

Искатель финансовых линий разлома



Лора Уоллес
представляет Рагурама
Раджана, прозорливого
финансового экономиста,
руководящего
в настоящее время
центральный банк
Индии

РАГУРАМ Раджан, возглавляющий в настоящее время центральный банк Индии, был самым молодым главным экономистом МВФ и первым экономистом не из стран Запада.

Но когда в 2003 году сорокалетний Раджан появился в штаб-квартире МВФ в Вашингтоне, многие его коллеги подумали, что он ошибся зданием. В тот день профессор финансовых наук из Чикагского университета в первый раз вышел на работу в качестве экономического советника и директора Исследовательского департамента. Он был уважаемым финансовым экономистом, но эту должность ранее всегда занимал ведущий специалист по макроэкономике. А для макроэкономистов, работающих в МВФ, Раджан был неизвестной фигурой.

Но МВФ не случайно остановил свой выбор на Раджане: после азиатского финансового кризиса конца 1990-х годов Фонд стремился укрепить свой экспертный потенциал в финансовой сфере. Энн Кригер, будучи в то время первым заместителем директора-распорядителя, была второй по должности в МВФ, незадолго до того прочла книгу «Спасти капитализм от капиталистов» (2003), написанную Раджаном в соавторстве с Луиджи Зингалесом; она позвонила Раджану. Раджан вспоминает, что на вопрос, заинтересован ли он в должности главного экономиста, он ответил: «Знаете, Энн, я ничего не смыслю в макроэкономике». На что Кригер пошутила: «Да и я тоже». Он решил попробовать и вылетел на собеседование.

Десятилетие спустя, когда Раджан в первый раз вышел на работу как управляющий Резервного банка Индии (РБИ), никто уже не сомневался в том, что он пришел по правильному адресу. Можно сказать, что вся его научная работа со времени его докторской диссертации 1991 года об опасностях кумовских отношений между банками и компаниями была подготовкой к этому дню. Кроме того, период его работы в МВФ обогатил его ценным опытом — не только в разработке политики, но и в отношениях со странами с развитой экономикой. Как отмечает один бывший коллега, Раджан может отстаивать свою позицию, потому что он «не испытывает благоговения» перед ведущими индустриальными державами. Он также был одним из немногих экономистов, предупреждавших о рисках

финансовых инноваций до того, как сокрушительный финансовый кризис поразил США в 2007 году и затем потряс мировую экономику.

От Раджана многого требуют и многого ожидают, как внутри страны, так и в мире. Он руководит центральным банком Индии в период, когда страна пытается восстановить высокие темпы экономического развития, и директивные органы всего мира обращаются к нему за рекомендациями по реформированию глобальной финансовой системы. Неудивительно, что профессор Чикагского университета является сторонником свободных рынков, но, как он писал в своей книге 2003 года, он также рассматривает рынок как «неустойчивый институт, следующий по узкой стезе между Сциллой чрезмерного государственного вмешательства и Харибдой недостаточной государственной поддержки».

При этом Раджана трудно отнести к определенному экономическому лагерю. Он предпочитает называть себя «прагматиком». Как он сказал в интервью *Ф&Р*: «Результаты определяются не только экономикой, но и накладываемым на нее политическим слоем, и этот политический слой намного меньше изучен, чем экономика. Поэтому соединение этих двух слоев, по существу, представляет собой сложный процесс навигации. Как добиться того, чтобы разумные экономические принципы возобладали?»

Спасение капитализма

Раджан родился в Бхопале, в центральной Индии, в 1963 году, но провел значительную часть детства в Индонезии, Шри-Ланке и Бельгии (его отец находился на дипломатической службе) и вернулся в Индию в 11 лет. Он рассказывает, что его увлечение вопросами финансов началось в период учебы в магистратуре Индийского института управления в Ахмедабаде, после получения степени бакалавра технических наук в Индийском технологическом институте в Дели. Он вспоминает, как прочел описание разработанной нобелевским лауреатом Робертом Мертоном теории рационального ценообразования на опционы (формулы оценки стоимости опционов, представляющих собой контракты, которые дают покупателю право в будущем купить или продать финансовый актив по установленной цене). По его словам, его поразило не только «математическое изящество» этой теории, но и ее «полезность в реальном мире». В 1991 году он получил степень доктора финансовых наук в Школе управления им. Слоуна Массачусетского технологического института и стал доцентом Школы бизнеса им. Бута при Чикагском университете (оба эти заведения привлекали ведущих исследователей ценообразования на опционы).

