опасность, которую влечет за собой низкий уровень инфляции, незначительна. Формальный довод состоял в том, что поскольку центробанки могут проводить политику наращивания номинальной денежной массы, а следовательно, более высокого уровня инфляции в будущем, то они соответственно имеют возможность повышать будущие инфляционные ожидания, снижая таким образом ожидаемую реальную ставку процента в будущем и стимулируя деловую активность в настоящем³. К тому же, в мире незначительных шоков 2-процентная инфляция выглядела достаточно надежной «подушкой», позволяющей пренебрегать нулевым ограничителем. Таким образом, в центре внимания находились поддержание инфляции на заданном уровне и способность центробанков влиять на инфляционные ожидания.

Ловушки ликвидности времен Великой депрессии, для которых было характерно сочетание значительной дефляции с низкими номинальными ставками, казались делом прошлого, отражением ошибок экономической политики, которых сегодня можно избежать. Японский опыт 1990-х годов с его дефляцией, нулевой учетной ставкой и затяжным периодом стагнации в определенной степени нарушал выстроенную систему. Однако его быстро предали забвению, сочтя отражением неспособности или нежелания японского центробанка проводить последовательный курс на рост денежной массы и инфляции, что усугублялось слабым прогрессом в других направлениях. (Справедливости ради следует отметить, что этот японский опыт был учтен ФРС, перед которой в начале 2000-х годов серьезно стояла проблема дефляционных рисков⁴.)

Единственный инструмент: учетная ставка

Монетарная политика все более фокусировалась на использовании единственного инструмента — учетной ставки процента, то есть ставки процента по

² Romer D., Romer Ch. The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy // Rethinking Stabilization Policy / Federal Reserve Bank of Kansas City. 2002.

³ Eggertsson G., Woodford M. The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy // Brookings Papers on Economic Activity. 2003. No 1. P. 139—233.

⁴ Bernanke B., Reinhart V., Sack B. Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment // Brookings Papers on Economic Activity. 2004. No 2. P. 1—100.

краткосрочным кредитам, на которую центробанк может непосредственно влиять, проводя соответствующие операции на открытом рынке. В основе этого выбора лежат два допущения. Согласно первому монетарная политика фактически осуществлялась через ставку процента и цены активов, а не посредством прямого воздействия на денежные агрегаты (единственным исключением из этого правила является официальная политика двух опор (*two-pillar*) европейского Центробанка, который уделял основное внимание общему объему кредита в экономике, зачастую подвергаясь критике экспертов за отсутствие должного теоретического обоснования). Второе допущение состояло в том, что все ставки процента и цены активов связаны через операции на рынке ценных бумаг. Поэтому долгосрочные ставки задавались соответствующими средневзвешенными, скорректированными на риск краткосрочными фьючерсными ставками, а цены активов — базовыми макроэкономическими показателями, скорректированными на риск текущей дисконтированной стоимости платежей активов по каждому. При этих двух допущениях необходимо воздействовать только на текущие и будущие ожидаемые краткосрочные ставки; все остальные ставки и цены меняются вслед за этим. И это можно делать используя — явно или не явно — транспарентное, предсказуемое правило (именно поэтому лейтмотивом монетарной политики в последние два десятилетия остаются транспарентность и предсказуемость), например правило Тейлора, согласно которому учетная ставка является производной текущей экономической конъюнктуры. Интервенции более чем на одном рынке (скажем, на краткосрочном и на долгосрочном рынках облигаций) в этом случае либо избыточны, либо алогичны.

При соблюдении этих двух допущений специфика финансового посредничества крайне малозначима. Исключение, однако, было сделано для банков (точнее — для коммерческих банков), которые рассматривались как особые в двух отношениях. Во-первых (чаще в теоретической литературе, чем при осуществлении монетарной политики), банковский кредит считался особым, заменить который другими видами кредита непросто. Следствием этого стал акцент на «кредитном канале», посредством которого монетарная политика воздействует на экономику через объем резервов и, в свою очередь, через банковский кредит. Во-вторых, трансформация ликвидности, связанная с использованием бессрочных депозитов в качестве пассивов, а ссуд — в качестве активов, и обусловленный этим риск банковской паники/массового изъятия вкладов нейтрализовался страхованием депозитов и традиционной ролью центробанков в качестве кредиторов последней инстанции. Возникшие в итоге диспропорции стали главным аргументом в пользу регулирования и надзора за деятельностью банков. При этом остальной финансовой системе уделялось недостаточно внимания с точки зрения макроэкономики.

Ограниченная роль фискальной политики

После Великой депрессии и пришедшего ей на смену кейнсианства фискальная политика была признана, пожалуй, важнейшим инструментом экономического регулирования. В 1960—1970-х годах фискальная и монетарная политика считались примерно одинаково значимыми и зачастую трактовались как инструменты достижения двух целей (к примеру, внутренней и внешней сбалансированности). Однако в последние два десятилетия фискальная политика отошла на второй план, уступив место монетарной. Это объяснялось множеством причин и прежде всего широко распространенным скептицизмом по поводу результативности фискальной политики, который

в значительной степени базируется на рикардианской модели внешней торговли (*Ricardian equivalence arguments*). Во-вторых, если монетарная политика позволяла стабилизировать спад производства, то использовать другой инструмент не было смысла. В этом контексте отказ от фискальной политики как инструмента воздействия на экономический цикл стал, по-видимому, следствием развития финансового рынка и, соответственно, возросшей эффективности монетарной политики. В-третьих, в развитых экономиках приоритетом была стабилизация и — по возможности — сокращение типично высокого уровня задолженности; что касается развивающихся рынков, то здесь неразвитость внутреннего фондового рынка в любом случае ограничивала возможности осуществления антикризисной политики. В-четвертых, задержки в разработке и реализации мер фискальной политики, наряду с краткосрочностью рецессий, означали, что фискальные мероприятия, по всей вероятности, осуществлялись слишком поздно. Наконец, в-пятых, на фискальную политику — в отличие от политики монетарной — гораздо большее деформирующее воздействие оказывают политические ограничения.

