

ЭКОНОМИКС

Международная макроэкономика.
Финансовый кризис и суверенный
долг





В течение 1990-х годов ряд европейских стран решили отказаться от своих национальных валют и использовать единую валюту, называемую евро, вступая в Европейский экономический и валютный союз. Единая европейская валюта – евро – официально появилась 1 января 1999 года, когда 12 стран приняли ее.

Единый европейский рынок

Создание Единого европейского рынка было основным политическим и экономическим достижением. В нем труд, капитал, товары и услуги могут свободно перемещаться. Государства-члены избавились от препятствий для торговли между собой, компании расширили свой рынок по всей Европе. В то же время неэффективные фирмы стали более подвергаться трансграничной конкуренции. Домохозяйства выиграют от более низких цен, большего выбора товаров и услуг, и возможности работы на широкой территории, в то время как экономика в целом выиграет от экономического роста. Ранние шаги по созданию Единого европейского рынка включали достижение четырех целей:

1. Свободное перемещение товаров, услуг, рабочей силы и капитала между государствами-членами ЕС.
2. Сближение соответствующих законов, положений и административных положений между государствами-членами.
3. Общая политика ЕС в области конкуренции, проводимая Европейской комиссией.
4. Система общих внешних тарифов, осуществляемая в отношении стран, не являющихся членами ЕС.

Преимущества и издержки от общей валюты

Устранение транзакционных издержек. Одним очевидным и прямым преимуществом единой валюты является то, что она упрощает торговлю между членами и, в частности, сокращает транзакционные издержки между членами единой валютной зоны. Снижение транзакционных издержек – это чистая прибыль. Уменьшение изменчивости обменного курса и последующее уменьшение неопределенности является результатом использования единой валюты.

Уменьшение неопределенности, возникающей в результате устранения колебаний обменного курса, может также иметь положительное влияние на инвестиции в экономику. Это было очевидно для компаний, которые экспортируют большой объем продукции в другие страны зоны евро, поскольку меньшая неопределенность в отношении поступлений от их экспорта означает, что они могут планировать будущее с меньшим риском, поскольку строительство новых заводов выглядит менее рискованным. Увеличение инвестиций принесет пользу всей экономике, потому что это, вероятно, приведет к более высокому экономическому росту.

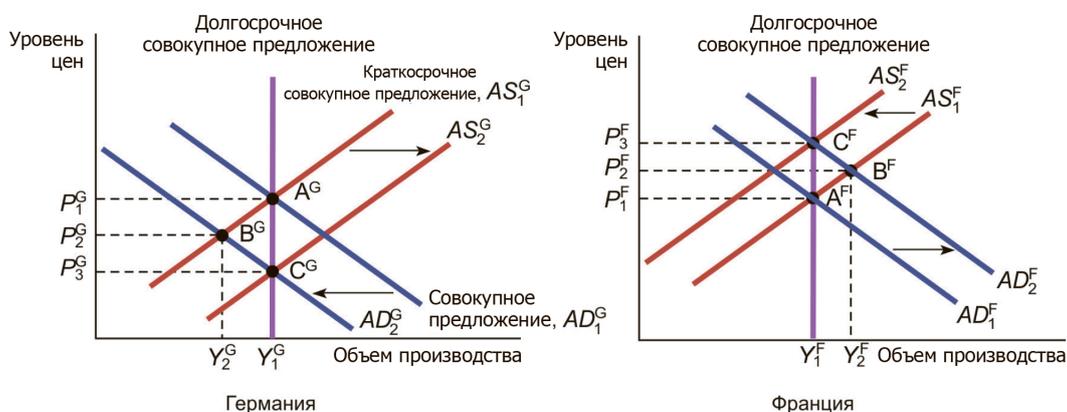
Издержки единой валюты

Основная издержки экономики при присоединении к единой валютной зоне связаны с тем, что она отказывается от национальной валюты и тем самым отказывается от своей свободы устанавливать собственную монетарную политику. Монетарная политика определяется ЕЦБ. Это потенциальная проблема. Предположим, например, что существует сдвиг в потребительских предпочтениях в общей валютной зоне от товаров и услуг, произведенных в одной стране (например, Германии), к товарам и услугам, произведенным в другой стране (например, Франции).