В следующие 12 лет Раджан в основном работал в Школе им. Бута, где преподавал банковское дело и финансы, одновременно проводя широко цитируемые исследования с такими коллегами, как Даг Даймонд и Зингалес. В январе 2003 года Раджан стал первым лауреатом премии им. Фишер-Блэка Американской финансовой ассоциации, присуждаемой ведущему исследователю моложе 40 лет в области финансов, за «новаторский вклад в наши познания о финансовых институтах, механизмах работы современной корпорации и причинах и последствиях развития финансового сектора в различных странах».

В объявлении о присуждении премии отмечалось, что «в то время как многие экономисты превозносили достоинства банковского финансирования, Раджан в своей авторитетной докторской диссертации указал, что кумовские отношения между банками и компаниями, такие как, например, в Японии, могут приводить к негативным последствиям». Далее упоминается его совместная работа с Даймондом, «связывающая воедино микроэкономическую теорию банковской деятельности с макроэкономической теорией», а также проли-

вающая дополнительный свет на «то, какую роль играют банки в предоставлении ликвидности, почему эта функция делает банки столь подверженными системным кризисам и почему изменения в денежно-кредитной политике оказывают такое значительное влияние на банковское кредитование». Упоминается также его работа с Зингалесом, в которой был пред-

«Это процесс навигации. Как добиться того, чтобы разумные экономические принципы возобладали?»

ложен «новый метод точного определения влияния институтов на экономический рост» и показано, что «отрасли, зависящие от внешнего финансирования, растут быстрее в странах с более развитой финансовой системой», что способствовало «развенчанию представления о том, что финансовая система страны является второстепенным элементом, мало влияющим на экономический рост».

Раджан и Зингалес развили эти выводы в книге 2003 года, в которой доказывается, что многие страны имеют слабо развитые финансовые системы из-за политического сопротивления элиты, которая боится потерять свое положение, если доступ к финансам станет более свободным и ей придется столкнуться с конкуренцией. Раджан считает эту книгу столь же актуальной сегодня, ввиду произошедшего, по его мнению, после финансового кризиса сдвига в сторону чрезмерного налогообложения и регулирования экономики, в то время как на самом деле требуется «сохранять гибкость экономики в поиске решений».

Раджан впоследствии получил еще много премий, включая индийскую премию Infosys по общественным наукам (экономика) в 2011 году и премию Deutsche Bank по финансовой экономике в 2013 году. На церемонии награждения во Франкфурте Даймонд, один из докладчиков, сказал, что Раджан «всегда работает, четко представляя себе, как темы и результаты его исследования могут сделать мир лучше». Он также назвал Раджана «невероятно справедливым человеком» и «голосом благоразумия на нашей кафедре», отметив, что в Чикагском университете, и особенно в Школе им. Бута, «у него практически нет врагов, несмотря на его твердые позиции по спорным вопросам».

Из научного мира в МВФ

В августе 2003 года Раджан сменил на посту главного экономиста МВФ известного выходца из Гарварда Кеннета Рогоффа. Раджан признает, что «это был интересный период адаптации». Он вспоминает с улыбкой, что, «после Кена Рогоффа, этого гиганта макроэкономики, реакция была — это еще кто? какой такой Раджан?» Он говорит, что «в первую очередь, нужно было доказать, что я кое-что понимаю в макроэкономике», и он много работал, чтобы сохранить — и привлечь — хороший коллектив. «Когда у людей возникло желание приходить работать [в Исследовательский департамент], я понял, что дела у нас пошли на лад».

При относительно спокойной ситуации в мировой экономике (потрясения, вызванные дефолтом Аргентины, наконец стихли в конце 2001 года) Раджану удалось расширить исследования по финансовому сектору и проанализировать способы интеграции вопросов финансового сектора в экономические страновые модели МВФ. Эта задача могла представляться посильной,

поскольку МВФ уже располагал моделями для анализа налогово-бюджетных и денежно-кредитных аспектов. Однако создать модель по финансовым вопросам оказалось намного труднее. Как следствие, хотя считается, что Раджан заложил основу этого направления, эта работа во многом остается незавершенной, не только для исследователей МВФ, но и для сотен ученых.

