



Поддержание глобального подъема

Экономический подъем начался, и для его поддержки потребуется тонкое перебалансирование как внутри стран, так и между странами.

Оливье Бланшар

В ОБЫЧНЫХ рецессиях, как бы деструктивны они ни были для бизнеса и занятости, улучшение ситуации происходит предсказуемо. Текущая глобальная рецессия далеко не обычна. Как правило, для борьбы с рецессией центральный банк снижает процентные ставки, что приводит к повышению спроса и увеличению объема производства. Люди вновь начинают покупать товары длительного пользования, например, бытовую технику и автомобили. Компании приступают к реализации отложенных инвестиционных проектов. Снижение обменного курса нередко усиливает спрос на экспорт ввиду его удешевления. Пониженные по сравнению с нормальным уровнем темпы роста в период рецессии на какое-то время сменяются повышенными темпами, пока экономика не вернется к своей нормальной траектории роста.

Однако переживаемая миром рецессия не относится к числу заурядных. Выправить ситуацию будет непросто. Кризис оставил глубокие шрамы, которые еще много лет будут сказываться на предложении и спросе.

Проблемы предложения

Некоторые составные части экономической системы вышли из строя. При обычной рецессии некоторые из обанкротившихся компаний удержались бы на плаву. В странах с развитой экономикой финансовые системы отчасти неработоспособны, и им потребуется длительное время, чтобы перестроить свою структуру. Между тем, финансовое посредничество и, как следствие, процесс перераспределения ресурсов, имеющий ключевое значение для экономического роста, будут ослаблены. В странах с формирующимся рынком притоки капи-



тала, которые резко сократились во время кризиса, могут не выйти на прежние уровни в течение еще нескольких лет. Изменения в структуре мирового спроса ввиду перераспределения потребления из стран с развитой экономикой в страны с формирующимся рынком могут потребовать преобразований в структуре производства. Почти во всех странах издержки кризиса увеличили нагрузку на бюджет, и повышение налогов стало неизбежным.

Все это означает, что мы, возможно, не вернемся к прежней траектории роста, и *потенциальный объем производства* может остаться ниже, чем до кризиса.

Насколько снизился потенциальный объем производства? Выяснить это трудно: мы в состоянии наблюдать только фактический, а не потенциальный объем производства. Однако исторические данные настораживают. В готовящемся к изданию выпуске МВФ «Перспективы развития мировой экономики» приводятся данные на основе опыта 88 банковских кризисов за прошедшие четыре десятилетия в широком круге стран. Хотя данные существенно различаются между странами, сделан вывод, что в среднем объем производства не возвращается к своей прежней трендовой траектории, а постоянно остается более низким.

Возможным положительным аспектом является то, что сам тренд, по видимому, не меняется: в среднем кризисы приводят к постоянному снижению уровня производства, но не его темпов роста. Таким образом, исходя из опыта прошлого, можно предположить, что мировая экономика выйдет на предыдущие темпы роста. Вместе с тем, особенно в странах с развитой экономикой, период темпов роста выше среднего, характерный для обычных подъемов, может оказаться непродолжительным или не произойти вовсе.

Проблемы спроса

Однако даже достичь «нормальных» темпов роста может быть трудно из-за проблем спроса. Согласно текущим прогнозам, в большинстве стран, включая страны с развитой экономикой, темпы роста будут положительными в течение следующих нескольких кварталов, но в этой связи необходимо сделать две оговорки:

- Рост будет недостаточно энергичным, чтобы снизить безработицу, пик которой ожидается лишь в следующем году.
- Реализация этих прогнозов положительных темпов роста в значительной мере зависит от совокупности бюджетного стимула и восстановления запасов компаниями, а не от высоких уровней частного потребления и инвестиций в основные фонды. Рано или поздно необходимо будет постепенно изъять бюджетный стимул. Корректировки уровней запасов также естественным образом завершатся.

В связи с этим возникает вопрос, за счет чего будет поддерживаться этот подъем.

Свою роль в этом должны сыграть два вида перебалансирования: во-первых, — перебалансирование от государственных расходов к частным, во-вторых, — перебалансирование совокупного спроса между странами, включающее переориентацию с внутреннего на внешний спрос в США и обратный сдвиг от внешнего к внутреннему спросу в остальном мире, особенно в Азии.

