

Размышления о центральных банках, протекционизме и глобализации¹

Джейкоб Френкель,

*председатель совета директоров JPMorgan Chase International,
председатель попечительского совета «Группы тридцати»,
бывший председатель Банка Израиля*

В этом году исполняется 10 лет с начала глобального финансового кризиса, разразившегося в 2008–2009 гг. Это дает хорошую возможность для размышлений о произошедшей в последние годы эволюции теории и практики деятельности центральных банков, а также о вызовах для глобализации, о развитии протекционизма и росте популизма. В данном докладе представлены размышления о каждой из этих проблем.

1. Деятельность центральных банков

1.1. Базовые принципы

За последние десятилетия теория и практика деятельности центральных банков продвинулась вперед. Изменения в экономической системе, природе рынков и структуре экономической политики вызвали фундаментальные изменения в структуре деятельности центральных банков и их политике. Изменился мандат центральных банков, усложнились инструменты их политики, вырос уровень подотчетности и прозрачности. Все это привело к текущей ситуации, когда центральные банки превратились в «последний бастион». Хотя этот «знак отличия» в чем-то даже льстит, такое положение дел не может быть ни желательным, ни устойчивым.

Поверхностные наблюдения, касающиеся нынешней политики центральных банков по сравнению с их политикой десятилетие или два назад, возможно, позволяют сделать вывод, что сейчас мы находимся в фундаментально ином мире, чем в прошлом. Если полагаться на эти поверхностные наблюдения, можно прийти к выводу, что этот «новый мир» требует фундаментально нового подхода к деятельности центральных банков, что старые понятия устарели и можно выбросить старые учебники, заменив их новыми. Я глубоко убежден, что это неправильный вывод. Хотя экономическая система видоизменилась, базовые предпосылки и принципы деятельности центральных банков, а также преимущества, получаемые от глобализации и открытых рынков, появившиеся на основе десятилетий опыта, остаются крепкими, полезными и релевантными.

Несмотря на то что экономические обстоятельства и правовой режим в разных странах разные и к тому же меняются с течением времени, общие принципы

¹ Данная статья представляет собой текст доклада, с которым автор выступал на Гайдаровском форуме в Москве в январе 2018 г.

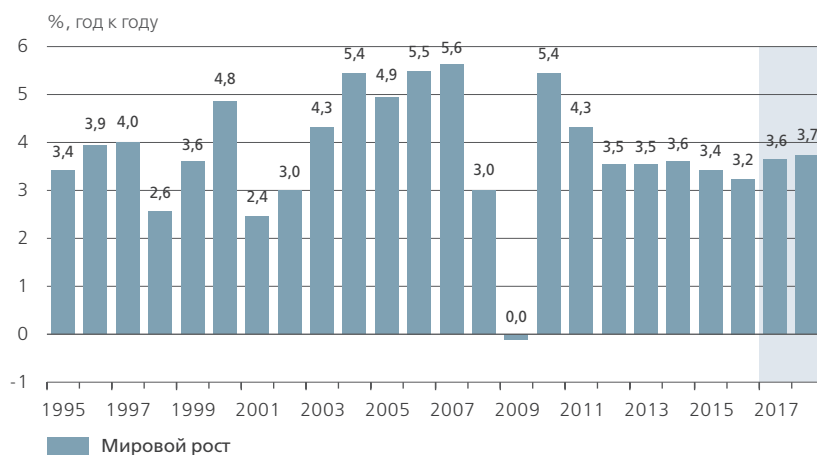
деятельности центральных банков остаются эффективными и не теряющими силу. Они включают в себя определение полномочий центрального банка, которые обычно фокусируются на поддержании ценовой стабильности и финансовой стабильности, ориентацию на среднесрочную перспективу, независимость от краткосрочного политического давления, автономию в исполнении полномочий, ответственность за устойчивую работу платежной системы, подотчетность и в крайнем случае выполнение функции «кредитора последней инстанции». Деятельность центральных банков в современных условиях требует, чтобы их официальные полномочия были четко определены и защищены исчерпывающим законом о центральном банке. Это понимание развивалось с течением времени и теперь стало всеобщим. Собственно, признание, что страны с сильными центральными банками демонстрируют в среднем лучшее экономическое развитие, чем страны со слабыми центральными банками, привело к сближению точек зрения на роль центральных банков в современном обществе.

Развитие рынков капитала и растущая интеграция экономик привели к усилению их взаимозависимости, что повысило внимание к международной политике координации и сотрудничества. Это внесло новые задачи в деятельность центральных банков. В отличие от рынков товаров и труда, обладающих медленной реакцией, рынки капитала реагируют очень быстро. И их изменения отражают не только уже принятые решения регуляторов, но и ожидаемые решения. В результате роль репутации, последовательности и доверия стала чрезвычайно важна. Увеличивающаяся значимость рынков капитала и возросшая роль банков в финансовом секторе внесли огромный вклад в состояние экономики, но в то же время повысили ее уязвимость. Так, функция надзора и регулирования финансового сектора превратилась в критический фактор в управлении стабильностью экономической системы.