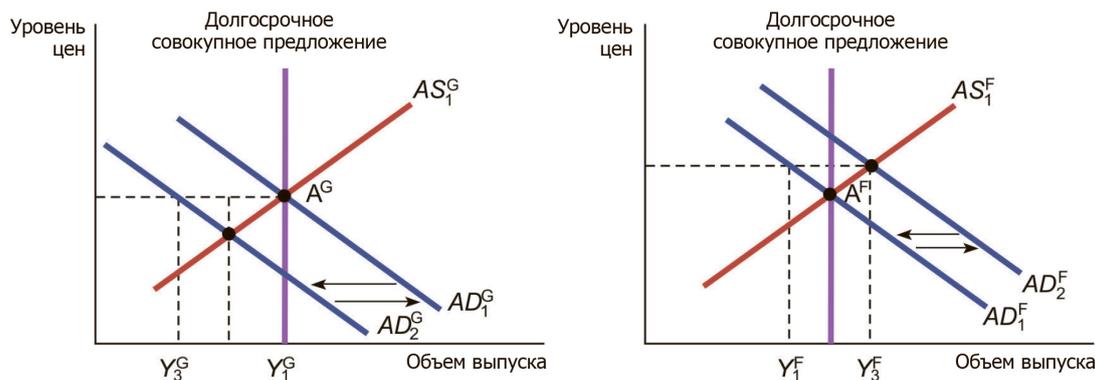
Эта ситуация изображена на рисунке, которая показывает сдвиг влево немецкой кривой AD и смещение вправо французской кривой AD. Что должны делать политики во Франции и Германии? Один ответ на этот вопрос – ничего: в конечном итоге каждая экономика вернется к своему естественному уровню производства. В Германии это будет происходить по мере снижения уровня цен и корректировки заработной платы, цен и ожиданий. В частности, поскольку безработица растет в Германии, в конечном итоге заработная плата начинает падать. Более низкая заработная плата снижает затраты фирм и, следовательно, для любого заданного уровня цен объем предложения будет выше. Другими словами, немецкая кривая SRAS будет сдвигаться вправо, пока, в конце концов, она не пересечется с кривой AD на потенциальном уровне выпуска. Противоположное происходит во Франции, при этом кривая SRAS смещается влево. Подстройка к новому уровню равновесия также показана на рисунке.

Изменение потребительского предпочтения от немецких товаров к французским



Отметим, что если бы Германия и Франция сохранили свои собственные валюты и гибкие обменные курсы, то краткосрочные колебания в AD были бы смягчены движением обменного курса. Поскольку спрос на французские товары растет, а на немецкие товары падает, это увеличило бы спрос на французские франки и снизило бы спрос на немецкие марки, повышая стоимость франков с позиции марок на валютном рынке. Это сделало бы французские товары более дорогими для жителей Германии, так как теперь им пришлось бы платить больше марок за определенное количество французских франков. Аналогичным образом немецкие товары стали бы менее дорогими для жителей Франции. Поэтому французский чистый экспорт упал бы, что привело бы к сокращению AD.

Изменения потребительских предпочтений при эластичном обменном курсе





Это показано на рисунке, где французская кривая AD смещается влево, пока равновесие снова не установится уровне потенциального выпуска. И наоборот – также показано на рисунке – немецкий экспорт растет, и немецкая кривая AD смещается вправо до тех пор, пока в Германии не будет достигнуто равновесие.

Однако в валютном союзе этот механизм автоматической корректировки недоступен, поскольку Франция и Германия имеют одну и ту же валюту (евро). Лучшее, что можно сделать, это дожидаться корректировки заработной платы и цены во Франции и в Германии, с тем, чтобы кривая AS перемещалась в каждой стране, как показано на рисунке. Результирующие колебания объема производства и безработицы в каждой стране будут иметь тенденцию создавать напряженность, поскольку в Германии растет безработица, а во Франции растет инфляция. Немецкие политики, встревоженные ростом безработицы, будут способствовать сокращению процентных ставок, чтобы повысить AD в их стране, в то время как их французские коллеги, обеспокоенные ростом инфляции, будут призывать к увеличению процентных ставок, чтобы сократить французский AD. ЕЦБ не сможет удержать обе страны. Скорее всего, он установит процентные ставки выше, чем требуемый немецкий уровень, и ниже, чем желаемый французский уровень.