Перебалансирование государственных и частных расходов

Меры налогово-бюджетной политики для преодоления кризиса включали повышение государственных расходов, снижение налогов и допущение значительно большего бюджетного

дефицита. Учитывая обвал частного спроса и невозможность урезать процентные ставки ниже нуля, правительства, несомненно, избрали правильные меры. Однако высокие уровни дефицита вызвали быстрое увеличение долга, а поскольку уровни долга уже были высокими во многих странах, такое увеличение может продолжаться лишь ограниченное время. Ввиду сохраняющихся высоких уровней дефицита возникают все более серьезные сомнения в устойчивости долговой ситуации. Это сопряжено с риском повышения долгосрочных процентных ставок как вследствие ожидаемого вытеснения с рынка частных заемщиков государственными заемщиками, так и ввиду повышения риска дефолта.

Сколько еще может продолжаться предоставление бюджетных стимулов? Само по себе, в большинстве стран с развитой экономикой, вероятно, не очень долго. Среднее отношение долга к валовому внутреннему продукту (ВВП) в странах с развитой экономикой Группы 20-ти было высоким до кризиса и, по прогнозам, в следующие несколько лет превысит 100 процентов. (Существенно иная ситуация сложилась в ряде стран с формирующимся рынком, где долг изначально был намного ниже, и имеется больше возможностей для финансирования расходов за счет дефицита).

«Свою роль должны сыграть два вида перебалансирования: во-первых, — перебалансирование от государственных расходов к частным, во-вторых, — перебалансирование совокупного спроса между странами».

Оговорка «само по себе» имеет существенное значение. Срок действия стимула может быть продлен, если он будет сочетаться со структурными мерами для ограничения роста программ социальных пособий в будущем в результате повышения затрат на здравоохранение или увеличения пенсионных расходов ввиду старения населения. Этот компромисс довольно привлекателен. Оценки МВФ свидетельствуют о том, что бюджетные издержки, связанные с будущим увеличением пособий, в 10 раз превышают бюджетные издержки, связанные с кризисом. Таким образом, даже небольшое снижение темпов роста социальных программ может обеспечить значительные бюджетные возможности для дальнейшего стимулирования экономики.

Однако со временем бюджетный стимул необходимо будет свернуть, и на смену ему должен прийти частный спрос. Принципиальным вопросом является источник этого спроса, будь то потребление или инвестиции.

Перебалансирование спроса между странами

США не только стояли у истоков кризиса, они также являются важнейшим фактором достижения мирового подъема. Потребление составляет 70 процентов общего объема спроса в США, и его снижение было главной краткосрочной причиной сокращения объема производства во время этого кризиса. Отношение сбережений к располагаемому доходу домашних хозяйств США, которое в 2007 году было близко к нулю, повысилось до приблизительно 5 процентов. Вернется ли норма сбережения к уровню 2007 года? Такой вариант был бы нежелателен, и он маловероятен.

С одной стороны, повышение уровня сбережений за прошедший год, вероятно, отчасти отражало выжидательную позицию потребителей, которая уйдет в прошлое, когда ситуация прояснится. С другой стороны, норма сбережения обычно повышается с увеличением объема производства и дохода. Кроме того, даже если финансовое благосостояние вернется к своему докризисному уровню за счет повышения стоимости жилья (что представляется нежелательным и маловероятным) или акций, и объем производства вновь выйдет на свою трендовую траекторию, потребители в США все еще, вероятно, будут делать больше сбережений. Причина в том, что кризис заставил их более ясно осознать риски больших отклонений — событий, которые маловероятны, но если они все же произойдут, могут иметь сокрушительные последствия.

В период до кризиса было символично верить в то, что цены на жилье, если когда-либо и снижаются, то редко (это убеждение было одной из главных причин кризиса). Другим символом веры, который подкреплялся более убедительными историческими данными, было то, что инвесторы могут рассчитывать на шестипроцентный годовой доход от акций. Снижение цен на фондовом рынке в прошлом году показало, что эту доходность нельзя принимать как должное и что для обеспечения надежного пенсионного дохода может потребоваться больше сбережений. Таким образом, потребители в США, вероятно, будут откладывать больше сбережений, по крайней мере пока не забудут уроки кризиса. Наиболее вероятное предположение (за неимением других существенных источников) заключается в том, что норма сбережения домашних хозяйств США как минимум будет оставаться на текущем уровне. Это означает снижение на пять процентных пунктов отношения потребления к располагаемому доходу относительно докризисного периода или снижение отношения потребления к ВВП приблизительно на три процентных пункта. Проще говоря, доля других источников кроме потребления в совокупном спросе США должна возрасти на три процента.