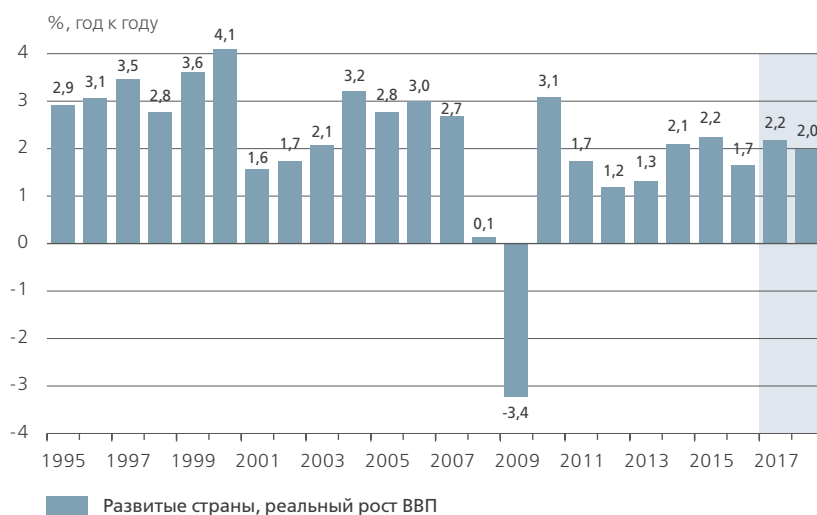
1.2. Глобальный финансовый кризис

Азиатский экономический кризис и российский дефолт, происходившие в 1997–1998 гг., послужили сигналом тревоги, а также хорошо продемонстрировали важную роль рынков капитала и критическую роль, которую играет финансовая стабильность (и нестабильность). Но развитие событий в последующее десятилетие показало, что уроки конца 1990-х гг. (особенно последствия азиатского и российского кризисов) хорошо выучены не были. Многие экономисты (особенно развитых стран) так и не начали использовать должный риск-менеджмент в макроэкономической и финансовой деятельности. Все более ускоряющийся рост долга и кредитного плеча в совокупности с неверной оценкой риска увеличили уязвимость экономической системы и в конечном итоге привели к финансовому кризису 2008–2009 гг. В 2009 г. кризис резко затормозил мировую экономику, глобальный рост прекратился, а ВВП промышленно развитых стран сократился на 3,4% (см. Рис. 1–2).

Результаты этого кризиса, который начинался как «идеальный шторм», все еще с нами. Они проистекают из плохого управления рисками, неэффективности банковского надзора, слабого применения регуляторных требований, недостатков регуляторной системы, уязвимости из-за слабой налогово-бюджетной политики и чрезмерной закредитованности, искажений из-за негибкости экономической системы и т. п.

Рисунок 1. Рост мирового ВВП

Источник: МВФ (Обзор мировой экономики, 2017 г. и прогноз на 2018 г., обновление от 10 октября 2017 г.)

Рисунок 2. Рост ВВП развитых стран

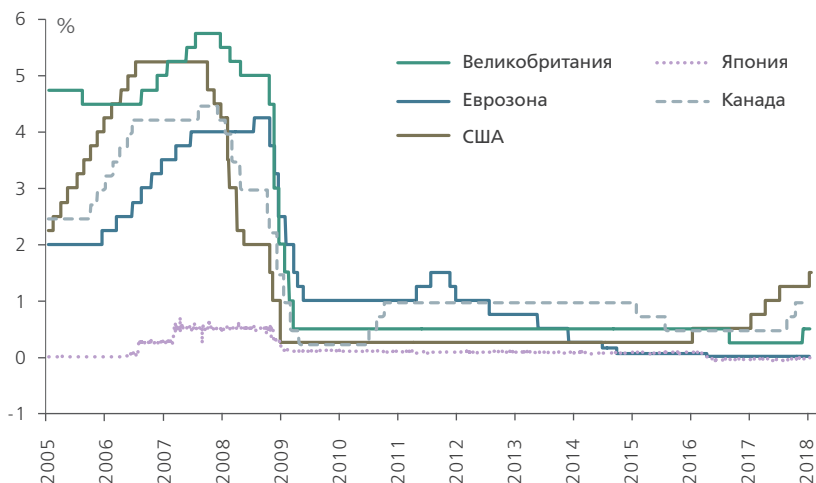
Источник: МВФ (Обзор мировой экономики, 2017 г. и прогноз на 2018 г., обновление от 10 октября 2017 г.)

1.3. Нетрадиционная политика

Чтобы избежать полного краха после вспышки финансового кризиса в 2008–2009 гг., правительства большинства стран радикально нарастили бюджетный дефицит (увеличив и без того огромный долг еще сильнее), а центральные банки по всему миру понизили ставки до беспрецедентно низких уровней (см. Рис. 3).

Таким образом, традиционная денежная политика исчерпала свои возможности. И поскольку на быстрое экономическое восстановление рассчитывать не при-

Рисунок 3. Процентные ставки центральных банков



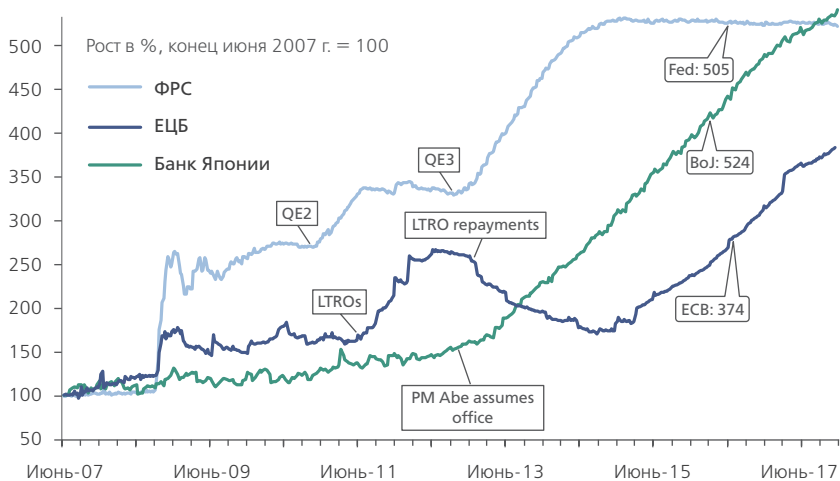
Источник: Bloomberg Market Data (данные от 14 декабря 2017 г.)

