

Макроэкономика

ПРЕДЕЛЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ ПОД УГЛОМ ЗРЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИХ КРИЗИСОВ

Алексей БУРЕНИН

Алексей Николаевич Буренин —
доктор экономических наук, профессор
кафедры международных финансов,
Московский государственный
институт международных отношений
(университет) МИД России
(РФ, 119454, Москва, пр. Вернадского, 76).
E-mail: anburenin@mail.ru

Аннотация

Периодически экономика выходит за рамки «нормального» состояния, в котором стандартные инструменты макроэкономической политики теряют свою эффективность. Появление кейнсианства и монетаризма явилось признанием того, что существуют два качественно отличных состояния экономики, закономерности которых нельзя экстраполировать друг на друга. При осуществлении денежной политики необходимо учитывать, что ситуация на финансовом рынке изменилась качественно, поэтому денежная политика в первую очередь стимулирует рост финансовых рынков и только во вторую способствует восстановлению реальной экономики. Денежная политика не способна существенно повлиять на оживление реальной экономики, если центральный банк не ограничит спекулятивную активность на финансовом рынке. На основе данных по ежегодному приросту реального ВВП США за период экономических экспансий и темпов прироста значений индекса S&P 500 с 1980-х годов по настоящее время можно сделать вывод о том, что чем выше уровень спекулятивной активности на финансовом рынке, тем ниже уровень прироста реального ВВП. Действиями по обеспечению рынков ликвидностью и снижением процентных ставок до отрицательных уровней центральные банки создали «новую экономическую реальность», которая поставила пределы эффективности их же денежной политики. В результате анализа автор делает вывод о том, что в современных условиях необходим пересмотр инструментария макроэкономической политики, и соглашается с Хайманом Мински, что сегодня необходим новый подход в макроэкономическом регулировании, «отличающийся от мешанины, которая получается, когда к современной экономической системе применяется общепризнанная экономическая теория».

Ключевые слова: экономический кризис, денежно-кредитная политика, количественное смягчение, макроэкономическое регулирование.

JEL: E32, E44, E58.

Западная экономическая наука достигла высокого уровня знаний. Однако каждый новый экономический кризис проверяет их на достоверность и практическую значимость. Можно констатировать, что до настоящего момента экономическая наука не смогла выработать рецепты для исключения из жизни общества такого явления, как экономические кризисы, которые на протяжении двухсот лет повторяются с большей или меньшей регулярностью. После очередного кризиса обычно появляется надежда, что новый опыт откроет дверь к бескризисному развитию в будущем. Как отмечает Брендан Браун, экономисты «в 1960-х годах думали, что кейнсианская экономика исключила бизнес-цикл, но были высмеяны спадами 1969–1970 и 1973–1975 годов. Более позднее поколение энтузиастов Великой модерации верило, что они почти убили бизнес-цикл, но были огорошены Великой рецессией 2007–2009 годов» (цит. по: [Pollock, 2016. P. 387]). Например, как отмечает Томаш Седлачек¹, «в 2007 году перед американским кредитным кризисом была <...> вера в то, что мы вышли из цикла бумов и спадов; больше никаких колебаний не будет — благодаря Алану Гринспену; мы наконец-то изобрели экономику роста. И вдруг, совершенно неожиданно, инфляция пошла вверх, центральные банки ударили по тормозам, процентная ставка выросла и экономика рухнула» [Экономическая наука., 2017. С. 265].

Нотки оптимизма можно услышать в выступлении Джанет Йеллен “Financial Stability a Decade After the Onset of the Crisis” в связи с десятилетием с начала кризиса 2007–2008 годов, в котором она говорит о возросшей стабильности банковской и финансовой системы. Она подчеркивает, что «конгресс, администрация и агентства-регуляторы ввели новые законы, регулирование и надзорную практику для ограничения риска и других кризисов в координации с лицами, определяющими политику в мире. <...> Данные свидетельствуют, что реформы, начиная с кризиса, сделали финансовую систему значительно безопаснее»². Нобелевский лауреат Пол Кругман прямо утверждает, что «постоянные спады могут и должны предотвращаться» [Кругман и др., 2016. С. 165].

В теории разработан стандартный набор инструментов для управления экономикой. Например, для стимулирования спроса и инвестиций следует понизить процентную ставку. Однако это правило не сработает, если подавляющее большинство домашних хозяйств и фирм уже взяли кредиты на максимальные суммы, по-

¹ Томаш Седлачек — чешский экономист, лектор Карлова университета, главный специалист по макроэкономической стратегии Чехословацкого торгового банка (CSOB), экономический советник президента Чешской Республики Вацлава Гавела (2001–2003).

² Yellen J. Financial Stability a Decade After the Onset of the Crisis. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20170825a.htm>

этому дополнительные кредиты окажутся для них недоступными даже при очень низкой ставке. Таким образом, время от времени в экономике возникают состояния, когда зависимости, прописанные в теории, не выполняются. В частности, не важно, рациональные или нерациональные ожидания имеют домашние хозяйства и предприниматели, — их реакция не будет соответствовать стандартным моделям поведения, которые изложены в учебниках по экономике.