Неприятие дискреционной фискальной политики в качестве антикризисного инструмента было особенно сильным в научной среде. На поверку риторика в отношении действенности монетарной политики оказалась преувеличенной. Дискреционные фискальные стимулы стали общепринятой практикой в периоды жестоких экономических потрясений (например, во время японского кризиса начала 1990-х годов). А политики порой прибегали к дискреционному фискальному стимулированию даже в ходе «нормальных рецессий». Контрциклическая фискальная установка считалась также в принципе желательной (хотя и труднореализуемой на практике) для развивающихся рынков с их неразвитыми автоматическими стабилизаторами. Нередко это проявлялось в форме громких призывов к финансовому благоразумию в периоды быстрого экономического роста. И даже развивающимся рынкам в качестве общепризнанного рецепта на среднесрочную перспективу предлагалось обратить первоочередное внимание на усиление действия неразвитых стабилизаторов и отказаться от дискреционных мер.

В итоге акцент делался главным образом на приемлемом уровне долга и фискальных нормативах, призванных обеспечивать его соблюдение. В развитых экономиках — подразумевая ориентацию политиков на долгосрочную перспективу, — приоритетом стал заблаговременный учет в бюджетных расчетах угрожающих последствий проблемы старения населения. В странах с развивающимися рынками главное внимание уделялось снижению риска дефолтов/кризисов неплатежей, а также созданию институциональных структур по ограничению процикличности фискальной политики и предотвращению циклов типа «бум—спад». При этом автоматические стабилизаторы также могли использоваться (во всяком случае, в экономиках, которые не сталкивались с финансовыми ограничениями), поскольку они не противоречили задачам обеспечения устойчивого роста. Более того, с ростом государственных расходов в ВВП по мере экономического развития (закон Вагнера) роль автоматических стабилизаторов даже возрастала. Несмотря на это, разработке более совершенных стабилизаторов внимания практически не уделялось.

*Финансовое регулирование —
не инструмент макроэкономической политики*

В условиях недооценки финансового посредничества как важнейшей макроэкономической характеристики финансовое регулирование и надзор

сфокусировались на отдельных институтах и рынках; при этом их макроэкономические последствия почти полностью игнорировались. Финансовое регулирование было нацелено на обеспечение устойчивости отдельных институтов, а его функция состояла в корректировке провалов рынка как следствия асимметричности информации, ограниченной ответственности и других отклонений от условий совершенной конкуренции, к примеру явных или неявных государственных гарантий. В развитых экономиках их системные и макроэкономические последствия по большей части игнорировались. Несколько иначе обстояло дело с развивающимися рынками, где в целях обеспечения макроэкономической стабильности разрабатывались законодательные ограничения, в частности ограничения на валютные риски (а иногда и прямой запрет на предоставление резидентам кредитов в иностранной валюте).

Мало внимания уделялось использованию «коэффициентов благоразумия» (таких, например, как коэффициент достаточности капитала и коэффициент обеспечения) в качестве инструментов антикризисной политики (исключение составляют Испания и Колумбия, где были введены нормативы, *de facto* увязывающие размер резервирования с ростом кредита)⁵. Более того, в условиях общего энтузиазма по поводу финансовой либерализации использование законодательного регулирования для сглаживания колебаний цикла рассматривалось как недопустимое вмешательство в функционирование кредитных рынков (нередко признаваясь политически мотивированным).

«Великое сглаживание»

Возросшая уверенность в том, что создана устойчивая система макроэкономических регуляторов, не могла не подкрепляться «Великим сглаживанием» — устойчивым снижением в рассматриваемый период амплитуды колебаний производства и инфляции в наиболее развитых экономиках. До сих пор сохраняется некоторая неясность по поводу того, не следует ли считать, что в действительности этот спад начался гораздо раньше, прервавшись лишь примерно на десятилетие (1970-е годы), или же он реально начался в начале 1980-х годов, когда изменилась монетарная политика⁶. Нет ясности и по другому вопросу: в какой мере этот спад предопределен удачным стечением обстоятельств, то есть менее серьезными шоками, структурными изменениями, а в какой мере он стал результатом более адекватной политики. Определенную роль здесь, по всей вероятности, сыграло совершенствование управления портфелями ценных бумаг, а также такие благоприятные факторы, как быстрый рост производительности труда и активная интеграция Китая и Индии. Однако реакция развитых экономик на весьма схожий рост цен на нефть в 1970-х и 2000-х годах подтверждает точку зрения об определяющей роли более качественной политики. Факты свидетельствуют, что более надежная фиксация инфляционных ожиданий, достигнутая, очевидно, за счет более четких сигналов и политики центробанков, сыграла важную роль в смягчении воздействия этих шоков на экономику. Кроме того, грамотная реакция на обвал фондовой биржи в 1987 году, банкротство фонда *LTCM (Long-Term Capital Management)* и прорыв технологического пузыря подтвердили мнение, согласно

⁵ Caruana J. Monetary Policy, Financial Stability, and Asset Prices // Banco de España Documentos Ocasionales. 2005. No 0507.

