

Трещины в системе

Ремонт поврежденной глобальной экономики

Оливье Бланшар

МИРОВАЯ экономика стоит перед лицом сильнейшего кризиса за последние 60 лет. Сложившиеся в первой половине 2000-х годов благоприятные условия побудили инвесторов, фирмы и потребителей думать, что будущее всегда будет светлым, и они недооценили риски. Цены на жилье и другие активы резко возросли, рискованные активы создавались и продавались как практически высококачественные, и расширилось заимствование в целях инвестирования. Поэтому когда рост цен на жилье прекратился, а выплаты по первоклассным ипотекам и основанным на них ценным бумагам остановились, появились причины для возникновения кризиса. В условиях быстрой глобальной интеграции и глубоких и сложных взаимосвязей между финансовыми учреждениями, кризис быстро охватил различные активы, рынки и страны. Остальное — это история, или, точнее, история в процессе формирования.

Анализируя текущий этап, единственным возможным положительным моментом является то, что мы, вероятно, отошли от края финансовой катастрофы. Столкнувшись с тем, что выглядело как неминуемый крах финансовой системы, ведущие страны с развитой экономикой объявили в октябре о принятии согласованного набора мер для решения проблемы. Правительства, помимо того, что они продолжали предоставлять ликвидность, инициировали программы покупки некачественных активов, рекапитализации финансовых учреждений и выдачи всеобъемлющих гарантий. Безусловно, это крайне сложные меры, и их реализация до настоящего времени была далеко не идеальной, пока правительства

по ходу дела пытались нащупать правильную комбинацию мер. Сигналы, поступающие в настоящее время от финансовых рынков, свидетельствуют о том, что определенный прогресс был достигнут, но еще рано объявлять победу. Действительно, несмотря на то что финансовый кризис несколько уменьшился в странах с развитой экономикой, он все шире охватывает страны с формирующимся рынком. Без всякой вины с их стороны многим странам грозят внезапные остановки экономического роста, давление на обменный курс и нарушения в работе финансового сектора.

Однако отрицательным моментом является то, что в то время как директивные органы стран с развитой экономикой принимали необходимые меры в финансовой сфере, финансовый кризис начал острее и сильнее сказываться на реальной экономике. Сокращение финансовыми учреждениями доли заемных средств привело к удорожанию кредита для домашних хозяйств и фирм, а также трудностям в финансировании даже нормальных коммерческих операций. Кроме того, что является еще более важным (по крайней мере, с точки зрения масштаба последствий) было утрачено доверие потребителей и фирм во всем мире. Боязнь глубокого и долгого экономического спада, аналогичного имевшему место в 1930-е годы, пробудила обеспокоенность в отношении обеспеченности работой, сохранности сбережений и доступа к кредитам. В результате этого потребительские расходы резко уменьшились, коммерческие инвестиции сократились, а безработица быстро растет.

Эти события, в частности крах доверия в последние два месяца, побудили МВФ существенно понизить прогноз, приводившийся им



в октябрьском выпуске «Перспективы развития мировой экономики». В настоящее время мы прогнозируем снижение выпуска продукции в странах с развитой экономикой в 2009 году на $\frac{1}{4}$ процента в годовом исчислении, что станет первым сокращением экономической активности на годовой основе в этой группе стран в послевоенный период. Исходя из ожиданий того, что в 2009 году цены на жилье вновь начнут расти, а сокращение доли заемных средств в перспективе замедлится, мы прогнозируем положительные темпы экономического роста в странах с развитой экономикой в 2010 году. Мы также ожидаем, что из-за ослабления глобальных перспектив экономического роста, падения цен на биржевые товары и ужесточения финансовых условий темпы роста станут более умеренными в странах с формирующимся рынком и странах с низким уровнем дохода. Любые надежды на то, что последствия кризиса не скажутся на этих группах стран, давно исчезли.