Мысль о том, что в экономике могут возникать состояния, в которых известные закономерности экономической теории перестают работать, не нова. Как пишет Кругман, иногда в условиях депрессии «все обычные правила экономики оказываются перевернутыми с ног на голову; мы попадаем в мир зазеркалья, в котором добродетель порочна, а благоразумие безрассудно. Сбережения вредят нашим перспективам; твердая валюта делает нас беднее. Более того, именно в таком мире мы живем уже несколько лет» [Кругман и др., 2016. С. 163]. Таким образом, периодически экономика выходит за рамки «нормального» состояния, когда стандартные инструменты макроэкономической политики теряют эффективность. Закономерности, которые определяют поведение домашних хозяйств, предприятий и банков при «нормальных» условиях рынка, перестают работать должным образом.

В свое время фактическим признанием того факта, что прописные истины экономики не работают в условиях кризиса, явились кейнсианские рецепты ее регулирования, предполагающие активное вмешательство государства в хозяйственную жизнь. Более того, на наш взгляд, появление в экономической теории таких направлений, как кейнсианство и монетаризм, явилось де-факто признанием того, что, по сути, существуют два качественно отличных состояния экономики, которые описываются своими закономерностями. Здесь важно подчеркнуть, что закономерности функционирования одного состояния нельзя прямолинейно экстраполировать на другое. Кейнсианцы отталкиваются от кризисной экономики, в которой значительная роль должна отводиться государственному вмешательству, поскольку стандартные методы регулирования в таких условиях показывают слабую результативность. Монетаристы, наоборот, рассматривают экономику в «нормальных» условиях, в которых работают законы свободного рынка, и поэтому необходимо ограничить государственное регулирование. Правы и те, и другие: в условиях кризиса без государства не обойтись, однако при нормальных условиях оно не должно мешать функционированию рынка, чтобы не исказить ценовые сигналы, которые он транслирует участникам экономи-

ческих отношений. Конечно, заманчиво стимулировать развитие, например, увеличив бюджетные расходы. Можно не сомневаться, что в нормальных условиях экономика живо отреагирует и темпы ее роста увеличатся. Однако, несмотря на желание правительств и центральных банков обеспечить долгосрочный высокий экономический рост, такое стимулирование сродни допингу в спорте и не сможет поддерживать высокие темпы экономического развития длительное время. В краткосрочной перспективе оно даст хорошие результаты, но в дальнейшем породит кризисные явления. В то же время в условиях кризиса стандартные меры денежно-кредитной политики не принесут желаемых результатов быстро.

Проиллюстрируем последнее положение на примере денежной политики, которую проводили Федеральная резервная система (ФРС) США, Европейский центральный банк (ЕЦБ) и ряд других центральных банков для преодоления кризиса 2007–2008 годов. ФРС США и ЕЦБ применили такой инструмент, как количественное смягчение (Quantitative Easing, QE). Экономику стали спасать, накачивая ликвидностью. Согласно приводимым в публикациях оценкам, с начала кризиса центральные банки купили финансовые активы приблизительно на 15 трлн долл.³ Политика количественного смягчения преследовала цель укрепить финансовую устойчивость банков и, следовательно, доверие к ним, а также создать у них достаточно ресурсов для кредитования экономики⁴. Ряд центральных банков ввел отрицательные ставки по депозитам коммерческих банков, чтобы «заставить» их кредитовать экономику [Буренин, 2016]. Однако, как отмечает Волкер Тодд⁵, «несмотря на все экзотические меры, предпринятые Федеральным резервом после 2008 года, ни одна из них не обеспечила расширение банковского кредита, [денежных агрегатов] M1 и M2 или ВВП, реструктуризацию балансов домашних хозяйств или малых фирм, совокупный спрос, приводящий к большему потреблению или инвестициям, по крайней мере в том масштабе, которого было бы разумно ожидать от того количества новых резервов, которые

³ Burton L. Unwinding QE Could Trigger Financial Crisis, Warns JP Morgan. *The Telegraph*, 4 October 2017. <http://www.telegraph.co.uk/business/2017/10/04/unwinding-qe-could-trigger-financial-crisis-warns-jp-morgan/>.

⁴ В этом вопросе, однако, можно обратить внимание на некоторую противоречивость политики ФРС. Как замечают Кевин Доуд и Мартин Хатчинсон, «за период с начала финансового кризиса Федеральным резервом поддался давлению банков (has caved to bank pressure), разрешив им выплачивать дивиденды и выкупать акции, что подрывает попытку самой же ФРС, направленную на рекапитализацию банковской системы. <...> Например, с третьего квартала 2007 года и до кульминационного момента кризиса 19 крупнейших банков США выплатили акционерам почти 80 млрд долл.; фактически почти половина суммы, которую правительство инвестировало в банки во время кризиса, ушла “через заднюю дверь” непосредственно акционерам» [Dowd, Hutchinson, 2016. P. 401].

⁵ Волкер Тодд преподает экономику и финансы в *Middle Tennessee State University*, двадцать лет проработал в федеральных резервных банках Нью-Йорка и Кливленда.

