

Т.А.Кричевская, канд. экон. наук,
стар. науч. сотр., Институт экономики и прогнозирования
НАН Украины

ГЛОБАЛИЗАЦИЯ И ЭВОЛЮЦИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СОСТАВЛЯЮЩЕЙ ДОВЕРИЯ ГОСУДАРСТВУ

Обеспечение доверия к макроэкономической политике государства формируется как самостоятельная научная и практическая проблема в конце 1970-х годов, вскоре после падения Бреттон-Вудской валютной системы, – последней формы материального поддержания доверия к экономической политике государств путём обеспечения их банкнот золотыми запасами США. В этот период появляются исследования роли ожиданий в макроэкономической политике, осуществляется их формализация в макроэкономических моделях, а государства создают специальные институты, обеспечивающие доверие к макроэкономической политике государства. Один из таких институтов – монетарный режим (по определению А.Лейонгфвуда – "во-первых, система ожиданий, обуславливающих поведение общества. Во-вторых, это последовательный характер поведения монетарной власти, поддерживающий эти ожидания"¹).

К этому же типу институтов относят монетарные и фискальные правила, институты коммуникации и институты прозрачности политики. Речь шла в первую очередь о доверии внутренних инвесторов и потребителей, формирующих внутренний спрос. На протяжении последующих тридцати лет эти институты совершенствовались и всё более формализовались. *Характерной особенностью этого тридцатилетия было ускорение экономической и финансовой глобализации. Вследствие этого развитие экономики, в которых происходило формирование институтов доверия к макроэкономической политике, в этот период пребывали под влиянием длительного положительного внешнеэкономического шока, связанного с перемещением ряда производств в развивающиеся страны. Возможно, в связи с этим от макроэкономической политики не требовалось стимулирующих действий, и главными требованиями к ней стали последовательность и стабильность.*

Ещё одной важной особенностью макроэкономической политики того времени было изменение соотношения фискально-бюджетной и монетарной политик как составляющих макроэкономической политики, а именно: усиление роли денежно-кредитной и снижение роли фискально-бюджетной политики в контрциклическом регулировании. Если в период после Великой депрессии ключевым инструментом контрциклического регулирования считалась и была фискально-бюджетная политика,

¹ Leijonhufvud A. Constitutional Constraints on the Monetary Powers of Government / Constitutional Economics. McKenzie R.B. (ed). – Lexington, Mass: Lexington Books. – P. 95.

то в 1960-х – 70-х годах монетарная и фискально-бюджетная политики рассматривались как равноценные инструменты контрциклического регулирования, у каждого из которых была своя цель: преодоление либо внутреннего дисбаланса (разрыва ВВП), либо внешнего (сальдо текущего счёта платёжного баланса).

Однако в последние два десятилетия роль фискальной политики как инструмента контрциклического регулирования снизилась. Трудно сказать, что стало главной причиной. Возможно, это было увеличение трансграничных потоков капитала и соответственно роли процентной политики центральных банков, влияющей на привлекательность финансовых вложений в страну. Возможно, это существование больших внутренних лагов фискальной политики (лагов принятия соответствующих решений), хотя у монетарной политики есть своя проблема в этом смысле – длительные внешние лаги – то есть между применением инструмента и достижением полного влияния на макроэкономические показатели. Возможно, это обусловленное процессами глобализации длительное отсутствие серьёзных рецессий, которые можно было эффективно преодолевать с помощью фискальных стимулов.

Если суммировать две названные выше особенности понимания макроэкономического регулирования в период с 1980-х годов до начала мирового финансово-экономического кризиса, получим следующие *составляющие обеспечения доверия к макроэкономической политике*: 1) в центре внимания находилась монетарная политика как ключевой инструмент контрциклического регулирования; 2) усилия ученых и практиков были направлены на максимальную формализацию, институционализацию и универсализацию монетарной политики, вплоть до универсальных целевых ориентиров относительно показателей инфляции в размере 2–3%.

Конечно, несмотря на эти общие черты, и сама макроэкономическая политика, и механизмы обеспечения доверия к этой политике в разных странах отличались в силу их институциональных и структурных особенностей.