⁶ Blanchard O., Simon J. The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility // Brookings Papers on Economic Activity. 2001. No 1. P. 135—164; Stock J., Watson M. Has the Business Cycle Changed and Why // NBER Macroeconomics Annual / M. Gertler, K. Rogoff (eds.). Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2002.

которому монетарная политика также вполне способна успешно справляться с проблемными финансовыми последствиями падения цен активов.

Таким образом, к середине первого десятилетия 2000-х годов реально имелись серьезные основания считать, что более качественная макроэкономическая политика способна обеспечить, и действительно обеспечивала, большую экономическую стабильность. А затем начался кризис.

2. Чему нас научил кризис

*Стабильная инфляция, по-видимому, необходима,
но недостаточна*

В большинстве развитых экономик базовая инфляция оставалась стабильной вплоть до начала кризиса. Некоторые задним числом утверждали, что базовая инфляция не является адекватной характеристикой инфляции и что следует также учитывать рост цен на нефть и жилье. Это предложение, однако, идет вразрез с выводами, к которым пришли теоретики (что нужно таргетировать индекс, аналогичный «негибким ценам» и весьма схожий с индексом оценки базовой инфляции), и скорее является отражением беспочвенных мечтаний, согласно которым достаточно сфокусироваться на таргетировании отдельного индекса — при условии, что это «правильный» индекс. Данное предложение не может быть признано верным, поскольку не существует такого индекса, который позволил бы достичь требуемого результата.

Инфляция — даже базовая — может сохраняться на неизменном уровне, а величина спада производства, тем не менее, при этом способна меняться, обуславливая трудноуловимую зависимость между двумя этими переменными. (Правда, это сложно доказать эмпирически, поскольку спад производства не поддается прямому наблюдению. Однако очевидно, что характер изменения инфляции — процесс гораздо более сложный, нежели это представлено в наших простых моделях, и что мы пока довольно плохо понимаем взаимосвязь между деловой активностью и инфляцией, особенно низкоуровневой инфляцией.) Или же (как было в начале 2000-х годов накануне кризиса) и инфляция, и спад производства могут оставаться стабильными, однако при этом может наблюдаться неадекватный характер изменения цен на ряд активов и кредитных агрегатов или изменения структуры производства (например, слишком высокий уровень инвестиций в жилищное строительство, чрезмерный уровень потребления либо чрезмерный дефицит текущего бюджета), что впоследствии вынуждает прибегать к серьезным макроэкономическим регулирующим мерам.

*Низкая инфляция ограничивает возможности
монетарной политики при дефляционных спадах*

Когда в 2008 году начался реальный кризис и резко упал совокупный спрос, большинство центробанков оперативно понизили учетную ставку почти до нуля. Будь у них такая возможность, они понизили бы ее еще больше: как показывают оценки на основе простого правила Тейлора, для Соединенных Штатов это понижение могло бы составить еще 3—5%. Однако нулевой рубеж номинальной процентной ставки не позволил им этого сделать. Важным следствием стала потребность в увеличении роли фискальной политики и дефицитного бюджета, чего бы не было при отсутствии обязательного нулевого предела процентной ставки.

Сегодня нам кажется, что мировое хозяйство, по всей вероятности, сможет избежать серьезной дефляции, а значит, и раскручивающейся спирали растущей дефляции, увеличивающейся реальной ставки процента и нарастающего спада производства. Однако понятно, что нулевой предел номинальной ставки процента оказывается дорогостоящим. Прежде всего, более высокая средняя инфляция и соответственно более высокие стартовые номинальные процентные ставки позволили бы более существенно уменьшить ставки процента, снижая тем самым спад производства и препятствуя ослаблению фискальной политики⁷.

Вопросы финансового посредничества

Рынок сегментирован, причем отдельные инвесторы специализируются на определенных его сегментах. Большую часть времени они тесно связаны между собой посредством рынка ценных бумаг. Однако когда по какой-либо причине кто-то из инвесторов покидает свой рыночный сегмент (вследствие убытков от той или иной своей дополнительной деятельности, потери доступа к определенным денежным ресурсам либо по каким-то другим внутрикорпоративным причинам), это может очень серьезно сказаться на ценах. В этом смысле оптовое кредитование принципиально не отличается от вкладов по требованию, а спрос на ликвидность выходит далеко за пределы возможностей банков. Когда это происходит, процентные ставки более не определяются операциями с ценными бумагами, а учетная ставка перестает быть достаточным инструментом для осуществления экономической политики. Интервенции — путем приема активов в залог либо посредством их прямой скупки центробанком — могут влиять на ставку процента по различным видам активов при заданной учетной ставке. Фактически именно это — под именем кредитного послабления — делали центробанки во время последнего кризиса.

Другой давний вопрос, актуализированный кризисом, — пузыри и ажиотаж, вызывающие отклонение активов от базисных макропоказателей не по ликвидным, а по спекулятивным причинам. Во всяком случае, опыт данного кризиса подтверждает доводы в пользу существования таких пузырей и опасностей, связанных с ними, на примере рынка жилья. И, несомненно, кризис ставит под вопрос точку зрения о «благоприятном невмешательстве», согласно которому целесообразнее поправлять ситуацию после падения, чем пытаться предотвратить появление пузырей, обнаружить которые нередко весьма сложно.