были созданы» [Todd, 2017. Р. 409]. Во время проведения программ QE (2009–2014 годы) банковский кредит в 2011–2013 годах вырос только на 1,6, 4,1 и 1,3% соответственно. Одновременно сумма баланса ФРС с 6 августа 2008 года, когда она составляла 901,7 млрд долл., увеличилась к концу 2014 года на 499% и превысила 4,499 трлн долл. [Todd, 2017. Р. 410].

Почему политика количественного смягчения и введение отрицательных ставок не принесли скорого результата? Ответ, на наш взгляд, сводится к тому, что логика действий центральных банков по преодолению кризиса строилась в рамках экономических закономерностей, которые эффективно работают в нормальных условиях рынка, поэтому попытка применить ее к кризисной ситуации принесла слабые результаты. Безусловно, в конечном итоге экономика западных стран начала восстанавливаться. Однако явилось ли это заслугой центральных банков или стало естественным следствием самоорганизации экономики, которая, как известно, всегда восстанавливалась и в прошлом после невзгод и разрушений, даже в те времена, когда центральных банков еще не существовало? По крайней мере само название «Великая рецессия», которое получил в экономической литературе период после кризиса 2007–2008 годов, как раз указывает на слабую эффективность политики центральных банков в вопросе восстановления экономик западных стран. Как подчеркивает Давид Рансон, восстановление экономики США после рецессии 2008–2009 годов было примечательно слабым: «ВВП США потребовалось пятнадцать кварталов, чтобы преодолеть самую высокую точку четвертого квартала 2007 года по сравнению с семью кварталами после глубокой рецессии 1981–1982 годов» [Ranson, 2014. Р. 407].

Понимание того факта, что в разных состояниях экономики необходим свой инструментарий макроэкономической политики, а также представление о пределах его применимости, имеет важное значение для получения ожидаемого результата. Так, на наш взгляд, ФРС выбрала не совсем верный путь стимулирования экономики с помощью программ количественного смягчения, так как, несмотря на их внешнюю инновационность, по своей сути и направленности они больше соответствуют «нормальным» условиям рынка. ФРС попыталась использовать закономерность, в соответствии с которой увеличение ликвидности у банков должно приводить к активному росту кредитования домашних хозяйств и предприятий. Однако в кризис эти зависимости плохо выполняются. Поэтому потребовался не один раунд количественного смягчения. Безусловно, ликвидность банковской системы необходимо было увеличить, но не в таких масштабах, как это реализовалось

в рамках программ QE. Как отмечает Роберт Хеллер⁶, «в то время как начальное вливание ликвидности помогло вернуть стабильность на финансовые рынки, ликвидность рынка уже не была проблемой во время следующих эпизодов QE2 и QE3. Первый раунд QE включал покупку казначейских бумаг и облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами, на сумму более 1,8 трлн долл. К окончанию QE1 в марте 2010 года депозитные институты держали в ФРС 1,1 трлн долл. избыточных резервов. Ясно, что период нехватки ликвидности закончился. Тем не менее Федеральный резерв продолжал политику количественного смягчения. Во время второго раунда QE в 2010–2011 годах ФРС купила казначейских бумаг на 600 млрд долл. QE3 включало ежемесячную покупку бумаг на сумму 40 млрд долл., которая позже была увеличена до 85 млрд долл. в месяц. В конце концов ФРС прекратила программу QE в октябре 2014 года, к этому моменту ее баланс вырос в шесть раз — с примерно 750 млрд до 4,5 трлн долл., а депозитные институты накопили избыточные резервы в 2,6 трлн долл.». Он делает вывод: «К сожалению, есть убедительные доказательства того, что QE незначительно повлияло на экономический рост в США» [Heller, 2017. P. 251–252].

В подходе ФРС к решению возникших проблем несколько удивляет тот факт, что аналогичная политика уже проводилась Банком Японии, и фактически безуспешно. Как отмечают Кевин Доуд и Мартин Хатчинсон, если программа QE «не сработала в Японии, то нет оснований думать, что она сработает где-нибудь еще. <...> Покупки Банком Японии облигаций достигли такого масштаба, что он загнал рынок в угол и с трудом пытается найти дополнительные облигации для покупки» [Dowd, Hutchinson, 2017. P. 317, 318]. Они подчеркивают также, что эти покупки исказили процентные ставки (кривую доходности), поэтому японские финансовые институты всё больше оценивают облигации не на основе кредитоспособности их эмитентов, а на вероятности того, что они будут выкуплены Банком Японии. Цена облигаций перестала иметь какое-либо значение: даже если бумаги предлагают отрицательную доходность, то финансовые институты всё равно их покупают, поскольку уверены, что продадут их Банку Японии по более высоким ценам. Кроме того, Банк Японии постепенно национализировал фондовый рынок и уже входит в десятку крупнейших держателей акций, составляющих 90% индекса Nikkei 225. Если политика скупки активов продолжится, положение, когда Банк Японии окажется собственником всего рынка, станет только

⁶ Роберт Хеллер — бывший член совета управляющих Федеральной резервной системы, бывший президент и CEO VISA U.S.A.

делом времени. Рынок всё больше отрывается от своих фундаментальных характеристик, и Банк Японии создает огромный пузырь [Dowd, Hutchinson, 2017. Р. 318].