Станут ли таким источником инвестиции? Это также представляется маловероятным. Инвестиции в жилье, в процентах ВВП, были слишком высокими в годы, предшествующие кризису, и потребуются значительное время, чтобы ликвидировать запасы непроданных домов. Пока этого не произойдет, уровень инвестиций в жилье будет оставаться низким. Будут ли инвестиции в основные фонды, также в процентах ВВП, выше после кризиса, чем до него? Скорее всего, нет. Использование мощностей упало до рекордно низкого уровня, и нескоро вернется к прежнему уровню. Банки, возможно, платежеспособны в настоящее время, но они все еще ужесточают предоставление кредитов, и жесткие стандарты кредитования, вероятно, будут сохраняться еще долго. Менее эффективное финансовое посредничество скажется не только на предложении, но и на спросе. Опять же, опыт «бескредитных» подъемов позволяет предположить, что уровень инвестиций будет оставаться низким еще длительное время.

Могут ли помочь низкие процентные ставки?

Вероятно, при любой данной процентной ставке частный внутренний спрос США еще долго будет слабым — слабее, чем до кризиса. Однако обратите внимание на оговорку «при любой данной процентной ставке». Представляется, что она дает некоторые основания для оптимизма. Краткосрочная безрисковая ставка сейчас ниже, чем в годы до кризиса. В течение трех лет, предшествующих кризису, средняя номинальная ставка по казначейским векселям США составляла четыре процента, а средний уровень инфляции был равен трем процентам. В результате реальная, то есть за вычетом инфляции, ставка равнялась одному проценту. Сегодня став-

ка по казначейским векселям приблизительно равна нулю, и инфляционные ожидания, по-видимому, закрепились на уровне около двух процентов. Это подразумевает реальную ставку около -2 процентов, что на три процентных пункта ниже ее уровня до кризиса. Федеральная резервная система может в случае необходимости оставить ставку интервенции (ставку по федеральным фондам) на нулевом уровне, и поскольку инфляционные ожидания будут, скорее, повышаться, чем снижаться, реальные ставки, вероятно, будут оставаться отрицательными. Согласно старому эмпирическому правилу, если реальная ставка снизилась на один процентный пункт, и ожидается, что этот уровень будет некоторое время сохраняться, это приводит к повышению совокупного спроса приблизительно на один процент. Казалось бы, достаточно снизить реальную ставку на три процентных пункта, чтобы преодолеть осторожность потребителей и компаний и поддержать экономический подъем.

Однако этого может оказаться недостаточно. Для спроса существенна не сама по себе ставка интервенции, а ставка, по которой потребители и компании могут заимствовать средства. Как ясно показал текущий кризис, ставка, по которой потребители и компании получают кредиты, нередко намного выше ставки интервенции. Премии за риск по облигациям США с рейтингом BBB, например, сейчас почти на три процентных пункта выше, чем до кризиса. Это представление о повышенном уровне риска вполне может оказаться долговременным наследием кризиса. (Великая депрессия привела к значительному повышению премий за риск по акциям, которые оставались повышенными почти четыре десятилетия. Однако Великая депрессия продолжалась длительное время, и текущий кризис, скорее всего, не вызовет столь же сильного психологического эффекта). Таким образом, повышение премий за риск может, по крайней мере отчасти, компенсировать снижение ставок интервенции. Разработчики политики в США не могут рассчитывать добиться устойчивого подъема в США только за счет низких процентных ставок.

Может ли помочь Азия?

Если необходимо постепенно устранить бюджетный стимул, и если частный внутренний спрос слаб, то для достижения подъема в США необходимо увеличить их чистый экспорт. Иными словами, должен сократиться дефицит счета текущих операций США. Это означает, что остальные страны мира, которые теперь имеют значительный профицит счета текущих операций, должны сократить этот профицит. За счет чего можно достичь такого сокращения?

Вполне естественно в первую очередь обратить взгляд на страны, имеющие значительный профицит счета текущих операций. В их числе наиболее видное место занимают страны Азии, а среди них более всех выделяется Китай. С точки зрения США, уменьшение профицита счета текущих операций Китая помогло бы укрепить спрос и поддержать подъем в США. Это привело бы к увеличению объема импорта из США, что помогло бы поддержать мировой экономический подъем.