Насколько уверены мы в этих прогнозах? Не очень уверены. Прогнозы могут быть заниженными, поскольку не исключено, что сокращение расходов вызвано не пессимизмом, а простой неуверенностью: потребители и фирмы, возможно, откладывают расходы до тех пор, пока не появится большей ясности в отношении экономических перспектив. Уменьшение неуверенности в таком случае может привести к увеличению потребления и спроса на инвестиции, что позволит выпуску продукции восстановиться быстрее, чем сейчас прогнозируется. Прогнозы могут быть и завышенными, так как существует очевидный риск того, что падение выпуска продукции может привести к ухудшению состояния балансов финансовых учреждений в большей степени, чем это ожидается, что вызовет дальнейшее сокращение кредитования, что повлечет за собой новые банкротства и еще большее ослабление экономической активности.

Таковы условия, в которых в ноябре в Вашингтоне состоялась встреча группы 20-ти. Задачи, стоящие перед директивными органами в целом и перед МВФ в частности, являются простыми: во-первых, необходимо потушить пожар, то есть определить и принять меры политики, которые ограничат

ущерб для экономики стран с развитой экономикой, стран с формирующимся рынком и стран с низким уровнем дохода. Во-вторых, необходимо заранее продумать меры, которые будут наиболее эффективными в предотвращении повторения того, что мы переживаем в настоящее время. Разрешите мне по очереди рассмотреть эти две задачи.

Меры политики на текущем этапе

Ясно, что необходимо сделать в краткосрочной перспективе, но это нелегко осуществить. Правительства должны вести борьбу с кризисом по двум направлениям. Они должны реализовать и доработать меры политики, принятые за последние несколько месяцев, для преодоления финансового кризиса. Они также должны принять сильные меры для поддержания спроса, ограничения спада выпуска продукции и восстановления доверия и частных расходов.

По первому направлению, как я указывал выше, основа политики, заключающейся в предоставлении ликвидности, покупке активов, рекапитализации и предоставлении гарантий, в целом создана. Однако в ее реализации, являющейся по своему существу более сложным делом, возникли трудности. Изменения в политике и неясность в отношении будущей политики в некоторых случаях только осложняют положение дел. Пока программы не будут уточнены, а правила игры не будут более четко установлены, частные инвесторы вряд ли будут проявлять энтузиазм, в результате чего кризис будет усугубляться, а корректировка финансовой системы задержится.

По второму направлению очевидно, что основной упор придется сделать на меры налогово-бюджетной политики.

Хотя некоторые страны, в частности в Европе, еще имеют возможности для дальнейшего ослабления денежно-кредитной политики, другие страны, в особенности Соединенные Штаты и Япония, уже снизили процентные ставки до весьма низкого уровня, и реальные ставки растут, в то время как инфляция снижается.

Поэтому центральную роль теперь должно сыграть расширение бюджетных расходов. Каковы должны быть масштабы этого расширения и какие страны должны обеспечивать стимул? Мы пришли к выводу о том, что на данный момент импульс со стороны налогово-бюджетной политики должен быть в размере порядка 2 процентов глобального ВВП. Если предположить, что мультипликатор равен единице — что является консервативным предположением для высоко адресного налогово-бюджетного стимулирования, — это обеспечит повышение глобальных темпов экономического роста на 2 процента, что существенно уменьшит риск глубокого экономического спада. Однако для того чтобы предотвратить эффект распространения последствий кризиса, важно, чтобы расширение бюджетных расходов напрямую координировалось или, по крайней мере, осуществлялось всеми странами, в которых низкая задолженность и дисциплинированное проведение политики в прошлом обеспечивали бы достаточные резервы для принятия такой политики. Здесь следует сделать важную оговорку: если снижение выпуска продукции окажется более сильным, чем мы прогнозируем в настоящее время, расширение бюджетных расходов должно быть еще большим, чем мы сейчас рекомендуем. Причина этого заключается в том, что на данном этапе необходимо устранить риск полномасштабной депрессии и ее отрицательных последствий для расходов.

Готовясь к периоду после кризиса

Теперь давайте перейдем к будущему. Когда кризис утихнет (если предположить такое время), правительства встанут перед решением двух основных проблем.

Во-первых, они окажутся перед лицом совершенно иного состояния государственных финансов. Бюджетный дефицит, необходимый для повышения спроса в краткосрочной перспективе, выльется в более высокую задолженность в долгосрочной перспективе, размер которой часто будет существенным. В большинстве стран масштабы государственного вмешательства в работу проблемных учреждений и покупки активов приведут к образованию значительно более высокого валового долга. Однако поскольку стоимость активов, которые они приобретут, может быть существенной, увеличение чистого долга, вероятно, будет значительно меньшим. Тем не менее соотношение между заемными и собственными средствами в государственных финансах будет высоким, что потребует проведения более гибкой налогово-бюджетной политики.