Центральные банки накачали экономику деньгами в таких масштабах, что создали новые потенциальные угрозы, которые в свою очередь способны генерировать новый экономический кризис. Как отметил в 2017 году Марко Коланович, руководитель подразделения количественных стратегий и стратегий с производными инструментами *J. P. Morgan*, в 2018 году центральные банки начнут сворачивать программу количественного смягчения, что потенциально может вызвать новый кризис. Он назвал возможный крах «великим кризисом ликвидности». Его слова прозвучали через месяц после того, как представители *Deutsche Bank* высказались в сходном ключе после заявления ФРС о том, что она начнет сокращать запасы облигаций, которые были куплены в рамках программы количественного смягчения⁷.

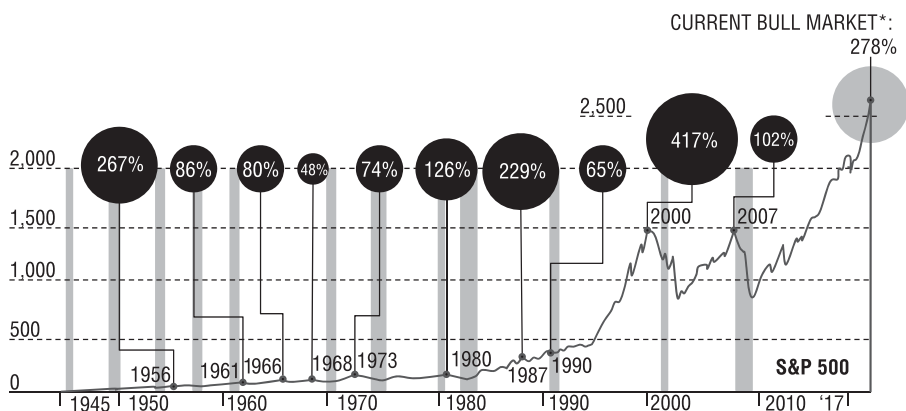
Один из вопросов, который возникает при обсуждении проблем развития бизнеса и экономического роста, сводится к тому, чтобы государство устанавливало неизменные долгосрочные правила игры в экономике. Это должно позволить бизнесу наилучшим образом приспособиться к существующим условиям и принимать оптимальные инвестиционные решения. На теоретическом уровне этот вопрос обсуждается и применительно к денежно-кредитной политике центральных банков. Однако на практике именно эта политика подвержена наиболее частому изменению. Как подчеркивают Доуд и Хатчинсон, на протяжении последних 45 лет процентные ставки полностью определялись прихотями Комитета по открытым рынкам США и стали гораздо более волатильными. «Контроль ФРС над процентными ставками привел к резким колебаниям, так как ФРС шарахалась (*lurched*) от избыточной массы денег к ее ограничению и назад, создавая один цикл бума — краха за другим» [Dowd, Hutchinson, 2017. Р. 306]. Кроме того, как отмечает Лоуренс Уайт⁸, политика распределения кредитов ФРС представляет собой разновидность центрального планирования, когда работники ФРС подменяют мнение финансового рынка о ценах разнообразных активов и величине финансовых потоков, которые должны приходиться на отдельные сегменты финансового рынка, собственным мнением [White, 2016. Р. 360, 361].

⁷ Burton L. Unwinding QE Could Trigger Financial Crisis, Warns JP Morgan. *The Telegraph*, 4 October 2017. <http://www.telegraph.co.uk/business/2017/10/04/unwinding-qe-could-trigger-financial-crisis-warns-jp-morgan/>.

⁸ Лоуренс Уайт — профессор экономики в Университете Джорджа Мейсона.

Австрийская экономическая школа бросает упрек в сторону центральных банков, которые периодически опускают процентную ставку ниже естественного уровня процента. В результате возникают «плохие инвестиции», которые оказываются нерентабельными при последующем повышении процентной ставки центральным банком. В целом, согласно теории бизнес-цикла австрийской школы, «бизнес-цикл вызывается снижением уровня процента ниже его естественного уровня» [Saravia, 2014. Р. 182].

При осуществлении денежно-кредитной политики в современных условиях необходимо учитывать тот факт, что с развитием широкого финансового рынка ситуация на нем изменилась качественно по сравнению с еще недавним прошлым. Чтобы сделать такое заключение, на наш взгляд, достаточно лишь взглянуть на рис. 1, на котором представлена динамика значений индекса S&P 500 с 1950-х годов по конец 2017-го. На графике серыми вертикальными полосками представлены периоды рецессий, также даны цифры прироста, которые показывал индекс S&P 500 после очередного падения рынка до следующего максимального подъема.



Источник: MONEY.COM, 2018, January/February, p. 51.