Контрциклическая фискальная политика — важный антикризисный инструмент

Кризис вернул на авансцену фискальную политику как инструмент макроэкономического регулирования в силу двух основных причин. Во-первых, поскольку возможности монетарной политики (включая кредитное и количественное послабление) были почти полностью исчерпаны, у политиков практически не оставалось иной альтернативы, кроме опоры на фискальную политику. Во-вторых, с самого начала рецессии ожидалось, что она будет продолжительной, поэтому было ясно, что времени для того, чтобы фискальное стимулирование оказало позитивное воздействие, будет достаточно, несмотря на временной лаг.

⁷ Williams J. Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound // Brookings Papers on Economic Activity. 2009.

Кризис также показал значимость наличия «фискального пространства» (и здесь прослеживается аналогия с упоминавшейся выше дискуссией об инфляции и наличии диапазона снижения номинальных процентных ставок). Ряд развитых экономик, вошедших в кризис с высоким уровнем задолженности и крупными необеспеченными обязательствами, располагал ограниченными возможностями использования фискальной политики. Аналогичным образом развивающиеся рынки (например, ряд государств восточной Европы), которые проводили активную проциклическую фискальную политику, спровоцированную потребительским бумом, сегодня вынуждены сокращать расходы и повышать налоги, несмотря на беспрецедентный (экономический) спад. Напротив, многие другие развивающиеся рынки вошли в кризис с меньшим уровнем задолженности. Это позволило им проводить более агрессивную фискальную политику, не рискуя при этом поставить под угрозу финансовую устойчивость или спровоцировать волну внезапных неплатежей.

Агрессивная фискальная реакция была вполне оправданной, учитывая исключительные обстоятельства, однако она еще больше обнажила ряд изъянов дискреционной фискальной политики применительно к «стандартным» циклическим колебаниям — речь, в частности, идет о задержках в разработке, проведении через законодательные органы и реализации соответствующих фискальных мер (как правило, по причине несовершенства политического процесса). Законопроект о пакете мер финансовой поддержки экономики США был принят в феврале 2009 года, то есть более чем через год после начала кризиса, и лишь половина утвержденных в нем расходов запланирована на период до конца 2009 года⁸.

Кроме того, широкий набор подходов к выбору используемых мер однозначно показывает, что нам пока еще многое неизвестно относительно последствий фискальной политики, оптимальной структуры пакета фискальных мероприятий, альтернативного использования мер повышения расходов и снижения налогов и факторов, определяющих порог устойчивости государственного долга, — то есть всех тех вопросов, изучению которых в докризисный период уделялось недостаточно внимания.

Регулирование не нейтрально с макроэкономической точки зрения

Финансовое регулирование, как и собственно финансовое посредничество, сыграло во время кризиса немалую роль. Оно внесло свой вклад в усиленный эффект, который спровоцировал трансформацию падения цен на жилье в США в серьезный мировой экономический кризис. Ограниченность рамок регулирования стала причиной заинтересованности банков в создании забалансовых обязательств для того, чтобы обойти законодательные правила и увеличить леввередж. Регулируемый рынок ценных бумаг дал возможность финансовым институтам типа *American International Group (AIG)* руководствоваться иными правилами, чем те, по которым играли другие финансовые посредники. Стоило начаться кризису, как правила, призванные обеспечивать устойчивость отдельных институтов, стали подрывать стабильность всей системы. Правила рыночной переоценки в соответствии с текущими ценами в совокупности с постоянными коэффициентами достаточности капитала заставили финансовые институты решительно сокращать балансы, наращивая срочные продажи и уменьшая долю заемных средств в общем объеме капитала.

⁸ www.recovery.gov.

Новая трактовка «Великого сглаживания»

Если концептуальные основы макроэкономической политики настолько несовершенны, то почему же тогда ситуация выглядела такой благоприятной на протяжении столь длительного времени? Одна из причин состоит в том, что на протяжении двух последних десятилетий политикам приходилось иметь дело с шоками, которые они весьма неплохо понимали и политика борьбы с которыми была эффективной. Так, например, урок, в соответствии с которым главным инструментом для борьбы с шоками предложения признавалась фиксация ожиданий, был хорошо усвоен в 2000-х годах — когда вновь выросла цена на нефть. Однако, будучи неплохо подготовленными к противодействию одним шокам, они оказались совершенно не готовы к другим. (И это несмотря на то, что в итоге они получили ряд предостережений — от краха *LTCM* до внезапных параличей в движении капитала во время азиатского кризиса. Однако с проблемой *LTCM* удалось успешно справиться, причем ее сочли единичным случаем, а не репетицией ее вероятного повторения на более высоком — макроуровне. Что касается трудностей, с которыми столкнулись финансовые системы азиатских стран, то, казалось, что к развитым экономикам они отношения не имеют.) Беспомощность японского правительства в 1980-х годах, когда лопнул пузырь на рынке недвижимости, можно объяснить так: японская экономика подверглась шоку, характер и последствия которого в то время еще не осознавались.

Возможно даже, что успешное реагирование на стандартные шоки спроса и предложения и соответствующее смягчение циклических колебаний отчасти объясняет более серьезные последствия финансовых шоков во время нынешнего кризиса. «Великое сглаживание» оказалось причиной того, что слишком многие (включая политиков и сотрудников регулирующих органов) недооценили макроэкономический риск, игнорируя, в частности, остаточные риски, и предпочитали стратегии (и смягчение правил) привлечения заемных средств, в том числе иностранных, что в итоге оказалось гораздо более рискованным делом.