Почему Китай мог бы пойти на такой шаг? Потому что это, вполне возможно, отвечает его интересам: рост китайской экономики опирается на модель на основе экспорта, зависящую от высокой нормы сбережения, которая приводит к низкому внутреннему спросу, и от низкого обменного курса, который порождает высокий внешний спрос. Эта модель работает очень успешно, но приводит к накоплению чрезвычайно больших резервов, и в настоящее время усиливаются требования повысить уровень потребления. Высокая норма сбережения обусловлена недостаточным социальным страхованием и, как следствие, высокими страховыми сбережениями домашних хозяйств, ограниченным доступом домаш-

них хозяйств к кредиту и недостатками управления в компаниях, которые побуждают их сохранять слишком большую часть своей прибыли. Предоставление более широкого социального страхования, увеличение доступа домашних хозяйств к кредиту и совершенствование управления компаний — все эти шаги желательны сами по себе и привели бы как к снижению уровня сбережений, так и к повышению внутреннего спроса. Если такое увеличение спроса столкнется с ограничениями в области предложения, его придется отчасти компенсировать снижением внешнего спроса, что означает укрепление курса китайского юаня, по крайней мере в реальном выражении. Как повышение спроса на импорт в Китае, так и укрепление юаня способствовали бы росту чистого экспорта США.

«Это привело бы к увеличению объема импорта из США, что помогло бы поддержать мировой экономический подъем».

Другие страны Азии с формирующимся рынком также имеют значительный профицит счета текущих операций. При этом они руководствуются различными соображениями — некоторые хотят накопить резервы в целях страхования, другие избирают стратегию роста на основе экспорта, которая косвенным образом затрагивает счет текущих операций и накопление резервов. Многие из этих стран могли бы уменьшить сбережения, государственные или частные (как показывает резкое сокращение сбережений домашних хозяйств в Корею с 1990-х годов), и допустить укрепление своих валют. Это привело бы к переориентации с внешнего на внутренний спрос и снижению их профицита счета текущих операций.

Вместе с тем, эти страны не имеют столь сильных стимулов, как Китай. Наличие значительных резервов оказалось очень полезным в период текущего кризиса. Своповые линии центральных банков и многосторонние кредитные линии, такие как «гибкая кредитная линия», созданная МВФ во время кризиса, могут уменьшить спрос на резервы. Однако своповые линии и кредитные линии могут не быть возобновлены по истечении срока и поэтому не обеспечивают той же степени защиты, что резервы. (Создание механизмов, призванных значительно уменьшить накопление резервов, также было бы желательным в долгосрочной перспективе и помогло бы поддержать подъем в краткосрочной и среднесрочной перспективе.) Таким образом, страны, избравшие экспортную модель роста, могут пересмотреть эту политику, уделяя больше внимания внутреннему спросу, но любые изменения, вероятно, будут происходить лишь постепенно.

Чтобы получить представление о порядке величин, полезно провести еще один приблизительный расчет. ВВП стран Азии с формирующимся рынком составляет примерно 50 процентов ВВП США (по прогнозу, это отношение повысится до 70 процентов к 2014 году). Следовательно, если бы весь объем их торговли приходился на США, странам Азии пришлось бы уменьшить свою позицию по счету текущих операций на 4 процента ВВП, чтобы улучшить состояние счета текущих операций США, скажем, на два процента ВВП (исходя из допущения о трехпроцентном снижении отношения потребления к ВВП минус повышение на один процент в результате снижения реальных процентных ставок). Поскольку страны Азии с формирующимся рынком торгуют не только с США, корректировки, вероятно,

должны быть еще больше. В связи с этим возникает вопрос о том, могут ли и должны ли другие страны сыграть определенную роль.

Какова будет роль неазиатских стран?

Ряд других стран, включая некоторые страны с развитой экономикой, также имеют профицит счета текущих операций. Например, Германия в 2008 году имела профицит, равный половине профицита счета текущих операций Китая (хотя он быстро сокращается); профицит Японии равен трети профицита Китая.

Следует ли, например, Германии сократить свой профицит? Она не может следовать предложенному для Китая пути, то есть повышать курс валюты параллельно с сокращением сбережений. Поскольку Германия входит в зону евро, она не имеет возможности самостоятельно провести повышение курса. При этом в области спроса она испытывает во многом ту же проблему, что и США: возможности ее бюджета ограничены, и нет уверенности в том, что желательно или реально добиться снижения сбережений немецкими потребителями. Вместе с тем, Германия могла бы повысить производительность в своем невеннесторговом секторе, что отвечало бы ее интересам. Это со временем привело бы к перераспределению спроса в пользу невеннесторговых товаров и услуг и снизило бы профицит счета текущих операций страны.