Рис. 1. Динамика индекса S&P 500, 1950-е годы — декабрь 2017 года

Наиболее явно конфигурация графика начинает изменяться в 1990-е годы с отчетливо видными резкими подъемами к 2000 и 2007 годам и последующими почти вертикальными спадами и особенно значительным подъемом к началу 2018-го. В то же время до начала 1980-х график близок к горизонтальной линии. Об этом красноречиво говорят и цифры прироста индекса, которые с середины 1950-х и практически до начала 1980-х годов не превышали уровень в 100% при каждом очередном подъеме рынка. С начала 1980-х по настоящее время темпы прироста его зна-

чений фактически удвоились и утроились и даже составили 417% за период с 1990 по 2000 годы. Такую динамику индекса можно объяснить прежде всего ростом спекулятивной составляющей фондового рынка по сравнению с периодом до начала 1980-х.

Подробный анализ качественных трансформаций на финансовом рынке лежит за пределами рамок настоящей статьи, однако в подтверждение своих слов обратим здесь вниманием только на два момента. С середины 1970-х годов в США стала активно развиваться индустрия инвестиционных фондов. Как известно, инвестиционные фонды во всем разнообразии своих видов — это в первую очередь профессиональные спекулянты, объединяющие ресурсы других институциональных инвесторов и частных лиц. Какое влияние оказал этот факт на функционирование финансового рынка? Он содействовал существенному его крену в сторону спекулятивности со всеми вытекающими отсюда последствиями.

Второй фактор — это превращение инвестиционных банков из компаний с неограниченной ответственностью в компании с ограниченной ответственностью. Как замечают Доуд и Хатчинсон, «еще поколение назад все американские инвестиционные банки представляли собой партнерства с неограниченной ответственностью. Последней компанией, которая в 1986 году превратилась в компанию с ограниченной ответственностью, была *Goldman Sachs*»⁹ [Dowd, Hutchinson, 2016. P. 406]. В связи с этим они подчеркивают: «Также широко признано, что преобразование инвестиционных банков из партнерств с неограниченной ответственностью в корпорации было главным фактором, увеличившим рискованность и финансовый рычаг операций» [Dowd, Hutchinson, 2016. P. 407].

В настоящее время с появлением большого числа институциональных инвесторов-спекулянтов новая ликвидность прежде всего и преимущественно стремится именно на финансовый рынок, который привлекает надеждой на быстрые и высокие прибыли. Поэтому на практике денежная политика в первую очередь стимулирует рост активности на финансовых рынках и только во вторую способствует восстановлению реальной экономики. Как отмечает Мики Леви, «последовательная политика ФРС по поддержанию низкой ставки, количественное смягчение <...> стимулировали финансовые рынки и повысили цены активов, но не смогли стимулировать экономику». Темпы роста номинального ВВП снизились за последний год до 2,5% со среднего значения

⁹ Первой компанией на Уолл Стрит, превратившейся из частного партнерства в публичную корпорацию, стала *Salomon Brothers* в 1981 году [Dowd, Hutchinson, 2016. P. 407].

3,9% за предшествующие шесть лет. Автор добавляет: «Наиболее разочаровывающим аспектом медленной экономической экспансии был слабый рост инвестиций со стороны бизнеса» [Levy, 2017. Р. 39].

Аналогичное мнение высказывает и Тодд, который отмечает, что QE проводится таким образом, что лишь стимулирует нарастание пузырей цен финансовых активов и позволяет обогащаться небольшому числу инсайдеров финансовой индустрии [Todd, 2017. Р. 411]. Созвучные мысли содержатся и в словах Роберта Хеллера. Он пишет: «Стоимость фондового рынка очень выиграла от политики низких процентных ставок центральных банков, инвесторы охотились за доходностью на фондовом рынке. Низкие процентные ставки помогли поднять значение индекса Dow — Jones больше чем на 250% с момента окончания Великой рецессии. Во время программы QE темп роста индексов фондового рынка близко следовал за темпом роста покупок активов Федеральным резервом» [Heller, 2017. Р. 256]. И далее подчеркивает: «Политика ФРС низких ставок была неэффективной в вопросе стимулирования (raising) экономического роста» [Heller, 2017. Р. 259]. Еще бóльшие сомнения в адекватности политики ФРС высказывает Рансон, который отмечает: «Даже в таком кредитном кризисе, который разразился в 2007 году, не ясно, какую помощь принесли инъекции фондов ФРС. Они были предназначены для того, чтобы облегчить стресс банков, на активы которых не нашлось спроса по приемлемым ценам. Но в любом случае экономический коллапс наступил» [Ranson, 2014. Р. 408–409].

Как отмечает Алекс Поллок¹⁰, «в последние годы ФРС принялась (has set out) создавать инфляцию цен активов в надежде на “эффект богатства”» [Pollock, 2016. Р. 388]. В теории предполагается, что «эффект богатства», возникающий из-за роста цен акций, должен вызывать увеличение потребления со стороны акционеров. В свою очередь это должно стимулировать предпринимателей осуществлять новые инвестиции. Однако «...такая модель имеет смысл только в закрытой экономике. В открытой глобальной экономической системе нет причин ожидать, что увеличение инвестиций и производства будут внутренними, даже если совокупные потребительские расходы отреагируют на рост цен акций» [Jordan, 2016. Р. 369]. Как представляется, на «эффект богатства» не стоит полагаться в надежде инициировать экономический рост

¹⁰ Алекс Поллок — заслуженный старший научный сотрудник в R Street Institute. В 1991–2004 годах — президент и CEO Федерального жилищного кредитного банка Чикаго (*Federal Home Loan Bank of Chicago*).