В США, поскольку Федеральная резервная система (ФРС) не брала на себя чётких количественных обязательств (таких как поддержание определённого обменного курса доллара, темпов роста денежных агрегатов или уровня инфляции) и источником такого доверия был прошлый опыт успешного проведения политики, то доверие к макроэкономической политике США носило *адаптивный* характер. Основным индикатором, который отслеживался и оценивался инвесторами, стала федеральная резервная ставка. Почти мистическое значение последняя, безусловно, приобрела в эпоху Алана Гринспена. Её снижение помогло достаточно безболезненно выйти из кризиса, обусловленного схлопыванием пузыря, связанного с переоценкой активов интернет-компаний, что значительно усилило веру в возможность ФРС контролировать деловой цикл. Безболезненное и даже прибыльное решение проблемы хедж-фонда Long Term Capital Management Федеральным резервным банком Нью-Йорка, который сумел убедить группу инвесторов вложить средства в фонд и стать его мажоритарными владельцами, и последующее "успокоение" финансового рынка с помощью внеочередного снижения процентных ставок по единоличному решению Алана Гринспена (право на это было предоставлено ему на предыдущем заседании Федерального комитета открытого рынка) ещё больше убедили рынки в силе влияния ФРС и Алана Гринспена в частности.

Таким образом, макроэкономическая составляющая доверия к США основывалась на уверенности в экономическом потенциале страны

и способности их центрального банка – ФРС – решать проблемы циклических колебаний.

Макроэкономическая составляющая доверия государству в странах ЕС носила в значительной мере *обязательственный* характер – то есть базировалось на чётких количественных обязательствах органов проведения политики: нормах ЕС и зоны евро, "фискальных правилах" отдельных стран и "правилах" денежно-кредитной политики (в рамках монетарной стратегии Европейского центрального банка с чёткой целью относительно инфляции и в рамках режимов инфляционного таргетирования в других странах ЕС).

Что касается развивающихся экономик, то макроэкономическая стабилизация в них зачастую достигалась путём привязки обменного курса, то есть формировалось *импортированное* доверие к их макроэкономической политике. В последующем в ряде формирующихся рыночных экономик после перехода к инфляционному таргетированию на смену импортированному доверию пришло доверие *обязательственное*.

Снятие многих ограничений движения капитала положило начало активной интеграции стран "второго" и "третьего" мира в мировое хозяйство и актуализировало проблему *внешнего аспекта* доверия к макроэкономической политике государства. Снятие барьеров на пути капитала из развитых в развивающиеся экономики определило различия формирования характера внешнего макроэкономического доверия к этим экономикам. Для инвесторов доверие к развитым экономикам было *безусловным* (не требовало выполнения специальных условий), а к развивающимся экономикам – соответственно *условным*. Вследствие этого характер формирования внешнего доверия к макроэкономической политике государств влиял на модели их экономического развития.

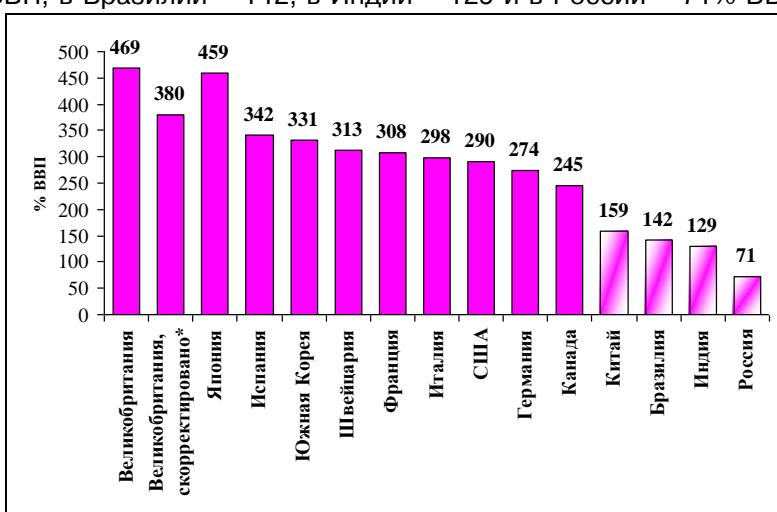
Страны с безусловным макроэкономическим доверием не ощущали внешних ограничений экономического роста – достаточно было лишь обеспечить достаточный внутренний спрос. Возможности для создания такого дополнительного внутреннего спроса у этих стран были разными. На одном конце спектра находились США, динамический рост которых подталкивался агрессивным менталитетом консюмеризма, технологическими и финансовыми инновациями.