ходило, центральным банкам пришлось прибегнуть к нетрадиционным мерам. Размер баланса центральных банков рос стремительно, а структура активов на балансах радикально изменилась. Вместо того чтобы держать надежные и высоколиквидные краткосрочные правительственные векселя, большинство центральных банков собрало на балансах разнообразные инструменты низкого качества и низкой ликвидности, например инструменты, обеспеченные ипотечными кредитами, и т. п. Очевидно, что неординарная ситуация требует неординарных мер. Поскольку различные экономики пострадали от «балансового шока», было понимание, что период корректировки коротким не будет. Но, оглядываясь назад, будет справедливым сказать, что очень немногие регуляторы и участники рынка ожидали, что период, в течение которого центральные банки будут применять нетрадиционные меры, окажется столь долгим. Продолжительность использования нетрадиционных мер породила риск того, что эти меры, поначалу воспринимавшиеся как временное отклонение от традиционной политики центробанков, могут превратиться в новую парадигму и стать инструментарием традиционной политики.

Есть полный консенсус в том, что в США после резкого начала кризиса первые действия Федеральной резервной системы (ФРС) в рамках денежной политики были необходимыми и успешными. Количественное смягчение (QE) было экономически оправданным и эффективным. Но по прошествии времени оказалось, что первый раунд количественного смягчения (QE1) не привел к полному восстановлению экономики — особенно из-за того, что основное бремя ее корректировки легло на плечи ФРС. Понадобился новый раунд количественного смягчения (QE2). Монетарная политика стала перегружена сверх меры, но, когда желаемое восстановление экономики так и не произошло, был начат новый раунд — QE3. Оглядываясь назад, можно сказать, что каждый раунд был продуктивным, но эффективность со временем снижалась — сказался «закон убывающей доходности». С другой стороны Атлантики, в Европе, Европейский центральный банк (ЕЦБ) запустил собственную

версию QE. Ситуация в Европе была более серьезной, поскольку там много разных правительств, экономическая ситуация стран не одинакова, рынки труда менее гибкие, а банковского союза пока так и нет. Похожие проблемы были и по другую сторону Тихого океана, в Японии. Экономическая стратегия Японии (абэномика) базировалась на стратегии «трех стрел» — монетарной политике, фискальной политике и структурной политике, — но основная часть нагрузки легла на плечи Банка Японии; из трех стрел полностью функциональной оказалась лишь одна. В большинстве развитых стран мира монетарная политика оказалась перегруженной и превратилась в «последний бастион». Все это отражено на Рис. 4.

Рисунок 4. Активы ключевых центральных банков



	Активы, \$ млрд	Активы, % ВВП
Всего	14 306	
в том числе:		
ФРС	4437	22,9
ЕЦБ	5247	40,7
Банк Японии	4622	96

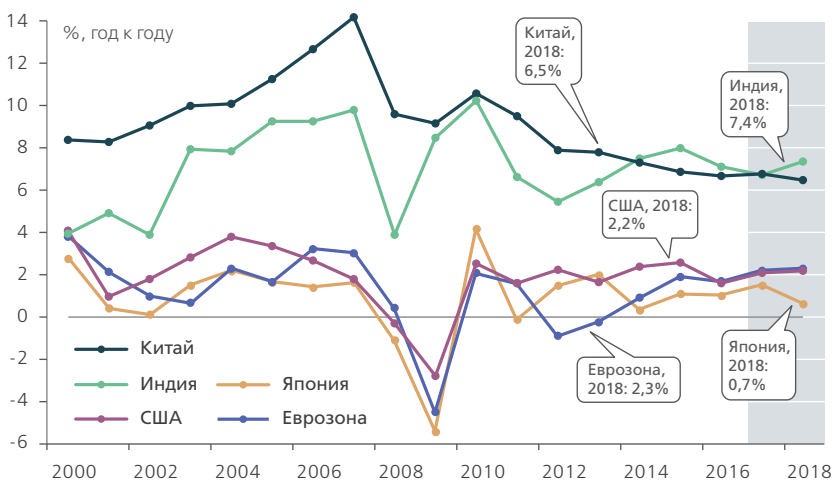
Источник: Vlootberg (данные на дату: ФРС — 6 декабря 2017 г., ЕЦБ — 8 декабря 2017 г., Банк Японии — 10 декабря 2017 г.)

1.4. Нормализация

Все понимают, что желательно нормализовать ситуацию и восстановить условия, при которых возможны более высокие ставки центральных банков. Но разговор в основном идет о том, достаточно ли сильны экономики для начала этого процесса. Поскольку макроэкономическая ситуация в США, Европе и Японии сильно различается, очевидно, что возвращение к нормальному положению дел не должно начинаться одновременно. В этом отношении США лучше всего подготовлены к началу нормализации. Экономический рост отчетливо улучшился (см. Рис. 5), уро-

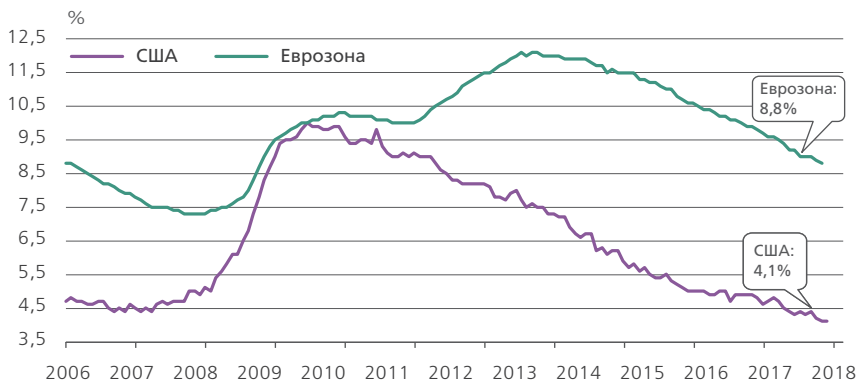
вень безработицы радикально снизился (см. Рис. 6), средний период, который человек проводит безработным, тоже сократился, а инфляция (без учета цен на энергоносители) растет, приближаясь к целевому уровню, равному 2%. Хотя США уже нормализуют денежную политику, повышая краткосрочные ставки и постепенно сокращая баланс ФРС, Европа и Япония еще не готовы к сворачиванию нетрадиционных мер. В результате этого, вероятно, будет период, во время которого денежная политика США, Европы и Японии будет различаться. Это расхождение может отразиться в соответствующих изменениях валютных курсов: доллар США будет укрепляться к остальным валютам. Такие изменения представляются целесообразными: они отражают здоровый компонент международного корректирующего механизма, и оказывать сопротивление этому не надо. Более того, укрепление доллара