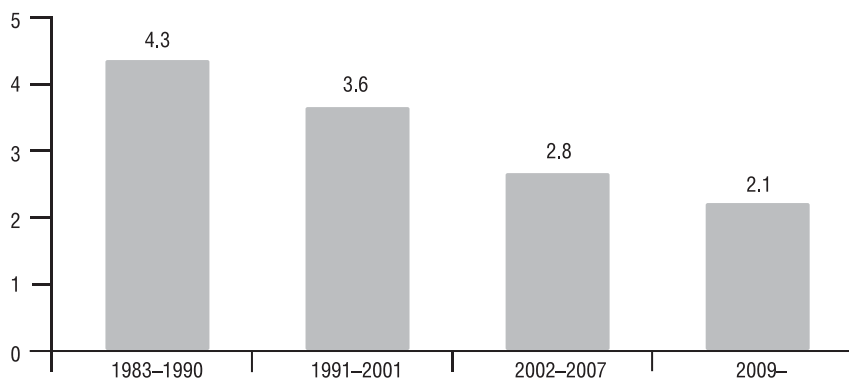
после кризиса, так как он должен проявиться с ощутимой силой только в условиях уже существующего устойчивого экономического роста, когда домашние хозяйства испытывают материальный и психологический комфорт, поэтому смело увеличивают свое потребление, обеспеченное приростом цен активов.

При оценке политики количественного смягчения следует принять во внимание еще и следующий факт. Чтобы нейтрализовать поток избыточных резервов, создававшийся программами количественного смягчения и другими программами по кредитованию, с октября 2008 года ФРС начала уплачивать банкам проценты на их резервы в ФРС. В результате банки стали держать в ФРС резервы в больших суммах, чем это требовалось нормативами. В итоге банковская система «стала создавать меньше депозитных долларов на один резервный доллар. Отношение избыточных резервов к депозитам выросло с 1% в сентябре 2008 года, до начала QE, до 24% сегодня. Это позволило M2 оставаться на том же уровне, что и до QE, несмотря на громадный рост M0» [White, 2016. P. 355]. Безусловно, избыточные резервы банков явились потенциальной основой для дальнейшего наращивания спекулятивности финансового рынка.

Интересную пищу для размышлений дают данные рис. 2, на котором представлены цифры ежегодного прироста реального ВВП США за периоды экономических экспансий. Как отмечает Томас Хениг¹¹, темп прироста реального ВВП США «устойчиво снижался в периоды экспансий с более чем 4% в годовом исчислении в 1980-е годы до чуть более 2% сегодня» [Hoenig, 2017. P. 200]. Если сравнить эти цифры с динамикой прироста значений индекса S&P 500 на рис. 1 за этот же период, можно сформулировать следующую закономерность: чем выше уровень спекулятивной активности на финансовом рынке, тем ниже уровень прироста реального ВВП. Безусловно, проверка представленного правила требует дополнительных наблюдений, однако, как представляется, такой вывод объясним в рамках формальной логики: если всё большая часть денежных средств уходит на финансовый рынок, то реальная экономика недополучает инвестиций, и темпы прироста реального ВВП должны обнаружить тенденцию к снижению.

Если наше наблюдение верно, можно сформулировать условие, которое необходимо для успешности денежной политики в современных условиях, а именно: центральный банк, увеличивая ликвидность в экономике, одновременно должен препятствовать

¹¹ Томас Хениг — вице-председатель Федеральной корпорации по страхованию депозитов, бывший председатель Федерального резервного банка Канзаса.



Источник: [Hoenig, 2017. P. 199].

Рис. 2. Ежегодный реальный прирост ВВП США (%)

ее массовому оттоку на финансовый рынок. Рост масштабов спекулятивности финансового рынка не только отвлекает средства от потребностей реальной экономики и тормозит ее развитие, но создает также угрозу макроэкономической стабильности через формирование финансовых пузырей, за которыми обычно следуют экономические коллапсы.

В вопросе осуществления политики количественных смягчений возникает еще один важный аспект. Центральный банк, «накачав» финансовый рынок ликвидностью, становится заложником своей же денежной политики, так как вынужден и дальше обеспечивать бесперебойное поступление денег на финансовый рынок, чтобы оттянуть момент наступления очередного финансового кризиса. Как отмечают Доуд и Хатчинсон, «финансовая система не была бы такой нестабильной, если бы ФРС не пыталась так усердно стабилизировать ее. Ответ ФРС на пузыри, которые она создала, состоит в том, чтобы надувать их еще больше и надеяться на лучшее. ФРС загнала себя в угол и не имеет заслуживающей доверия стратегии выхода из него. <...> Таким образом, денежная политика становится всё более дестабилизирующей и представляет теперь беспрецедентную угрозу для экономики США» [Dowd, Hutchinson, 2014. P. 361].