На другом конце спектра – Япония, которая после схлопывания пузыря на рынке недвижимости не смогла решить проблему банковской системы и частный сектор которой не реагирует соответствующим образом на стимулы относительно расширения внутреннего спроса и снижения сбережений. Япония осуществляла агрессивную экспансивную фискальную и монетарную политики, которые хотя и не помогали выйти на высший уровень экономического роста собственной экономики, но через операции *carry-trade* в конечном итоге стимулировали потребление в других развитых экономиках.

Темпы экономического роста в странах Европейского Союза характеризовались неоднородностью: от более динамичных Ирландии (среднегодовой темп прироста ВВП за 1990–2007 годы составлял 6,5%), Испании (3,2%) и Исландии (3,3%) до консервативной по своей природе и замедленной процессами реунификации Германии со среднегодовым темпом прироста в 1990–2007 годах в размере 1,9% и Италии с соответствующим показателем в размере лишь 1,4%. Некоторые из стран Европейского Союза допускали достаточно значительные дефициты текущего счёта –

скажем, Исландия (в среднем за 1990–2007 годы 6,0% ВВП), Португалия (5,5%), Греция (5,1%).

Но намного более мощным источником стимулирования внутреннего спроса в развитых экономиках стало неограниченное расширение задолженности (рис. 1). По данным Глобального института Маккинси, в 2008 году отношение долга (к долгу в данном случае отнесены заимствования на рынке облигаций, коммерческие бумаги и все кредиты, независимо от кредитора) к ВВП в Японии составляло 459%, в Великобритании – 380; в Испании – 342; в Южной Корее – 331; в США – 290; в Германии – 274. При этом соответствующие показатели даже в самых крупных развивающихся экономиках были намного меньше: в Китае – 149% ВВП, в Бразилии – 142, в Индии – 129 и в России – 71% ВВП².



* Показатель, скорректированный с учётом роли Лондона как мирового финансового центра – объём долга финансового сектора умножается на долю внутренних по своей природе активов финансового сектора. Это исключает некоторую часть долга финансового сектора, которая не имеет отношения к состоянию британской экономики – например, в случае, когда Лондонский офис германского банка покупает американские активы за рубежом.

Рисунок 1. Отношение долга к ВВП, 2008 год, %

Источник: Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences. P. 20 / McKinsey Global Institute // http://www.mckinsey.com/mgi/reports/freepass_pdfs/debt_and_deleveraging/debt_and_deleveraging_full_report.pdf.

Что касается развивающихся экономик, то предоставление им возможности участвовать в процессах глобальной экономической интеграции происходило на определённых условиях и предусматривало существенную зависимость от иностранного капитала. Чтобы не потерять доверие этого капитала, они должны были избирать модель экономического роста, подчиняющуюся целям стран "первого мира". Непосредственное стимулирование внутреннего спроса каралось потерей доверия инвесторов и бегством капитала из страны. Единственно допустимым методом стимулирования внутреннего спроса было не прямое стимулирование через рост экспорта. И это притом, что внутренний спрос в этих бедных странах имел огромный потенциал для динамизма. Следовательно, внешнее доверие к макроэкономической политике этих стран носило *условный*

² Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences. – P. 20 / McKinsey Global Institute // http://www.mckinsey.com/mgi/reports/freepass_pdfs/debt_and_deleveraging/debt_and_deleveraging_full_report.pdf.

и актуальный (требующий постоянного выполнения определённых условий) характер. Это повлияло на выбор модели экономического роста этих стран, основанной на развитии экспорта и накоплении международных валютных резервов.

Различие описанных моделей формирования внешнего доверия к макроэкономической политике развитых и развивающихся стран привело к накоплению критической массы макроэкономических диспропорций и создало предпосылки для диалектического изменения этих моделей, что и наблюдается в ходе современного экономического кризиса:

- в развивающихся странах:

- накопилась критическая масса международных резервов и внутренних сбережений, позволившая им стать субъектами формирования внешнего доверия к макроэкономической политике развитых стран (вспомним, что окончательное решение о предоставлении помощи Греции в мае 2010 года принималось до открытия азиатских фондовых площадок с целью не допустить стремительного падения стоимости греческих государственных облигаций);

- вынужденная бюджетная дисциплина в течение многих лет создала резерв для будущего стимулирования внутреннего спроса;

- во многих развитых экономиках, наоборот, исчерпываются резервы фискального и монетарного стимулирования, и в ряде стран (Греции, Италии, Испании, Португалии) возникает угроза потери доверия инвесторов к суверенным долговым обязательствам. В целом по этой группе и во многих отдельно взятых странах угрожающих размеров достигает государственный долг и дефицит бюджета (рис. 2–4).