Эта же аргументация применима к Японии. Но, поскольку такие структурные реформы трудно осуществить по политическим причинам, а их результаты проявляются нескоро, этот процесс, вероятно, будет проходить медленно, слишком медленно, чтобы обеспечить существенную поддержку экономического подъема в течение следующих нескольких лет. Следовательно, чтобы перебалансирование могло произойти в ближайшее время, оно, вероятно, должно исходить главным образом из Азии, за счет сокращения сбережений и укрепления валют стран Азии по отношению к доллару.

Что если перебалансирования не произойдет?

Из этого мирового обзора можно сделать три вывода:

- Во-первых, кризис, вероятно, привел к снижению потенциального объема производства. Не следует ожидать очень высоких темпов роста в период экономического подъема.
- Во-вторых, устойчивый подъем в США и в других странах со временем потребует перебалансирования от государственных расходов к частным.
- В-третьих, для устойчивого подъема, вероятно, потребуются повышение чистого экспорта в США и соответствующее снижение чистого экспорта в остальном мире, в основном в Азии.

Можно поставить под вопрос обоснованность всех трех выводов.

В области предложения влияние на потенциальный объем производства характеризуется значительной неопределенностью. Все же, несмотря на внушающие пессимизм исторические данные, некоторые страны смогли преодолеть банковские кризисы без видимого ущерба для потенциального объема производства (с другой стороны, некоторые страны испытали долговременные негативные последствия не только для уровня ВВП, но и для темпов его роста).

В области спроса бюджетные возможности стран с развитой экономикой могут быть больше, чем ожидалось, что позволит США сохранять более продолжительный дефицит и более высокий уровень долга, чем прогнозируется в настоящее время, не вызывая у участников рынка беспокойства относительно устойчивости долговой ситуации. В этом случае перебалансирование частных и государственных расходов, если потребуются, можно проводить медленнее, что даст

больше времени для перебалансирования мирового спроса. С другой стороны, частный спрос в США может оказаться более высоким: американские потребители могут вернуться к старым привычкам и откладывать меньше сбережений. Это будет способствовать подъему экономики и позволит избежать необходимости существенной корректировки чистого экспорта, хотя в долгосрочной перспективе это вновь породило бы некоторые из проблем, которые и вызвали текущий кризис. Возможно также, что произойдет «расстыковка» мировой экономики, например, что Азия сможет вернуться к высоким темпам роста, в то время как в странах с развитой экономикой подъем застопорится. Однако текущий кризис и прочные экспортные связи, которые превратили шок в США в мировую рецессию, говорят о том, что такая расстыковка маловероятна, хотя и возможна.

«Чтобы перебалансирование могло произойти в ближайшее время, оно, вероятно, должно исходить главным образом из Азии, за счет сокращения сбережений и укрепления валют стран Азии по отношению к доллару».

В то же время, если согласиться с тем, что для устойчивого подъема, скорее всего, потребуются оба вида перебалансирования, следующий вопрос в том, произойдут ли они в действительности. Очевидно, что они могут не состояться, по крайней мере в необходимом масштабе. Если, например, Азия не согласится уменьшить свой профицит счета текущих операций, и чистый экспорт США существенно не возрастет, то слабый частный спрос в США может привести к вялому подъему в экономике страны. В этом случае вероятно сильное политическое давление с целью продлить действие бюджетного стимула, пока не восстановится уровень частного спроса.

Если это произойдет, можно представить себе различные сценарии: это политическое давление может встретить противодействие, бюджетный стимул может быть постепенно изъят, и подъем в США может затормозиться. Или же бюджетный дефицит может сохраняться слишком долго, что породит проблемы устойчивости долга и обеспокоенность относительно государственных облигаций США и доллара и вызовет значительные оттоки капитала из США. Курс доллара может снизиться, но неупорядоченным образом, вызвав очередной эпизод нестабильности и значительной неопределенности, что само по себе может подорвать подъем.

Для поддержания начинающегося подъема, вероятно, потребуются тонкие меры перебалансирования как внутри стран, так и между странами. Понимание проблем и рисков и те или иные формы координации действий стран, вероятно, будут столь же важны в следующие несколько лет, как и в самый разгар кризиса. ■

Оливье Бланишар — экономический советник и директор Исследовательского департамента МВФ.