Своими масштабными действиями центральные банки создали «новую экономическую реальность», которая поставила под вопрос эффективность их же денежной политики. Дело в том, что рынок представляет собой определенный уклад хозяйственной жизни людей, сложившийся в ходе ее естественной эволюции. Он характеризуется своими законами, которые ставят пределы «креативной» деятельности людей, в том числе в вопросе управления рыночным механизмом. Те же Доуд и Хатчинсон указыва-

ют на ошибку, которую совершают центральные банки применительно к денежной политике: банки рассматривают «процентную ставку и предложение денег не как продукты рынков, а как инструменты контроля, которые должны определяться некоторыми центральными властями» [Dowd, Hutchinson, 2017. Р. 304]. Поэтому неудивительно, что политика центральных банков по увеличению денежной массы повлияла на закономерности денежного обращения. Как отмечает Тодд, «когда-то существовала скорость обращения денег и денежный мультипликатор. С 2008 года нет ни скорости обращения денег, ни денежного мультипликатора, по крайней мере на уровне, сравнимом со status quo, существовавшим ранее. <...> После QE1 (со II квартала 2009 года по II квартал 2010-го), в течение которого скорость обращения денег (отношение ВВП к денежной массе, в данном случае M2) слегка выросла — с 1,711 до 1,746, — этот показатель стал снижаться и достиг в III квартале 2016 года значения 1,437 — практически самого низкого за 60 лет» [Todd, 2017. Р. 407, 408]. В связи с этим автор правомерно задает вопрос: «Как можно транслировать денежную политику непосредственно на экономику в целом без скорости обращения денег и без денежного мультипликатора? На чем основано предположение, что таргетирование процентной ставки окажет влияние на реальную экономику при нулевых или отрицательных процентных ставках? Передаточный денежный механизм сломался, и даже сейчас, через восемь лет после кризиса, всё еще не показывает признаков того, что вновь заработал должным образом» [Todd, 2017. Р. 409].

В свою очередь Джерри Джордан¹² задается вопросом, действительно ли политические действия денежных властей влияют на экономическую активность, и отвечает на него отрицательно: «Система коммерческих банков больше не ограничивается резервами, и это означает, что действия денежных властей по изменению величины баланса центрального банка не влияют на предложение денег в стране. <...> Денежные власти уже не могут формулировать политические действия, призванные оказывать влияние на совокупную экономическую активность через увеличение или уменьшение баланса центрального банка» [Jordan, 2016. Р. 368].

Поэтому мы готовы согласиться с Хайманом Мински, который отмечает, что «сегодня нам необходим новый подход (в макроэкономическом регулировании. — А. Б.), основанный на полити-

¹² Джерри Джордан — бывший президент Федерального резервного банка Кливленда, член Совета экономических консультантов при президенте Рейгане.

ческом синтезе и принципиально отличающийся от мешанины, которая получается, когда к современной экономической системе применяется общепризнанная экономическая теория» [Minsky, 2008. P. 3].

Литература

1. Буренин А. Отрицательные процентные ставки: центральные банки пошли на эксперимент // Вестник МГИМО-университета. 2016. № 4. С. 262–273.
2. Кругман П. Р., Смит В. Л., Солоу Р. М. Экономика для любознательных. О чем размышляют Нобелевские лауреаты // Экономическая политика. 2016. № 5. С. 162–187.
3. Экономическая наука напоминает религию: она вселяет гораздо больше надежд, чем способна оправдать. Интервью с Томашем Седлачком. Беседовали Юрий Кузнецов, Артем Смирнов // Экономическая политика. 2017. № 4. С. 250–269.
4. Dowd K., Hutchinson M. From Excess Stimulus to Monetary Mayhem // Cato Journal. 2017. Vol. 37. No 2. P. 303–328.
5. Dowd K., Hutchinson M. How Should Financial Markets Be Regulated // Cato Journal. 2014. Vol. 34. No 2. P. 353–388.
6. Dowd K., Hutchinson M. Learning the Right Lessons from the Financial Crisis // Cato Journal. 2016. Vol. 36. No 2. P. 393–413.
7. Heller R. The Financial Crisis: Monetary Mischief and the Debt Trap // Cato Journal. 2017. Vol. 37. No 2. P. 247–261.
8. Hoenig T. The Long-Run Imperatives of Monetary Policy and Macroprudential Supervision // Cato Journal. 2017. Vol. 37. No 2. P. 195–205.
9. Jordan J. Rethinking the Monetary Transmission Mechanism // Cato Journal. 2016. Vol. 36. No 2. P. 367–383.
10. Levy M. Why Have the Fed's Policies Failed to Stimulate the Economy? // Cato Journal. 2017. Vol. 37. No 1. P. 39–45.
11. Minsky H. P. Stabilizing an Unstable Economy. N. Y. etc.: McGraw-Hill, 2008.
12. Pollock A. Does the Federal Reserve Know What It's Doing? // Cato Journal. 2016. Vol. 36. No 2. P. 385–392.
13. Ranson D. Why the Fed's Monetary Policy Has Been a Failure // Cato Journal. 2014. Vol. 34. No 2. P. 407–415.
14. Saravia J. A. Merger Waves and the Austrian Business Cycle Theory // The Quarterly Journal of Austrian Economics. 2014. Vol. 17. No 2. P. 179–196.
15. Todd W. The Fed's Failed Policies // Cato Journal. 2017. Vol. 37. No 2. P. 407–421.
16. White L. Needed: A Federal Reserve Exit from Preferential Credit Allocation // Cato Journal. 2016. Vol. 36. No 2. P. 353–365.