Вследствие этого в 2010 году впервые чётко проявился кризис доверия к макроэкономической политике как отдельных государств Европейского Союза, таких как Греция, Португалия, Ирландия и Испания (резкое увеличение доходности государственных облигаций этих стран – рис. 5 – и снижение суверенных рейтингов соответствующих стран рейтинговыми агентствами), так и к зоне евро в целом (резкое падение курса евро к доллару США).

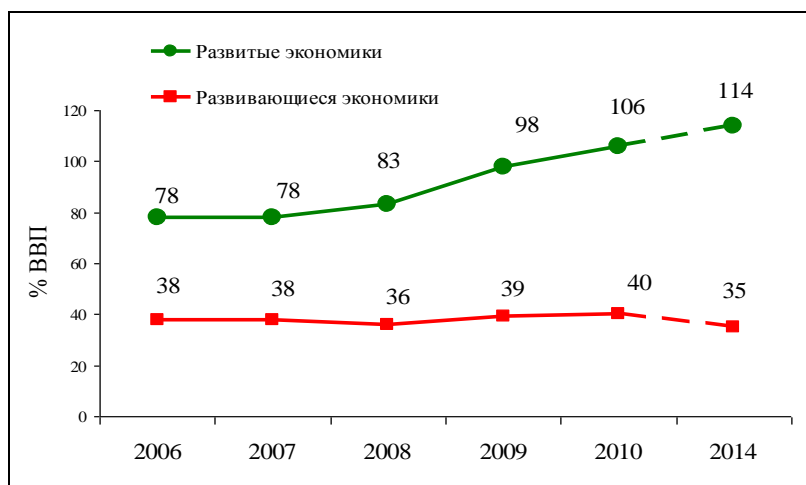


Рисунок 2. Государственный долг стран G 20, % ВВП

Источник: по данным The economist, Nov 13 2009.

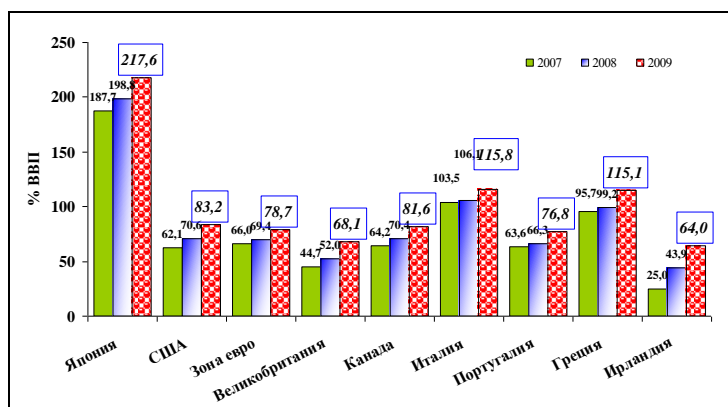


Рисунок 3. Государственный долг в некоторых развитых странах, 2007–2009, % ВВП

Источник: построено по данным Eurostat, World economic outlook.

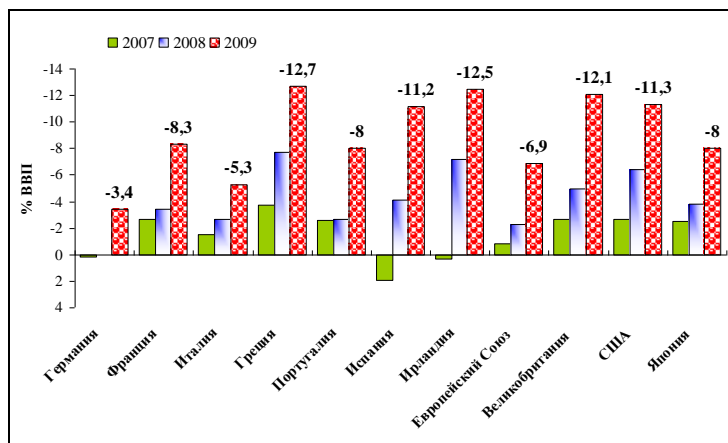


Рисунок 4. Дефицит государственного бюджета в некоторых развитых странах, 2007–2009, % ВВП

Источник: построено по данным Eurostat, World economic outlook.