Во-вторых, в ряде стран финансовые условия сильно изменятся и, в частности, значительно консолидированный финансовый сектор будет сочетаться с высоким государственным участием. Правительствам необходимо будет ответить на ряд вопросов, касающихся регулирования их присутствия в финансовом секторе. Задача будет состоять в сохранении равных условий для частных учреждений и постепенном возвращении финансового сектора в частные руки. Опыт, накопленный в результате многочисленных банковских кризисов в прошлом, может послужить ценным руководством в отношении того, как это может быть достигнуто наиболее оптимальным образом.

Предотвращение повторения случившегося посредством более эффективного регулирования

Кризис продемонстрировал ограниченные возможности существующих систем регулирования и надзора как на национальном, так и международном уровнях. Поэтому задача

состоит в том, чтобы разработать новые правила и создать новые учреждения, которые уменьшали бы системные риски, не создавая чрезмерного административного бремени и не препятствуя инновациям. Это потребует времени; разработка мер уже началась, и они будут дополнительно изучены рабочими группами, учрежденными совещанием Группы 20-ти. Однако общие очертания реформы уже ясны.

Для измерения системного риска потребуется более полная информация. Это означает необходимость пересмотра правил в отношении прозрачности, раскрытия информации и подотчетности, а также сбора информации среди более широкого круга учреждений, включая страховые компании, хедж-фонды и забалансовые единицы, в сравнении с существующей ситуацией. Для ограничения системного риска потребуется увеличение масштабов регулирования в обмен на расширение доступа к ликвидности.

Потребуется новые и более эффективные национальные правила как на уровне отдельных учреждений, так и на макроэкономическом уровне. Антициклические макропруденциальные правила представляются многообещающим способом снижения системного риска. Эти меры должны дополняться повышением устойчивости финансовой системы при банкротстве контрагентов — что является центральным элементом текущего кризиса, — в том числе путем более широкого использования централизованных клиринговых палат и организованных бирж, а также создания более надежных механизмов санации отдельных учреждений.

Международный аспект и потенциальная роль МВФ

Кризис четко показал, что финансовая система носит глобальный характер при сильных взаимосвязях между странами. Кризис, который начинался как кризис в США, охватил весь мир. Национальные директивные органы не могут самостоятельно проделать всю работу: изменения в стране зависят не только от собственной структуры регулирования, но и от структуры регулирования в других странах, не только от системных рисков на национальном уровне, но и от усиления системных рисков в других регионах. Важное значение имеет мониторинг системного риска на глобальном уровне. МВФ, как представляется, наиболее пригоден для выполнения этой работы в сотрудничестве с центральными банками и международными организациями. Это означает необходимость расширения нашей глобальной надзорной функции, и над этим нам надо начать работать незамедлительно.

Кризис также четко указал на необходимость предоставления ликвидности в международных масштабах. В контексте текущего кризиса потребности в такой поддержке обеспечивались посредством двусторонних соглашений о свопе, в которых участвовала небольшая группа стран. На перспективу обеспечение глобальной ликвидности может быть улучшено либо посредством увеличения ресурсов, лежащих в основе нового механизма краткосрочной поддержки ликвидности МВФ, либо путем учреждения многосторонней структуры, которая позволит другим государствам-членам и официальным кредиторам участвовать в финансировании ликвидности, предоставляемой МВФ.

Наконец, кризис четко показал, что в условиях крупных и волатильных потоков капитала страны, охваченные кризисом, будут нуждаться в доступе к более широким фондам средств в сравнении с прошлыми периодами и теми фондами, которыми в настоящее время располагает МВФ. Таким образом, потребуется увеличить объем ресурсов, доступных МВФ, с тем чтобы он мог более эффективно выполнять свою ключевую функцию содействия обеспечению глобальной финансовой стабильности. ■

Оливье Бланшар — экономический советник и главный экономист МВФ.