Рисунок 5. Реальный рост ВВП



Источник: МВФ (Обзор мировой экономики, 2017 г. и прогноз на 2018 г., обновление от 10 октября 2017 г.); для США и еврозоны — JPM (обновление от 1 декабря 2017 г.)

Рисунок 6. Динамика безработицы в США и еврозоне



Источник: Евростат и BLS (данные для еврозоны на октябрь 2017 г., для США — на ноябрь 2017 г.)

к евро должно сократить период времени, необходимый ЕЦБ, прежде чем он тоже начнет нормализацию.

Дискуссии по поводу нормализации денежной политики в основном фокусируются на отрицательных последствиях повышения ставок. Избыточный фокус на стоимости нормализации вместо ее преимуществ увеличивает риск того, что такая нормализация начнется слишком поздно. Чтобы восстановить баланс в обсуждениях нормализации денежно-кредитной политики, важно осознавать, что сохранение ставок на чрезмерно низком уровне и откладывание процесса нормализации также стоят недешево. Экономические издержки, которые оно за собой влечет, также необходимо принимать во внимание. Ниже я перечисляю некоторые элементы, из которых складываются такие издержки:

- 1) Низкие ставки вынуждают инвесторов искать альтернативные возможности получить доход. Такая погоня за доходом заканчивается тем, что инвесторы принимают на себя больший риск, который может оцениваться неверно.
- 2) Низкие ставки порождают инфляцию котировок акций и могут стать причиной надувания финансового пузыря.
- 3) Корпорации тратят усилия на выкуп акций вместо того, чтобы направить ресурсы на инвестиции в производство и оборудование.
- 4) Из-за завышенных котировок на финансовом рынке возникает перекося между реальным сектором экономики и финансовым сектором.
- 5) Низкие ставки поощряют чрезмерную закредитованность, что повышает уязвимость финансовой системы.
- 6) Низкие ставки и плоская кривая текущей доходности приводят к негативным последствиям для сектора финансовых услуг. Это касается банков, страховых компаний и пенсионных систем.
- 7) Механизмы денежно-кредитной политики влияют на экономику через финансовую систему; поэтому ослабленная финансовая система снижает эффективность денежно-кредитной политики.
- 8) Низкие ставки создают искусственный стимул для секторов, чувствительных к ставкам, например для жилищного. Поскольку у этого сектора производительность обычно низкая, в результате снижается производительность всей экономики.
- 9) Чрезмерная опора на денежную политику дает возможность правительствам отложить необходимые фискальные и структурные меры. Откладывание этих мер уменьшает гибкость экономики, а значит, сокращает производительность и рост.

Этот неполный список отрицательных последствий чрезмерно низких ставок дает основание предполагать, что отложенная нормализация стоит дорого, а также что всегда стоит искать равновесие между этими затратами и затратами на нормализацию. Очевидно, что большинство центральных банков имеют полное представление об этом, но в целом при обсуждении этих вопросов обществом и политиками большее внимание уделяется аргументам, делающим упор на стоимость нормализации, чем аргументам, делающим упор на ее преимущества. Если такое расхождение существует, то вероятно, что, когда процесс нормализации начнется, он будет осуществляться слишком поздно и слишком медленно. Нормализация, отложенная без весомых причин, может повлечь за собой значительные расходы.

1.5. Целевые ориентиры по инфляции

Риск того, что нормализация может быть надолго отложена, усугубляется тем фактом, что в последнее время все крупные центральные банки придают огромное значение достижению 2%-ного таргета по инфляции. Это делают ФРС, Банк Англии, ЕЦБ, Банк Японии и другие. Существует множество причин (и некоторые из них за пределами зоны контроля центральных банков), объясняющих, почему, несмотря на чрезвычайные усилия, показатели инфляции в индустриально развитых странах остаются очень низкими и «застыли» на уровне ниже 2%. Если ставки «во что бы то ни стало» будут удерживаться на все более низких уровнях столь долго, сколько инфляция остается ниже 2%, то это создаст значительную вероятность угрозы финансовой стабильности. Банк международных расчетов (BIS) настойчиво предупреждает об этом, и я полагаю, что было бы оправданным уделять значительное внимание вопросу финансовой стабильности.

Целевые ориентиры по инфляции оказались весьма успешной частью стратегии, направленной на снижение инфляции в тех странах, где она высока. В таких случаях целевые ориентиры по инфляции — это компас, который указывает курс доверия и прозрачности в контексте цели, заданной на несколько лет и призванной постепенно снизить инфляцию и привести в среднесрочной перспективе к ценовой стабильности. Для таких стран не столь критично, определяет ли диапазон, средним значением которого является 2%, или 1,5%, или 2,5%, долгосрочную цель ценовой стабильности. Но перед США и Европой (а также многими другими развитыми странами) сейчас такая проблема не стоит. Эти страны уже достигли среднесрочной ценовой стабильности; их цель — сохранить ее, удерживая инфляцию в рамках заданного диапазона. Для таких стран очень важно, каково среднее значение этого диапазона — 2%, 1,5% или 2,5%.