4. Предпосылки к разработке новой экономической политики

Выявить недостатки существующей экономической политики сравнительно легко. Охарактеризовать основные направления новой макроэкономической политики — задача неизмеримо более сложная. Как говорится, плохая новость состоит в том, что, как ясно показал нынешний кризис, макроэкономическая политика должна быть много-, а не одномерной; хорошая новость — кризис также напомнил нам, что мы располагаем множеством инструментов — от «экзотических» монетарных до фискальных и регулирующих. Потребуется некоторое время и серьезные исследования для того, чтобы решить, какие инструменты — монетарные, фискальные или финансовые — следует использовать для достижения определенных целей.

Далее представлены некоторые результаты наших исследований.

Важно начать с констатации очевидного, а именно: недопустимо вместе с водой выплескивать и ребенка. Большинство элементов докризисного консенсуса, включая основные выводы макроэкономической теории, сохраняют свое значение. В их числе остаются конечные цели: стабилизация производства и инфляции. В значительной степени сохраняется гипотеза естественного уровня безработицы, а политикам следует понять, что не существует альтернативы между инфляцией и безработицей в долгосрочной перспективе. Стабилизация инфляции должна оставаться одной из основных

целей монетарной политики. Обеспечение финансовой устойчивости является ключевой задачей не только в долгосрочной перспективе, но и в плане воздействия на ожидания в ближайшем будущем.

Следует ли повышать целевые показатели инфляции

Кризис показал, что серьезные негативные шоки не только возможны, но и реально происходят. В случае с текущим кризисом их источником оказался финансовый сектор, однако в будущем таким источником могут стать последствия чего угодно — от воздействия пандемии на туризм или торговлю до террористической атаки на какой-либо крупный экономический центр. Учитывая сказанное, не следует ли политикам в спокойные времена пользоваться в качестве ориентира более высокими целевыми показателями инфляции с целью расширения диапазона возможности монетарной политики противодействовать таким шокам? Или, говоря более конкретно: будут ли чистые издержки инфляции существенно более высокими при ее, скажем, 4-процентном уровне по сравнению с ее нынешним уровнем в 2 процента? Является ли фиксация ожиданий более сложной задачей при 4-процентной инфляции, нежели при 2-процентной?

Обеспечение низкой инфляции посредством института независимости центробанка стало историческим достижением, особенно в странах с развивающимися рынками. Таким образом, ответ на эти вопросы предполагает тщательное переосмысление выгод и издержек инфляции. Инфляционный налог, конечно, является источником деформаций, но то же самое относится и к другим альтернативным налогам. Причина многих порождаемых инфляцией деформаций коренится в налоговой системе, которая не является независимой от инфляции, к примеру в номинальных налоговых категориях или в номинальных выплатах процентов. Их можно исправить, введя поправку на более высокий оптимальный уровень инфляции. Если более высокая инфляция связана с более высокой инфляционной волатильностью, то защитить инвесторов от инфляционного риска может индексируемая облигация. Другие деформации (более низкие величины реальных кассовых остатков и большой разброс относительных цен) труднее поддаются корректировке (правда, эмпирические данные свидетельствуют, что их влияние на производство трудно распознать до тех пор, пока инфляция остается в рамках однозначных чисел). Пожалуй, более значим риск того, что более высокий уровень инфляции может вызвать изменения в структуре экономики (к примеру, общепринятая практика индексации заработной платы), усугубляющие инфляционные шоки и снижающие эффективность проводимой политики. При этом остается открытым вопрос: не получится ли так, что эти издержки перекроют потенциальные выгоды отмены нижнего нулевого порога процентной ставки?

С этим связан еще один вопрос: не подтолкнет ли очень низкий уровень инфляции политиков к ошибочному проведению более вялой монетарной политики с целью минимизировать вероятность дефляционного сценария, даже если это чревато риском более высокой инфляции при внезапном резком скачке спроса? Именно к этой проблеме, которая остро стояла перед ФРС в начале 2000-х годов, нам следует вернуться.

Сочетание монетарных и регулирующих мер

Еще в докризисный период в ходе дискуссии о монетарной политике обсуждался вопрос о том, следует ли включать в число аргументов функции

процентной ставки — в ее явном или неявном виде — цену активов. Кризис пополнил число кандидатов на зачисление в этот список — от леввереджа и состояния текущих счетов до показателей системного риска.

Представляется, что такой подход к решению проблемы ошибочен. Учетная ставка процента является малоэффективным инструментом для решения проблем чрезмерного леввереджа и неоправданной склонности к риску либо явного отклонения цен активов от базовых макроэкономических показателей. Даже если более высокая учетная ставка обеспечивает некоторое снижение чрезмерно высоких цен активов, то это, по всей вероятности, будет достигнуто за счет большего спада производства. Не будь другого инструмента, перед центробанком встала бы действительно сложная задача, и в итоге ряд исследований стали бы приводить аргументы против обязательного реагирования на ожидаемые пузыри цен активов и другие подобные факторы. Однако в распоряжении политиков имеются другие меры, известные под названием «инструменты антикризисного регулирования». Если леввередж оказывается чрезмерным, то можно повысить коэффициент достаточности капитала; когда оказывается слишком мало ликвидности, то можно ввести — а в случае необходимости повысить — нормативные коэффициенты ликвидности; для сдерживания роста цен на жилье можно понизить коэффициенты обеспечения; чтобы ограничить рост курса акций, можно повысить предписываемую маржу⁹. Очевидно, что ни одна из перечисленных мер не является «серебряной пулей» и сохраняется некоторая возможность их обойти. Тем не менее, по всей вероятности, они окажут более целенаправленное воздействие на соответствующие переменные, нежели учетная ставка. Поэтому более целесообразным представляется применение учетной ставки преимущественно к агрегированным показателям деловой активности и инфляции, а выше-названных инструментов — для решения конкретных проблем структуры производства, финансирования или формирования цен активов.