Основное отличие заключается в том, что десятилетие назад создание такой модели не считалось срочной задачей, тогда как теперь это один из приоритетов. Как Раджан писал в 2013 году в статье для сайта Project Syndicate: «В преддверии финансового кризиса 2008 года макроэкономисты в своих моделях по странам с развитой экономикой обычно исключали роль финансового сектора. Поскольку серьезных финансовых кризисов не было со времен Великой депрессии, было удобно просто полагать, что финансовые каналы исправно работают на заднем плане. Упрощенные таким образом модели предлагали меры политики, которые казались действенными, — пока не происходила закупорка каналов. Причиной этого срыва была перегрузка каналов в результате «стадного поведения» под воздействием мер политики, которое мы только начинаем понимать».

Главный экономист МВФ Оливье Бланшар говорит, что мы значительно продвинулись в нашем представлении о финансовой системе, в выявлении некоторых видов рисков и получении данных, позволяющих нам больше работать в режиме реального времени. Однако нельзя сказать, что мы добились полного понимания этих вопросов, и интеграция этих двух аспектов, хотя и улучшается, еще не достигла достаточного уровня». Принципиальная проблема, говорит Бланшар, в том, что «мы точно не знаем, что означает финансовая стабильность». Он также опасается, что макрофинансовая модель может оставаться ускользающей целью, — что «это будет бесконечной игрой в кошки-мышки», — поскольку «мы можем определить риски сегодня, но через два года мы, возможно, будем иметь дело с другой группой рисков в другой части финансовой системы».

Ключевая роль Раджана в этих финансовых дискуссиях связана с его способностью, по мнению некоторых коллег, «видеть лес за деревьями». Заместитель директора Исследовательского департамента МВФ Стейн Классенс говорит, что Раджан относится к «немногочисленной группе людей, которые обладают научной и профессиональной квалификацией для обсуждения вопросов макроэкономики и познаниями в области финансов в плане институциональных элементов, а также видят связи между ними и порядок их координации и взаимодействия». Анил Кашьяп из Чикагского университета (также соавтор Раджана) сказал: «Доводы относительно определения процентных ставок обычно довольно просты. С другой стороны, развивающаяся дискуссия о том, как обеспечить финансовую стабильность, намного более многогранна, отчасти ввиду отсутствия у нас стандартной рабочей модели. Важное преимущество Рагурама в том, что он обладает четким видением финансовой системы и ее сильных сторон и проблемных аспектов. Думаю, именно поэтому он находится в авангарде обсуждения вопросов финансовой стабильности».

Противостояние в Джексон-Хоуле

Нельзя сказать, что концепции Раджана всегда находили благосклонный отклик. В августе 2005 года он подвергся жесткой критике после оказавшейся впоследствии провидческой речи об опасностях, тающих в финансовой системе. Его пригласили выступить с анализом эволюции финансовой системы при председателе Совета ФРС Алане Гринспене (накануне его выхода на пенсию) на ежегодном симпозиуме руководителей центральных банков и других влиятельных экономистов

Нежелание замечать «красные флажки»

Мог ли Рагурам Раджан как-то донести свою мысль до собравшихся в Джексон-Хоуле? Он думает, что не мог, по двум причинам.

Во-первых, в экономике царили хорошие времена, поэтому трудно было убедить людей предпринять шаги, которые могут замедлить рост, для устранения маловероятного риска. Ведь ФРС только что справилась с кризисом интернет-компаний путем вливания ликвидности на рынок, и было представление, что «если разразится новый кризис, его можно преодолеть таким же образом, — хотя в этот раз проблема заключалась в банковских кредитах, а не в снижении рыночной стоимости», как он сказал *Фэш-Р*.

Во-вторых, это выступление состоялось на торжествах в честь председателя ФРС Алана Гринспена, который придерживался распространенного мнения о том, что «основные участники финансовой системы не заинтересованы в том, чтобы отклоняться от намеченного курса», — и попытаться убедить аудиторию в обратном было задачей не из легких. «Они умницы. Это люди из Goldman Sachs, из JPMorgan. Им платят кучу денег. Они умнее всех вокруг. С какой стати им подрывать свой бизнес? И почему мы, низкооплачиваемые работники органов регулирования, возмнили, что знаем об их бизнесе больше, чем они сами? На самом деле мы не знаем об их бизнесе больше них, но у нас другие стимулы. Они яростно конкурируют, чтобы урвать кусок побольше. А мы — те, кто может их остановить».