Тот факт, что крупные центральные банки устанавливают целевой ориентир по инфляции на жестком уровне — 2% (в случае ЕЦБ — немного ниже 2%), представляет собой интересное совпадение их взглядов. Иллюстрацией этого могут послужить различные заявления крупных центральных банков, которые должны сообщить рынкам о дальнейших намерениях регулятора. Ниже — примеры недавних заявлений ФРС, Банка Англии, ЕЦБ и Банка Японии. В каждом из них речь идет о 2%-ном ориентире по инфляции.

Заявление о намерениях ФРС: «Есть ожидания, что в краткосрочной перспективе 12 месяцев инфляция сохранится на уровне несколько ниже 2%, но в среднесрочной перспективе она стабилизируется на уровне установленного комитетом целевого показателя в 2%. Краткосрочные риски в экономическом прогнозе выглядят в общих чертах сбалансированными, но комитет внимательно следит за ситуацией с инфляцией. При определении времени и размера будущих изменений целевого ориентира для ставки по федеральным фондам комитет будет оценивать имеющуюся и ожидаемую экономическую ситуацию относительно целей максимальной занятости и 2%-ной инфляции...» (заявление комитета ФРС по операциям на открытом рынке, 13 декабря 2017 г.).

Заявление о намерениях Банка Англии: «Комитет денежной политики Банка Англии (MPC) определяет денежную политику таким образом, чтобы достичь

2%-ного ориентира по инфляции, а также чтобы поддерживать экономический рост и занятость <...> МРС по-прежнему ожидает, что в октябре инфляция превысит 3%, поскольку ослабление фунта, имевшее место в прошлом, и недавний рост цен на энергоносители продолжают оказывать влияние на потребительские цены <...> Постоянное сокращение экономического потенциала уменьшает уровень, до которого МРС целесообразно поддерживать продолжительный период инфляции выше целевого значения» (протокол заседания МРС от 2 ноября 2017 г.).

Заявление о намерениях ЕЦБ: «<...> мы подтверждаем, что с января 2018 г. мы намерены продолжить чистую покупку активов по программе покупки активов (APP) на сумму 30 млрд евро до конца сентября 2018 г. или если возникнет необходимость, то и дольше, и в любом случае до тех пор, пока совет управляющих ЕЦБ не увидит устойчивой корректировки динамики инфляции в соответствии с его инфляционным ориентиром <...> Наши решения в рамках денежной политики сохраняют наиболее благоприятные условия финансирования, которые по-прежнему необходимы для устойчивого возвращения инфляции к уровню ниже, но близком к 2%...» (выступление президента ЕЦБ Марио Драги 14 декабря 2017 г.).

Заявление о намерениях Банка Японии: «Банк продолжит программу количественного и качественного смягчения (QQE) с контролем кривой доходности, чтобы поддерживать ценовую стабильность на уровне 2% столько, сколько понадобится для поддержания этого ориентира в стабильном режиме. Банк продолжит увеличивать денежную базу до тех пор, пока темп роста индекса цен на потребительские товары (без учета плодоовощной продукции) не превысит 2% в годовом исчислении и не начнет превышать этот ориентир в стабильном режиме...» (заявление по денежной политике от 21 сентября 2017 г.).

Уместно отметить, что выбор 2%-ного целевого ориентира в некоторой степени условен, и, хотя он превратился в консенсус-ориентир для большинства центральных банков развитых стран, его теоретические обоснования могут вызывать вопросы, особенно если 2%-ный таргет устанавливается в качестве жесткого ориентира, а не как среднее значение более широкого диапазона. В этом контексте стоит подчеркнуть, что ставшие знаменитыми слова президента ЕЦБ Марио Драги «чего бы это ни стоило» не подразумевали цель для среднесрочной инфляции. 26 июля 2012 г. в своей знаменитой речи Драги отметил: «В рамках своих полномочий ЕЦБ сохраняет евро, чего бы это ни стоило. И поверьте, этого будет достаточно». То есть в этих знаменитых словах (слава их заслуженна) речь идет о сохранении евро (в рамках полномочий ЕЦБ), а не о слепом следовании инфляционному ориентиру.

В последнее время выдвигались предложения, чтобы ФРС подняла целевой ориентир по инфляции выше 2%. Логика таких предложений основывается на том факте, что реальные ставки снизились до очень низкого уровня и при существующем 2%-ном таргете номинальные ставки (сумма реальной ставки и ожидаемой инфляции) оказываются слишком низкими. Поэтому, как отмечается в дискуссиях, более высокий целевой ориентир по инфляции позволит повысить номинальные ставки, при том что реальные ставки останутся на исторически низком уровне.

Такие рекомендации, однако, требуют нескольких оговорок. Во-первых, прежде чем думать о повышении целевого ориентира по инфляции, нужно иметь лучшее понимание причин снижения реальных ставок. Так, среди факторов, способствующих

щих низким реальным ставкам, — демографический фактор, неопределенность, низкий уровень производительности и т. п. Повышение таргета по инфляции будет означать, что все более низкий уровень реальной ставки останется надолго, то есть более высокий таргет по инфляции станет обоснованием для низкой реальной ставки. Я полагаю, что такое решение преждевременно. Некоторые источники неопределенности вызваны политическими моментами, и их необходимо убрать; более того, низкий уровень производительности тоже не должен восприниматься как данность, и политические решения должны быть направлены на повышение производительности. Обычно это осуществляется посредством структурной политики, которая устранит диспропорции и повысит гибкость экономической системы посредством улучшения инфраструктуры, образования, а также налоговых льгот, способствующих инновационной культуре.