С этим связана еще одна потенциально сложная проблема, порождаемая воздействием низкой процентной ставки на склонность к риску. Если низкая ставка процента действительно вызывает чрезмерный леввередж или неоправданную склонность к риску, то следует ли центробанку, как это порой предлагается, поддерживать учетную ставку на более высоком — чем стандартный — уровне? И, опять-таки, не будь у центробанка других инструментов, он оказался бы перед сложным выбором: смириться ли с нарастающим спадом производства в обмен на снижение склонности к риску. Если, однако, принять во внимание наличие других инструментов, которые могут непосредственно влиять на леввередж или на склонность к риску, то решать данную проблему желательнее с помощью именно этих инструментов, а не посредством изменения учетной ставки.

Поскольку монетарные и регулятивные инструменты следует применять совместно, то традиционные регуляторные и пруденциальные рамки должны получить макроэкономическое измерение. Существующие нормы и надзор на уровне институтов следует дополнить показателями, отражающими системные особенности фаз экономического цикла. Что касается решений в области монетарной политики, то эти законодательные меры на макроуровне следует обновлять на регулярной и прогнозируемой (либо даже на

⁹ Банк Англии дает подробное изложение дискуссии об инструментах, которые могут использоваться в качестве дополнения к применяемым регулятивным коэффициентам текущей [общей] ликвидности с целью управления агрегированным риском в ходе цикла деловой активности (см.: *The Role of Macroprudential Policy: Discussion Paper / Bank of England 2009. November*).

полуавтоматической) основе с целью максимизировать их эффективность посредством демонстрации заслуживающей доверия и внятной политики. Главная проблема здесь — найти правильный баланс между сложной современной системой, тонко настроенной на любое незначительное изменение системного риска, и подходом, который опирается на простые, четкие параметры переключения и несложные в плане реализации правила.

Если согласиться с тем, что монетарная политика и регулирование в совокупности дают политикам обширный набор антикризисных инструментов, то встает вопрос: как добиться согласованных действий монетарных и регулятивных органов и не следует ли как тех, так и других подчинить центробанку.

Нарастающую тенденцию к их разделению вполне можно обратить вспять. Очевидными кандидатами на роль макропруденциальных регуляторов выступают центробанки. Их положение идеально подходит для мониторинга макроэкономической динамики, а в ряде стран они уже осуществляют функцию регулирования деятельности банков. Случаи «коммуникационного» фиаско во время кризиса (например, в связи с национализацией британского банка *Northern Rock*) указывают на проблемы, связанные с координацией деятельности двух независимых ведомств. А потенциальные последствия решений в области монетарной политики для леввереджа и склонности к риску также говорят в пользу централизации законодательных полномочий на макроуровне в руках центробанка. В прошлом против такого решения выдвигалось два аргумента: 1) в этом случае центробанк займет «смягченную» позицию в отношении инфляции, поскольку резкие скачки процентной ставки могут негативно повлиять на состояние банковских балансов; 2) возложение на центробанк более сложных полномочий затруднит контроль за его деятельностью. Оба довода заслуживают внимания и как минимум подразумевают необходимость большей транспарентности.

Альтернативный вариант — разделение монетарных и регулятивных полномочий — представляется менее удачным.

Таргетирование инфляции и валютная интервенция

Центробанки, осуществлявшие таргетирование инфляции, обычно заявляли, что валютный курс интересует их лишь в той мере, в какой он влияет на их главную цель — инфляцию. Именно так и обстояло дело в крупных развитых экономиках. В отношении малых стран практика показала, что многие из них реально уделяли валютному курсу особо пристальное внимание, а также осуществляли интервенции на валютных рынках для сглаживания волатильности, а нередко и прямо воздействовали на валютный курс¹⁰.

Однако их деятельность была более разумной, чем риторика. Значительные колебания валютных курсов как следствие резких изменений в движении капиталов (что наблюдалось во время последнего кризиса) либо других факторов способны серьезно подорвать деловую активность. Существенное повышение валютного курса может привести к сокращению экспортного сектора и затруднить для него возврат к прежнему уровню в случае понижения валютного курса. Кроме того, когда заметная часть внутренних контрактов деноминирована в иностранной валюте (или как-то связана с ее динамикой), то резкие колебания ее курса (особенно когда она обесценивается) могут серьезно сказаться на состоянии платежного баланса страны

¹⁰ *Mishkin F.* Challenges for Inflation Targeting in Emerging Market Countries // *Emerging Markets Finance and Trade*. 2008. Vol. 44. No 6. P. 5–16.

с негативными последствиями для финансовой стабильности, а следовательно, и производства.

В этом контексте расхождение между риторикой и практикой вносит путаницу, подрывая транспарентность и доверие к осуществляемым мерам монетарной политики. Центробанкам стран с небольшими открытыми экономиками следует публично признать, что стабилизация валютного курса является неотъемлемой частью их целевой функции. Это не означает, что от политики таргетирования инфляции следует отказаться. На самом деле, как минимум в краткосрочной перспективе отсутствие идеальных условий мобильности капитала предоставляет центробанкам второй инструмент в виде накопления резервов и стерилизованной валютной интервенции. Используя этот инструмент, можно осуществлять контроль за внешнеэкономическими параметрами, тогда как внутренние целевые ориентиры регулируются посредством учетной ставки.