Ekonicheskaya Politika, 2019, vol. 14, no. 1, pp. 76-91

Aleksey N. BURENIN, Dr. Sci. (Econ.), Professor. Moscow State Institute of International Relations (University) (76, pr. Vernadskogo, Moscow, 119454, Russian Federation).
E-mail: anburenin@mail.ru

The Limits of Macroeconomic Policy Under the Eye of Economic Crisis

Abstract

Periodically, the economy goes beyond the “normal” state in which the standard instruments of macroeconomic policy lose their effectiveness. The appearance of

Keynesianism and Monetarism was the recognition that there are two qualitatively different states of the economy, the laws of which cannot be extrapolated to each other. When implementing monetary policy, it is necessary to take into account that the situation on the financial market has changed qualitatively, and therefore monetary policy primarily stimulates the growth of financial markets and only in the second place helps to restore the real economy. Monetary policy is not able to affect significantly the revival of the real economy if the central bank does not take measures to limit speculative activity in the financial market. Based on annual real U.S. GDP growth data during expansionary periods and the growth rate of the S&P 500 index from the 1980s to the present, one can conclude that the higher the level of speculative activity in the financial market, the lower the level of real GDP growth. By their actions to provide markets with liquidity and to lower interest rates to negative levels, central banks created a “new economic reality” that put limits to the effectiveness of their monetary policy. Our analysis brings us to the conclusion that in modern conditions it is necessary to revise the macroeconomic policy toolkit, and we agree with Hyman Minsky that a new approach to macroeconomic regulation is needed today, “fundamentally different from the mix that results when today’s accepted theory is applied to today’s economic system.”

Keywords: economic crisis, Austrian School, monetary policy, quantitative easing, macroeconomic regulation.

JEL: E32, E44, E58.

References

1. Burenin A. Otritsatel'nye protsentnye stavki: tsentral'nye banki poshli na eksperiment [Negative Interest Rates: Central Banks Initiated an Experiment]. *Vestnik MGIMO-universiteta [MGIMO Review of International Relations]*, 2016, vol. 49, no. 4, pp. 262-273.
2. Krugman P. R., Smith V. L., Solow R. M. Ekonomika dlya lyuboznatel'nykh. O chem razmyslyayut Nobelevskie laureaty [Economics for the Curious: Inside the Minds of 12 Nobel Laureates]. *Ekonomicheskaya politika [Economic Policy]*, 2016, vol. 11, no. 5, pp. 162-187.
3. Ekonomicheskaya nauka napominaet religiyu: ona vselyaet gorazdo bol'she nadezhd, chem sposobna opravdat'. Intervyu s Tomashem Sedlachekom [Economics Is Similar to Religion: It Raises Much More Expectations than Could Fulfill (Interview with Tomáš Sedláček)]. *Ekonomicheskaya politika [Economic Policy]*, 2017, vol. 12, no. 4, pp. 250-269.
4. Dowd K., Hutchinson M. From Excess Stimulus to Monetary Mayhem. *Cato Journal*, 2017, vol. 37, no. 2, pp. 303-328.
5. Dowd K., Hutchinson M. How Should Financial Markets Be Regulated. *Cato Journal*, 2014, vol. 34, no. 2, pp. 353-388.
6. Dowd K., Hutchinson M. Learning the Right Lessons from the Financial Crisis. *Cato Journal*, 2016, vol. 36, no. 2, pp. 393-413.
7. Heller R. The Financial Crisis: Monetary Mischief and the Debt Trap. *Cato Journal*, 2017, vol. 37, no. 2, pp. 247-261.
8. Hoenig T. The Long-Run Imperatives of Monetary Policy and Macroprudential Supervision. *Cato Journal*, 2017, vol. 37, no. 2, pp. 195-205.
9. Jordan J. Rethinking the Monetary Transmission Mechanism. *Cato Journal*, 2016, vol. 36, no. 2, pp. 367-383.
10. Levy M. Why Have the Fed's Policies Failed to Stimulate the Economy? *Cato Journal*, 2017, vol. 37, no. 1, pp. 39-45.
11. Minsky H. P. *Stabilizing an Unstable Economy*. N. Y. etc., McGraw-Hill, 2008.
12. Pollock A. Does the Federal Reserve Know What It's Doing? *Cato Journal*, 2016, vol. 36, no. 2, pp. 385-392.

13. Ranson D. Why the Fed's Monetary Policy Has Been a Failure. *Cato Journal*, 2014, vol. 34, no. 2, pp. 407-415.
14. Saravia J. A. Merger Waves and the Austrian Business Cycle Theory. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 2014, vol. 17, no. 2, pp. 179-196.
15. Todd W. The Fed's Failed Policies. *Cato Journal*, 2017, vol. 37, no. 2, pp. 407-421.
16. White L. Needed: A Federal Reserve Exit from Preferential Credit Allocation. *Cato Journal*, 2016, vol. 36, no. 2, pp. 353-365.