В дополнение к этим принципиальным моментам есть еще и практическое соображение. Большинство крупных центральных банков, таких как ФРС, ЕЦБ, Банк Японии и Банк Англии, уже какое-то время пытаются разогнать инфляцию с почти нулевого уровня до 2%-ного целевого ориентира. Какой смысл повышать целевой ориентир по инфляции с нынешних 2%, если уровень инфляции ниже 2%?

Более того, многие страны, особенно с развивающимися экономиками, страдают от высокой инфляции. Для таких стран проблемой является снижение инфляции до целевого ориентира. Доверие к стратегии инфляционного таргетирования, главной стратегии этой группы стран, будет подорвано сменой инфляционного ориентира. Если бы развитые страны, как это предлагается, повысили таргеты по инфляции, это повредило бы развивающимся странам, которым не всегда удается следовать стратегии инфляционного таргетирования в стремлении достичь ценовой стабильности.

1.6. Заключение по деятельности центральных банков

Завершая раздел о деятельности центральных банков и монетарной политике, хочу подчеркнуть, что, вопреки меняющейся ситуации и новым проблемам, с которыми приходится сталкиваться политикам, важно придерживаться фундаментальных принципов деятельности центральных банков. В среднесрочной перспективе фокус на стабильности (и ценовой, и финансовой) должен оставаться основной целью центрального банка. Чтобы достичь этих целей, у центрального банка должна быть независимость (автономность).

Кроме того, сильная финансовая система имеет фундаментальное значение для поддержания стабильности, и такая стабильность — необходимая предпосылка для достижения устойчивого роста. Лучшее, что центральный банк может сделать, чтобы способствовать устойчивому росту, — это обеспечение ценовой стабильности и финансовой стабильности. Сильная банковская система имеет ключевое значение для такой стабильности, равно как и для эффективной работы трансмиссионного механизма. Высокая достаточность капитала, низкая закредитованность и высокая ликвидность — вот показатели сильной банковской системы. Чтобы выполнять возложенные на него обязанности, у центрального банка должна быть власть и инструменты для создания сильной финансовой системы. Поэтому в большинстве случаев целесообразно оставить ответственность

за банковский надзор в руках самого центрального банка. К тому же у центрального банка должны быть полномочия и инструменты для обеспечения бесперебойной работы платежной системы. Это особенно актуально во время финансовых потрясений.

Эти цели представляют собой непростой список задач, и должно быть понятно, что центральные банки не могут справиться с ними в одиночку. Должно быть сотрудничество с другими ветвями государственной власти, что обеспечит финансовую ответственность, свободную торговлю, структурную политику и т. п. Без такого сотрудничества нагрузка на денежно-кредитную политику будет чрезмерной, центральный банк превратится в «последний бастион», а экономический результат будет хуже своего потенциала.

Кризисы — типичное явление современной экономики и финансовых систем. Целью политики центральных банков должно стать создание эффективных механизмов предотвращения кризисов, управления кризисом и устранения последствий кризиса. В некоторых случаях в кризис центральным банкам целесообразно отступить от традиционной монетарной политики. Именно в этих случаях доверие к стратегии центрального банка критически важно для восстановления стабильности. Чтобы такое доверие сохранялось, необходимо, чтобы такие отступления от нормы воспринимались как временная мера, а не как новая постоянная норма. Среднесрочная перспектива осуществляемой политики становится компасом, обеспечивающим достижение целей в долгосрочной перспективе.

2. Глобализация, Китай, торговля и протекционизм

Глобальный финансовый кризис также породил скептицизм по поводу преимуществ глобализации, возобновление призывов к протекционизму и распространение популизма в экономической и политической сферах. Эти настроения стимулируются, отражаются в отношениях к Китаю и с Китаем. Растущий вес Китая в глобальной экономике иллюстрирует преимущества торговли, опасность протекционизма и роль глобализации. В последние 20 лет Китай демонстрировал выдающийся экономический рост, в среднем составлявший 10% в год. В последние годы рост Китая замедлился до устойчивых 6,5% в год. Исключительные показатели китайской экономики должны восприниматься как мегатренд, а не как эпизодический временный результат. Китай и сейчас направляет в сбережения примерно 45% дохода. Возможно, Китай не всегда рационально пользуется ресурсами, но он останется аккумулятором активов в глобальной экономике. Растущая роль Китая также отражается в его доле глобального ВВП. Так, в 1990 г. доля Китая в мировом ВВП составляла 4%, а в 2017 г. — почти пятую часть (см. Рис. 7а–7б).

Выход Китая на глобальный торговый рынок стал решающим фактором его исключительных экономических результатов. Это также быстро избавило от бедности десятки миллионов китайских граждан.

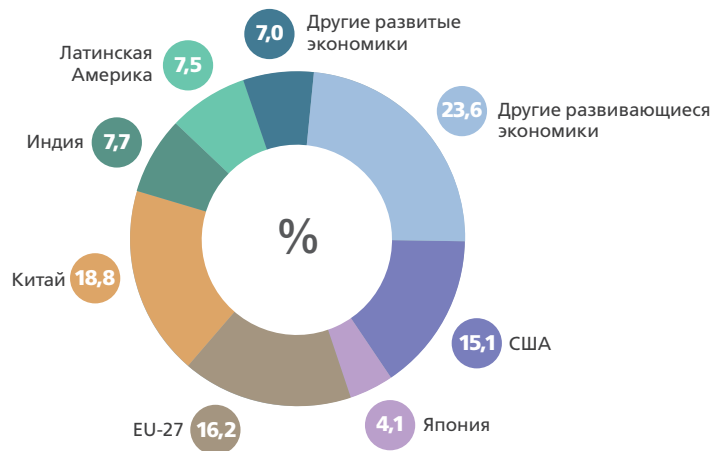
Помимо того что в мировом ВВП Китай занимает доминирующую позицию, эта страна также стала незаменимым игроком в мировой торговле, что отражает сдвиг экономического центра притяжения в сторону Азии. В 2017 г. объем торговли между Китаем и другими странами Азии был вдвое больше, чем объем торговли между Китаем и США с Европой, вместе взятыми. Более того, Китай стал самым главным

Рисунок 7а. Доли в мировом ВВП, 1990 г.