в Джексон-Хоуле, Вайоминг. По его словам, он ожидал, что исследования покажут, что впечатляющий рост финансовых рынков снизил риски для банков, но данные, собранные его сотрудниками, говорят о противоположном.

В присутствии Гринспена в аудитории Раджан выступил с сообщением по материалам своей работы «Повысило ли финансовое развитие уровни риска в мире?» Он предостерег, что недавние финансовые инновации (такие как свопы кредитного дефолта, которые обеспечивают страхование от дефолтов по облигациям) могут вызвать «более высокую (хотя все еще небольшую) вероятность катастрофического обвала». Этот тезис был негативно воспринят в некоторых кругах. Бывший министр финансов США Лоуренс Саммерс назвал посыл Раджана «слегка луддитским» и «во многом необоснованным». Заместитель председателя Совета ФРС Дональд Кон высказал предположение, что Раджан ностальгирует по старым временам, когда в финансовых системах доминировали банки, — что Раджан категорически отрицал.

Раджан писал, что уезжая из Вайоминга, он испытывал некоторую тревогу — не из-за критических замечаний, а потому что «критики, казалось, игнорировали происходящее у них на глазах» (см. вставку). Несколько лет спустя его предупреждение сбылось: в 2007 году произошел крах на рынке непервоклассных ипотечных ценных бумаг США, который привел к мировому финансовому кризису.

Разумеется, период работы Раджана в МВФ вместил много другого помимо Джексон-Хоула. По его словам, это был ценнейший опыт обучения на практике, в ходе которого он совершенствовал свои макроэкономические навыки. Он также углубился в искусство разработки глобальной экономической политики, например, возглавив группу экспертов для содействия некоторым из основных стран в сокращении их огромных (и беспрецедентных) отклонений от равновесия платежного баланса. Это был также его первый опыт в качестве менеджера — в Исследовательском департаменте под его руководством было сто сотрудников. Теперь же это число, наверное, кажется просто незначительным, ведь в РБИ он руководит персоналом из 17 000 человек.

По словам бывших коллег по МВФ, что отличает Раджана — это его скромность, порядочность и интеллектуальная любознательность и строгость. Заместитель директора Исследовательского департамента Джонатан Остри говорит, что Раджан «дает людям возможность реализовать их идеи и ставит практически всю выполненную работу им в заслугу, даже когда сам он внес в нее весомый вклад». Он также был «готов высказывать спорные мнения как внутри организации, так и вне ее (насколько позволяли рамки его должности) в степени, которую, честно говоря, мне не приходилось наблюдать раньше».

В декабре 2006 года, по окончании контракта с МВФ, Раджан вернулся в Чикаго, где он располагал временем и свободой выбора научной тематики для более глубокого изучения последствий финансовых инноваций. Результатом этой работы стала книга *«Линии разлома»*, отмеченная премией Financial Times–Goldman Sachs за лучшую книгу по бизнесу 2010 года. Раджан предостерегает от того, чтобы делать из финансового сектора («банкиры сошли с ума») козла отпущения за кризис, так как причина кризиса заключается в сложных и разнообразных линиях разлома, включая:

- внутренние политические требования (вызванные неравенством дохода), в результате которых был обеспечен легкий доступ к кредиту;
- стратегии роста на основе экспорта (например, в Китае, Германии и Японии), зависящие от финансируемого за счет долга спроса потребителей США;
- большее принятие финансовых рисков ввиду уверенности в том, что государство придет на помощь в случае трудностей.

Возвращение в Индию

Хотя Раджан сделал карьеру в США, он не забывал Индию, которая была темой многих его выступлений и исследований. Он говорит, что его привлекла экономика, потому что она дает ему возможность помочь Индии войти в «пантеон наций». В 2008 году ему представился шанс участвовать в формировании финансового сектора Индии, когда он был председателем государственной комиссии высокого уровня по реформам финансового сектора. В докладе комиссии, озаглавленном «Сто маленьких шагов», было рекомендовано, чтобы РБИ руководствовался одной целью обеспечения низкой и стабильной инфляции, а не разбрасывался на несколько целевых установок (таких как инфляция, обменный курс и потоки капитала).