Разумеется, возможности стерилизованной валютной интервенции небезграничны и могут быть легко исчерпаны при значительном и продолжительном давлении на счет движения капиталов в платежном балансе. Для каждой страны пределы таких возможностей индивидуальны и зависят от открытости национальной экономики и ее интегрированности в мировой финансовый рынок. Когда они достигнуты и бремя задолженности целиком ложится на учетную ставку, то жесткое таргетирование инфляции не является оптимальным и требуется учет последствий неблагоприятных колебаний валютного курса. Отметим, что эти доводы являются еще одной иллюстрацией значимости взаимосвязи между рассмотренной в предыдущем подразделе экономической стратегией и реализующими ее регулирующими мерами. Например, поскольку законодательные правила могут либо препятствовать долларизации контрактов, либо поддерживать ее уровень в экономике, то они обеспечивают политике больше возможностей влиять на динамику валютного курса. В свою очередь, представление о валютном курсе как о «чрезмерно стабильном» может приводить к большей заинтересованности в контрактной долларизации.

Увеличение объемов предоставляемой ликвидности

Кризис потребовал от центробанков расширения границ и масштабов их традиционной роли кредиторов последней инстанции. Они распространили ликвидную поддержку на недепозитные институты и осуществляли интервенции — прямые (сделки с валютой) и опосредованные (беря активы под залог) — на рынке самых разнообразных активов. Вопрос заключается в том, следует ли придерживаться такого курса и в спокойные периоды.

Аргумент в пользу увеличения объема предоставляемой ликвидности (даже в спокойное время) представляется убедительным. Если причина проблем с ликвидностью кроется в уходе крупных инвесторов с определенных рынков либо в проблемах координации мелких инвесторов (классический случай массового изъятия вкладов), тогда вмешательство государства оказывается совершенно необходимым. Государство, по самой своей сути и по возможностям использования доходов от налогообложения, является весьма крупным и надежным источником долгосрочного финансирования. Поэтому оно не только имеет возможность, но и должно вмешиваться в экономику и быть готовым при необходимости заменить частных инвесторов¹¹.

Против предоставления государством ликвидности обычно выдвигается два аргумента. Во-первых, уход с рынка частных инвесторов может быть отраже-

¹¹ Holmstrom B., Tirole J. Inside and Outside Liquidity [неопубликованная рукопись]. 2008.

нием — по крайней мере частично — проблем потери платежеспособности. Следовательно, предоставление ликвидности способно разбалансировать государственный бюджет и резко повысить потребность в срочных финансовых вливаниях, усугубляющих склонность к риску. Во-вторых, такое предоставление ликвидности приводит к более частой трансформации коротких кредитов в длинные и к менее ликвидной структуре портфелей. Хотя этот результат порой трактуется как риск недобросовестного поведения, сам по себе он не является негативным: поскольку выделение ликвидности государством может осуществляться на безвозмездной основе, то трансформация сроков кредитования для частного сектора действительно представляет собой оптимальный вариант. Издержки, однако, могут иметь место, что связано с необходимостью повышения уровня налогообложения или внешних заимствований.

Обе проблемы могут частично решаться посредством страхования и получения «подстриженного» финансирования (под залог активов в размере меньшем, чем реальная стоимость этих активов). Однако первый аргумент предполагает для снижения кредитного риска в спокойные периоды использование скорее косвенных методов поддержки и соответствующего «подстриженного» финансирования, чем прямых операций с валютой. Эти проблемы, кроме того, можно решать используя такие методы регулирующего воздействия, как формирование списка активов, способных служить обеспечением (в этом отношении Европейский центробанк опередил Федеральную резервную систему, составив более обширный список приемлемых залогов), а также — в отношении финансовых институтов — увязывая доступ к ликвидности с переходом под регулятивный и надзорный «зонтик».

Расширение фискального пространства в спокойные периоды

Важнейший урок нынешнего кризиса — целесообразность увеличения возможностей фискальной политики за счет расширения при необходимости диапазона бюджетного дефицита. Здесь можно провести аналогию с потребностью в большем диапазоне номинальной ставки процента, о чем говорилось выше. Если бы правительства могли свободнее понижать процентную ставку, опираясь в большей степени на стимулирующую фискальную установку, они имели бы больше возможностей для борьбы с кризисом. Впоследствии осуществить требуемую финансовую корректировку (после того, как наметится очевидное выздоровление экономики) будет сложно, учитывая необходимость сокращения долга на фоне проблем пенсионного обеспечения и здравоохранения, связанных со старением населения. Кроме того, очевидный урок кризиса состоит в том, что намеченные уровни задолженности должны быть ниже тех, что наблюдались до кризиса. Выводы для экономической политики на предстоящие два десятилетия заключаются в следующем: если позволяет динамика цикла, то масштабная финансовая корректировка необходима, а для того, чтобы быстро восстановить экономический рост, ее следует использовать не столько для финансирования расходов или снижения налогов, сколько преимущественно для сокращения коэффициентов отношения долга к ВВП.