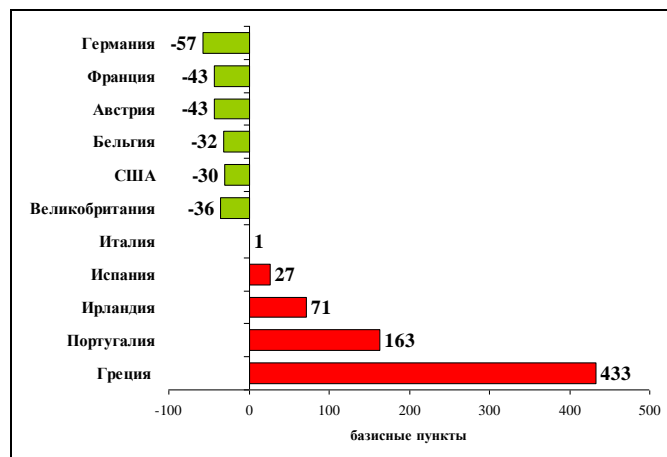


Рисунок 5. Доходность 10-летних государственных облигаций, изменение с 01.01.2010 по 05.05.2010, базисные пункты

Источник: по данным The Economist.

Наряду с изменением характера формирования внешнего доверия к макроэкономической политике в условиях кризиса можно обнаружить и тенденции изменения основ формирования внутреннего доверия к этой политике, обусловленного не только спецификой антикризисной политики, но и переосмыслением некоторых базовых теоретических предпосылок макроэкономического регулирования. Обозначим некоторые факторы, влияющие на характер формирования макроэкономической составляющей доверия государству в современных условиях:

1. Исчерпание потенциала положительного шока глобализации, что ставит более сложные задачи перед макроэкономическим регулированием.

2. Вовлечение центральных банков в политический процесс в связи с применением ими нетрадиционных инструментов монетарной политики:

- сегодня центральные банки вовлечены в процессы распределения кредита и формирования цен отдельных активов. Действуя избирательно по отношению к контрагентам и активам, центральные банки вовлекаются в политический процесс, связанный с лоббированием отдельных интересов;

- риск невозвратов предоставленных центральными банками кредитов ставит вопрос об ответственности центрального банка перед налогоплательщиками;

- проводя операции аутрайт с государственными ценными бумагами, центральные банки финансируют бюджетный дефицит, нарушая один из основных устоев своей независимости.

3. Увеличение роли фискально-бюджетной политики как инструмента контрциклического регулирования:

- в условиях низкой инфляции номинальные процентные ставки в развитых экономиках также были низкими, потому возможности стимулирующего влияния от их снижения исчерпались после достижения ими нулевой отметки. В связи с этим директор Исследовательского департамента МВФ Оливье Бланшар даже рекомендовал центральным банкам увеличить целевые показатели инфляции с 2 до 4% с тем, чтобы повысить номинальные процентные ставки и увеличить в будущем возможности контрциклической монетарной политики³;

- активное использование так называемого количественного смягчения – увеличение денежной ликвидности – в монетарной политике развитых экономик также пока ещё не стало успешным в возобновлении кредитования, поглощаясь списаниями и очисткой балансов финансовых посредников, а также вследствие ограниченного спроса на кредиты обременённых старыми долгами заёмщиков;

- бюджетно-фискальные стимулы дают возможность непосредственно стимулировать внутренний спрос, особенно в условиях затяжного кризиса, который превышает длительность внутреннего лага бюджетно-фискальной политики.

Усиление роли фискально-бюджетной политики в проведении контрциклического регулирования соответственно усиливает роль доверия к этой политике как фактора успешного макроэкономического регулирования. В отчёте МВФ "World economic outlook" за апрель 2010 года

³ Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P. Rethinking macroeconomic policy. IMF Staff Position Note. February 12, 2010 // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>.

делается вывод, что одним из самых больших рисков для экономического роста развитых экономик является потеря доверия домохозяйств и инвесторов к возможностям фискальной политики вовремя (не слишком рано и не слишком поздно) провести фискальную консолидацию. Возникает целый ряд угроз, таких как возможное падение потребления и инвестиций в ожидании повышения налогов в рамках фискальной консолидации, или же рост инфляционных ожиданий и обвал на фондовых рынках в результате избыточного расширения государственного долга и бюджетного дефицита. Такое состояние дел требует усиления исследований эффективности дискреционной фискально-бюджетной политики. По мнению директора исследовательского департамента МВФ О.Бланшара, "существует многое, чего мы не знаем о последствиях фискальной политики, оптимальной структуре комплекса фискальных мер, о выборе между увеличением расходов и снижением налогов, о факторах устойчивости государственного долга"⁴. Усиленного внимания требует и разработка механизмов обеспечения последовательности проведения этой политики (раньше основное внимание в этом смысле также уделялось денежно-кредитной политике). Так, МВФ рекомендует странам разработать среднесрочные фискальные стратегии и фискальные правила, которые бы усиливали контрциклическое действие фискально-бюджетной политики.