Источник: МВФ

Рисунок 7б. Доли в мировом ВВП, 2017 г.



Источник: МВФ (данные на 10 октября 2017 г.)

из торговых партнеров для большинства крупных развитых стран мира. Например, в 2017 г., как видно на Рис. 8а и 8б, примерно четверть экспорта США и Европы приходилась на Китай.

Эти факты свидетельствуют о том, что уровень взаимозависимости в мировой экономике очень высок. В результате протекционизм, угрожающий разрывом отношений между Китаем и остальным миром, обошелся бы очень дорого.

Иллюстрацией сильной зависимости между международной торговлей и экономическим ростом служит Рис. 9, на котором изображена эволюция объема мировой торговли за последние 30 лет. Он показывает, что за исключением 2009 г. объем мировой торговли увеличивался год от года. В 2009 г., в разгар глобального финансово-

Рисунок 8а. Экспорт США по направлениям, 2017 г.

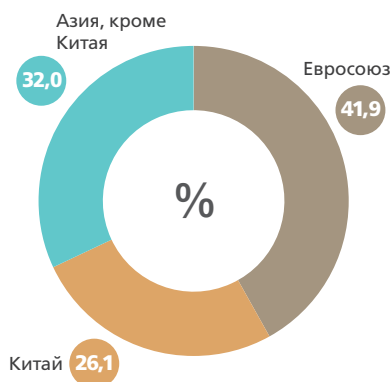
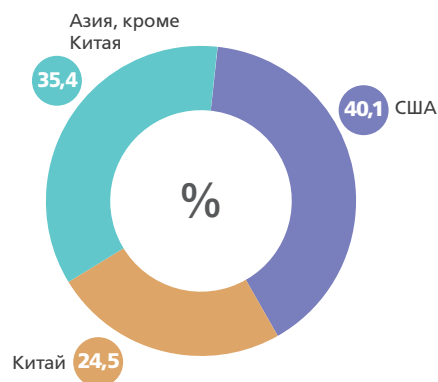


Рисунок 8б. Европейский экспорт по направлениям, 2017 г.



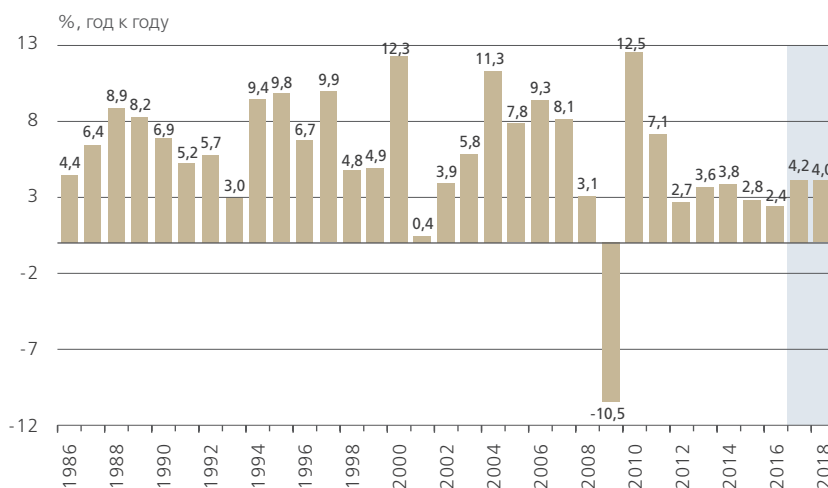
Источник: Евростат (данные на август 2017 г.)

го кризиса, объем мировой торговли сократился на 10,5%. Как показано на Рис. 1 и 2, в 2009 г. мировая экономика показала худший результат: рост глобального ВВП составил 0%, а ВВП развитых стран сократился на 3,4%.

Протекционизм сведет на нет огромные преимущества, принесенные международной торговлей; урон для взаимозависимой мировой экономики был бы огромным.

Один из основных уроков недавнего глобального финансового кризиса — необходимость обеспечить устойчивую работу финансовой системы, придавая особое значение здоровью банковской системы. Это одна из проблем, не потерявшая актуальности до сих пор, которую китайские власти должны решать срочно. Также важ-

Рисунок 9. Объем мировой торговли



Источник: МВФ (Обзор мировой экономики, 2017 г. и прогноз на 2018 г., обновление от 10 октября 2017 г.)

но, чтобы теневой банковский сектор Китая перестал быть таковым и все операции стали полностью прозрачны. Кроме того, важно, чтобы проблемные кредиты, которые по-прежнему преобладают в балансе китайских финансовых институтов, учитывались правильно.

Но несмотря на эти соображения, я сохраняю оптимизм по поводу роли, которую Китай играет и может играть в глобальной экономической системе. Недавняя инициатива Китая по созданию Азиатского банка инфраструктурных инвестиций (АИВ) — позитивный и воодушевляющий шаг. Вселяет оптимизм, что большинство крупных стран уже присоединились к этой инициативе, и будем надеяться, что США и Япония тоже скоро им последуют. В сущности, Китай должен получить соответствующее место в формальной международной архитектуре, а его доля в международных организациях должна быть соразмерной его экономической мощи.