Рецепт по расширению возможностей фискальной политики на ближайшие годы — предусматривающий в периоды экономического роста не увеличение амплитуды циклических колебаний, а создание заделов для обеспечения большей финансовой устойчивости — не является новым, но после кризиса он становится особенно актуальным. Среднесрочные фискальные рамки, надежные обязательства по сокращению коэффициентов «задолженность/ВВП»,

а также фискальные нормативы (с оговорками в период рецессий) — все это способно помочь решению данной задачи. Аналогичным образом структура расходных статей бюджета, базирующаяся на долгосрочных прогнозах доходов, содействует ограничению роста расходов в периоды бума. А отказ от целевого резервирования доходов на заранее определенные бюджетные цели позволил бы избежать автоматического сокращения расходов в случае падения доходов. Еще одна проблема заключается в том, что, поскольку правительства подвергаются большому давлению с требованием демонстрации улучшения дефицита и данных по задолженности, они испытывают сильное искушение оказывать поддержку отстающим отраслям с помощью гарантий либо внебюджетных операций. Поэтому все операции государственного сектора должны быть с гарантией четко и явно отражены в статьях бюджета, а хорошо отлаженные бюджетные процессы должны снижать заинтересованность политиков в отсрочивании необходимой корректировки.

Разработка более совершенных автоматических фискальных стабилизаторов

Как было показано выше, специфика нынешнего кризиса состоит в том, что он подтвердил наличие проблем, присущих мерам дискреционной фискальной политики: их действие при стандартной рецессии слишком запаздывает. Поэтому есть веские основания для того, чтобы заняться совершенствованием автоматических стабилизаторов. Следует четко различать подлинно автоматические стабилизаторы — то есть те из них, которые по самой своей сути означают проциклическое сокращение трансфертов или рост доходов от налогообложения, — и нормативы, которые допускают изменение ряда трансфертов или налогов по (предварительно) заданным переключающим механизмам, привязанным к конкретной фазе экономического цикла¹².

Первый тип автоматических стабилизаторов создается путем сочетания жесткого контроля за государственными расходами с достижением единичного коэффициента эластичности доходов по объему производства, путем деятельности программ социального страхования (пенсионные программы и пособия по безработице подпадают под эту категорию), а также путем прогрессивного налогообложения доходов. Основными направлениями повышения их макроэкономического воздействия представляются увеличение масштабов государственного влияния или же (в меньшей мере) ужесточение прогрессивного налогообложения либо увеличение объемов финансирования программ социального страхования. Однако реформы в этих направлениях оправданны лишь в том случае, когда в их основе лежит не столько простое желание стабилизировать экономику, сколько более широкий спектр целей и задач обеспечения справедливости и эффективности.

Перспективы автоматических стабилизаторов второго типа выглядят более оптимистично¹³. Они не сопровождаются вышеназванными затратами и могут применяться к налоговым или к расходным статьям с многочисленными мультипликаторами. Что касается налогообложения, то можно назвать временные меры налоговой политики в отношении низкодоходных

¹² Baunsgaard T., Symansky S.A. Automatic Fiscal Stabilizers // IMF Staff Position Note. 2009. SPN/09/23.

¹³ См.: Seidman L. Automatic Fiscal Policies to Combat Recessions. N. Y., 2003; Elmendorf D. Implementation Lags of Fiscal Policy / Presentation at the FAD/RES Conference on Fiscal Policy, June 2009; Elmendorf D., Furman J. If, When, How: A Primer on Fiscal Stimulus. The Brookings Institution, 2008. Feldstein M. How to Avert a Recession // The Wall Street Journal. 2007. December 5.

домохозяйств, такие как налоговые вычеты, процентное сокращение обязательств налогоплательщика или периодически вводимые налоговые льготы на инвестиции для малого бизнеса. Применительно к расходам можно назвать краткосрочные трансферты для низкодоходных или испытывающих нехватку денежных средств домохозяйств. Такие налоги или трансферты вводятся в действие, когда величина соответствующего макропоказателя пересекает пороговое значение. Величину наиболее характерного параметра — ВВП — можно получить только с определенной задержкой. Это верно и для таких переменных рынка труда, как занятость и безработица. Как определять соответствующие пороговые значения и какие виды налогов или трансфертов использовать в тех или иных обстоятельствах — проблемы, требующие дальнейшего анализа.

Заключение

Макроэкономическая политика не послужила главной причиной кризиса. Однако кризис выявил недостатки докризисной структуры экономической политики, заставил политиков заняться поиском новых стратегий борьбы с кризисом и побуждает нас размышлять об архитектуре посткризисной макроэкономической политики.

Во многих отношениях общие принципы экономической политики следует сохранить. Ее конечными целями должны стать стабилизация производства и инфляции. Однако кризис сделал очевидным тот факт, что политикам необходимо внимательно отслеживать множество целей, включая структуру производства, динамику цен активов, а также леворедж различных экономических субъектов. Он также показал, что в их распоряжении имеется гораздо больший потенциально возможный набор инструментов, нежели тот, что использовался ими до кризиса. Задача заключается в том, чтобы понять, как оптимальным образом применять эти инструменты. В этом отношении использование традиционной монетарной политики в сочетании с методами регулирования, а также разработка более качественных автоматических стабилизаторов фискальной политики представляются двумя наиболее перспективными направлениями. Здесь необходимы дальнейшие исследования.

Наконец, кризис позволил нам еще лучше усвоить уже известные нам уроки, дополнив их новыми практическими примерами. Низкий уровень государственного долга в бескризисные времена позволяет в случае необходимости действовать более решительно. Хорошая поддержка в виде законодательного регулирования и прозрачности данных в монетарной, финансовой и фискальной сферах имеет огромное значение для успешного функционирования нашей экономической системы. Чтобы с максимальной пользой использовать опыт кризиса, нам придется не только предложить новаторские политические стратегии, но и добиться поддержки всеми слоями населения трудных, но необходимых корректировок и реформ, вытекающих из уроков кризиса.