4. Макроэкономическое регулирование уже не будет ограничиваться денежно-кредитной и фискально-бюджетной политикой. Ещё одним полноценным инструментом становится финансовое регулирование.

В связи с этим встаёт задача эффективного распределения целей макроэкономического регулирования между этими инструментами и их координации. В последние два десятилетия в ряде стран из компетенции центрального банка было изъято функцию поддержания финансовой стабильности и передано независимому органу (в Великобритании, Германии, Австралии), а Европейский центральный банк не наделялся такими полномочиями изначально. Сегодня происходят обратные процессы: внесены изменения в Закон "О Банке Англии", создан Европейский совет по системным рискам, куда вошли представители центральных банков и органов финансового надзора, Федеральной резервной системе США переданы функции надзора за небанковскими финансовыми компаниями, владеющими активами свыше 50 млрд долл., поскольку они могут стать источником системных рисков, и усилены полномочия по их регулированию.

5. Сложность использования на данном этапе статичных монетарных и фискальных режимов, основанных на стабильности денежно-кредитной и фискально-бюджетной политики.

Их гибкость и контрциклический характер ограничивались действием встроенных стабилизаторов в фискально-бюджетной политике и выполнением целевых показателей инфляции при инфляционном таргетировании в среднесрочной перспективе. Этого было достаточно в эпоху Great Moderation, но недостаточно на данном этапе.

Фискальный и монетарный режимы должны будут предусматривать во время повышательной фазы делового цикла создание резервов для стимулирования экономики и их использование во время понижительной фазы.

⁴ Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P. Rethinking macroeconomic policy. – P. 9.

6. Доверие к макроэкономической политике в большей мере будет формироваться как уверенность в эффективности антикризисных действий государства.

Завоевать такое доверие намного сложнее, чем доверие к стабильной политике, гарантирующей отсутствие оппортунизма, поскольку требуется не только прозрачности политики и понимания механизмов принятия решений органами власти, но и общественного понимания различий краткосрочных и долгосрочных, единичных и системных эффектов тех или иных антикризисных действий. Отказ Конгресса США, представляющего интересы налогоплательщиков, профинансировать спасение Lehman Brothers, привёл к обострению финансового кризиса и его распространению на реальный сектор. Ранее, во время Мексиканского кризиса в 1995 году, Конгресс США отказался предоставить средства Мексике дополнительно к кредиту МВФ. Администрация Президента воспользовалась тем, что использование средств фонда стабилизации валютного курса не требовало одобрения Конгресса, но в последующем Конгресс принял закон, запрещающий такие операции без одобрения парламента⁵. Свежий пример – это затянувшееся на три месяца – с февраля до мая 2010 года – принятие Еврогруппой решения о предоставлении помощи Греции, в течение которых к погашению было предъявлено греческих гособлигаций на сумму 8,1 млрд евро, произошли падение суверенных рейтингов ряда других стран и снижение курса евро.

Как показывает опыт операции по "спасению" Греции, существующие механизмы принятия государственных решений в финансовой сфере не соответствуют динамизму финансовых рынков, что требует создания институтов, способных быстро принимать решения в условиях кризисов. Такие институты очень тяжело будет внедрить в обществах, базирующихся на экономической стабильности, таких как Германия, но с другой стороны, и последствия их формирования тоже неизвестны.

7. Даже после преодоления кризиса может не произойти возврата к докризисной системе макроэкономической политики, поскольку под сомнение ставится её исходная предпосылка о рациональном и эффективном поведении рынков.

Таким образом, нас, возможно, ожидает переосмысление теоретических оснований и модификация институтов обеспечения как внешнего, так и внутреннего доверия к макроэкономической политике государств – одного из важных, но чрезвычайно трудно измеримых и регулируемых мотивов поведения инвесторов и потребителей.

⁵ Кругман П. Возвращение Великой депрессии? Мировой кризис глазами нобелевского лауреата. – М., 2009. – С. 88–89.