Связи с этим популярность протекционизма, которую мы видим в последнее время, вызывает беспокойство. Бороться с этим нужно просветительской деятельностью, акцентируя основные проблемы и пути их решения. Кстати говоря, большинство из тех, кто поддерживает протекционизм, безусловно, предпочтет не отказываться от преимуществ торговли. Эти люди оправдывают протекционистские призывы тем, что во многих случаях, когда экономика открывается для международной торговли, некоторые слои населения страдают. Важно подчеркнуть, что правильный способ решить эти проблемы — налогово-бюджетная политика. Ее необходимые меры включают в себя помощь в вопросах торговли, программы переподготовки и финансируемую из бюджета подушку безопасности для помощи самым слабым слоям населения. В целом трудности, сопряженные с интеграцией в международную торговлю, не происходят непосредственно из торговли, скорее — из неспособности правительств принять необходимые фискальные меры. Было бы трагично отказаться от преимуществ торговли только потому, что правительства не могут или не хотят проводить надлежащую фискальную политику, которая и сохранит преимущества, которые дает торговля, и уменьшит трудности, ей сопутствующие.

3. Популизм

В дополнение к опасной популярности протекционизма в результате финансового кризиса проявились популистские настроения — они заметны как в экономической, так и в политической сфере. В экономической сфере источником роста популизма стали изменения в распределении дохода. С 1980-х гг. в развитых странах доля оплаты труда в ВВП снижается. Снижение доли оплаты труда напрямую связано с ростом неравенства доходов. Люди с большим доходом обычно также являются собственниками капитала, поэтому, когда относительная доля ВВП увеличивается, с ней же увеличивается неравенство в доходах — но опять-таки это мало связано с торговлей или технологическими прорывами. Это значит, что надо задуматься над вопросом, почему относительная доля оплаты труда в ВВП снижается, а не заниматься популизмом.

В сфере политики одна из причин роста популизма — значительное снижение доверия к политикам, политической системе и СМИ. Все больше людей чувствуют, что политики и политическая система плохо служат их интересам. Все больше и больше людей чувствуют себя оставленными за бортом, и впервые за много лет

все больше семей сомневаются, что дети будут жить в большем достатке, чем их родители.

Кроме того, люди перестали верить тому, что они читают или слышат в СМИ. У каждого своя правда. Правда, в которую верят люди, обычно та, которую разделяет группа людей, с которой они ассоциируют себя, а обычно люди ассоциируют себя с теми, у кого такие же взгляды и ценности. По этому же принципу формируются группы в социальных сетях. Люди, вступающие в какую-то группу в WhatsApp, или в WeChat, или в какие-то группы в Facebook, обычно имеют одинаковые взгляды и убеждения. Общась друг с другом, они определяют коллективную правду. То же самое происходит и в других группах, формулирующих коллективную правду. В таких обстоятельствах становится нормальным, что результаты политических выборов прогнозировать непросто, поскольку каждая группа полагает, что все думают так же, как она. Неудивительно, что в последнее время прогнозы результатов выборов оказывались неудачными.

Помимо того что сокращается доверие к политикам и СМИ, также сокращается доверие к экспертам. Одним из плачевных последствий глобального финансового кризиса стало ощущение, что «эксперты потерпели фиаско». В результате статус эксперта воспринимается не как преимущество, но скорее как недостаток. Точно так же, если положение лидера занимает человек с опытом, это воспринимается скорее как обязательство, чем как актив. В результате это привело к росту популярности и известности неопытных политических кандидатов и к победе аутсайдеров на выборах. В нынешнем сложно устроенном мире к феномену роста популярности аутсайдеров и неопытных лидеров нужно относиться с беспокойством, особенно из-за того, что ему сопутствует популизм и протекционистские настроения в торговле.

4. Заключение

Недавний глобальный финансовый кризис привел в результате к использованию новой, более творческой, экономической политики. И фискальная, и монетарная политика отошли от традиционного курса. Столкнувшись с колоссальным кризисом, правительства увеличили бюджетные дефициты до уровней, которые в обычной ситуации считались бы чрезмерными, особенно с учетом и без того высокого левериджа в крупных развитых странах. В то же время денежная политика реагировала на кризис чрезвычайными мерами по стимулированию роста, которые в обычных обстоятельствах были бы признаны чрезмерными. Центральные банки снизили процентные ставки до нуля (и ниже), а реальные ставки стали отрицательными. Обоснованием нетрадиционной политики стал аргумент, что «неординарные проблемы должны решаться нетрадиционными мерами». К тому же подразумевалось, что отклонение от норм макроэкономической политики будет временным и после относительно недолгого периода нетрадиционных мер макроэкономическая политика вернется в привычную колею. Но на практике этот период оказался дольше, чем ожидалось. Теперь, когда процесс нормализации уже начался в США и, вероятно, скоро начнется (хотя и с некоторой задержкой) в Европе, очень важно, чтобы регуляторы настойчиво повторяли, что нетрадиционная экономическая политика была временным отклонением от устоявшейся нормы, а не новой парадигмой. Этот опыт должен быть отражен в истории как период, во время которого были написа-

ны новые и важные главы экономической политики. Эти главы должны быть добавлены к корпусу знаний, касающихся макроэкономической теории и практики. Эти новые главы содержат важные уроки, которые не будут забыты и после того, как кризис закончится. Они должны быть добавлены в старые учебники, но не заменить их. Выкидывать старые учебники нельзя, поскольку в них систематизированы уроки многих десятилетий.

Десятая годовщина глобального финансового кризиса — прекрасная возможность оглянуться назад и оценить важнейшую роль, которую центральные банки могут играть в экономике, переживающей фундаментальные изменения. Она также дает возможность оценить преимущества глобализации, открытых рынков и свободной международной торговли. В то же время эти размышления должны помочь нам признать опасности и ущерб от протекционизма, направленного на защиту внутренних интересов, и популизма. Нужно помнить, что фундаментальные принципы, за последние несколько десятилетий создавшие основу традиционного инструментария макроэкономической политики, по-прежнему значимы и здоровы; они прошли проверку временем и хорошо послужат нам и в будущем.