В нем также предлагалось, чтобы Индия приняла меры для расширения доступа к финансовым услугам, включая кредитные, сберегательные и страховые инструменты (особенно в сельских районах, где большинство людей не имели доступа к официальным источникам кредита и страхования), сократила значительное государственное присутствие в банковской системе и повысила уровень иностранного участия на финансовых рынках страны.

В сентябре 2013 года он принял бразды правления РБИ — после пяти лет консультирования премьер-министра Манмохана Сингха из Чикаго и года работы главным экономическим советником Министерства финансов в Мумбае. В то время рынки Индии переживали потрясения из-за ускорения инфляции, крупных дефицитов бюджета и счета текущих операций и замедления экономического роста. Но Раджан принял незамедлительные меры, чтобы стабилизировать рупию, резко снизить инфляцию и нарастить валютные резервы, — за что был прозван «рок-звездой» в местных СМИ. Он также быстро заложил основу для принятия целевого показателя инфляции и проводит многие другие реформы, рекомендованные в докладе «Сто маленьких шагов».

Раджан надеется, что РБИ сможет помочь Индии в создании рабочих мест, обеспечивая макроэкономическую ста-

бильность. Каушик Басу (предшественник Раджана на посту главного экономического советника Индии) надеется, что при этом Раджан может побудить РБИ «немного больше экспериментировать». Басу говорит, что странам с формирующимся

Хотя Раджан сделал карьеру в США, он не забывал Индию.

рынком не нужно так привязываться к методам денежно-кредитной политики, хорошо зарекомендовавшим себя в основных промышленно развитых странах, хотя риски мер центральных банков по воздействию на экономику настолько значительны, что «большинство центральных банков избирают безопасный вариант и следуют этим правилам». Басу отмечает, что центральные банки могут сказать, «Эта политика дала очень хорошие результаты в одной из богатых стран, но, возможно, не подходит для моей страны, поэтому я попробую немного другой вид интервенций для влияния на процентные ставки», поэкспериментирую «с новыми мерами политики, чтобы проверить их эффективность. Рагурам в состоянии это делать благодаря своему опыту и знаниям».

В мировых финансовых кругах Раджан попал в заголовки газет в начале 2014 года, когда сказал индийскому отделению Bloomberg, что «система международного валютного сотрудничества вышла из строя», имея в виду сообщение ФРС о том, что она рассматривает возможность свертывания некоторых мер стимулирования, которые были введены для оживления экономики США. Позже он выступил с публичной критикой основных центральных банков за то, что они думали только об интересах своих стран без учета финансовых трудностей, которые их политика низких процентных ставок вызывала в странах с формирующимся рынком. Этим странам пришлось иметь дело с огромными притоками средств в поисках большей доходности. В связи с этим он призывает центральные банки в странах происхождения этих средств «пересмотреть свои цели с учетом среднесрочных последствий ответных мер политики стран-получателей, таких как продолжительные валютные интервенции».

Как Раджан отметил в своей лекции 2013 года в Банке международных расчетов, «в мире, соединенном массовыми потоками капитала, денежно-кредитная политика в крупных странах служит общей педалью акселератора для мировой экономики. Ваша машина может по-прежнему буксовать в глубокой канаве, даже с отжатым акселератором, но это может вынудить остальной мир намного превысить ограничение скорости. Если страны во всем мире мало что могут сделать, чтобы избежать вторичных эффектов нетрадиционных мер политики, исходящих от крупных центральных банков, может быть, таким центральным банкам следует учитывать эти вторичные эффекты в своей политике? Как это сделать? И будет ли это возможно с политической точки зрения?»

Теперь Раджан получил возможность, которая редко выпадает ученым, — воплотить на практике то, за что он давно выступает. РБИ (а также центральные банки в других странах с формирующимся рынком) — быть может, не самый мощный автомобиль, но для Раджана этот шанс стать образцовым водителем — возможность, предоставленная раз в жизни! ■

Лора Уоллес — консультант по общественным коммуникациям и бывший главный редактор Ф&Р.