ЕЦБ преследует стратегию таргетирования инфляции, а уровень инфляции, на который он нацелен, основан на ИПЦ, вычисленный в среднем по всей еврозоне. Если уровень инфляции в стране (или ожидаемый уровень инфляции) ниже среднего значения в евро, денежная политика ЕЦБ будет слишком жесткой для этой страны; если он выше среднего уровня, денежная политика ЕЦБ будет слишком свободной для нее. Именно по этой причине вход в зону евро ограничивается теми странами, которые могут соответствовать критериям, по которым инфляция и процентные ставки близки к среднему показателю ЕС.

Финансовый кризис и суверенный долг

Хайман Мински предположил, что семена будущей нестабильности могут быть посеяны в периоды благоприятных экономических условий. Для анализа финансового кризиса мы различаем между двумя связанными циклами, бизнес-циклом и финансовым циклом. Ранние модели DSGE в значительной степени игнорировали финансовый сектор. Это было, прежде всего, потому, что предполагалось, что финансовый сектор будет работать эффективно, и даже если бы были потрясения, влияющие на реальную экономику, финансовый сектор будет продолжать функционировать. Реальная экономика относится к той части экономики, которая занимается производством товаров и услуг. Напротив, финансовая экономика – это та часть экономики, связанная с покупкой и продажей активов на финансовых рынках. Финансовую экономику можно рассматривать как смазку для реальной экономики, но сам обмен активами не приводят к чему-либо, что производится.

Экономика может быть подвержена деловому циклу и финансовому циклу, и, что важно, эти циклы не должны совпадать. Бизнес-циклы, как мы видели, могут быть вызваны шоками спроса или посредством таких событий, как война, изменение цен на сырьевые товары, значительные стихийные бедствия, землетрясения или изменения в технологии. Эти потрясения, как правило, влияют на реальную экономику, но, как отмечалось выше, финансовый сектор может продолжать действовать относительно эффективно независимо от влияния на занятость, выпуск и производительность в реальной экономике. Амплитуды финансового цикла могут быть намного длиннее, чем в бизнес-цикле. Подъем в финансовом цикле может характеризоваться увеличением прибыли в банках, увеличением заимствований или увеличением цен на активы. В нисходящем переходе происходит обратное.

Финансовый цикл может иметь последствия для реальной экономики, как по мере развития цикла, так и при наступлении спада. Когда спад является серьезным и достаточным для того, чтобы называться кризисом, возникающее влияние на реальную экономику может быть значительным и результирующая рецессия будет серьезной и продолжительной. Как правило, рецессии в результате финансового кризиса длятся дольше, и рост, который последует в итоге,

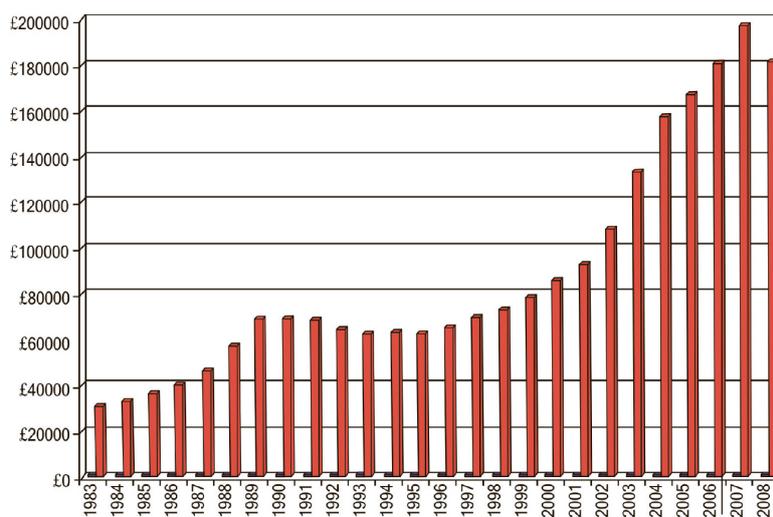


слабее по сравнению с рецессией, вызванной шоком в реальной экономике. Увеличение как долга домашних хозяйств, так и финансовых учреждений в период финансового циклического подъема может быть значительным, и в условиях спада предпринимаются попытки погасить задолженность. Влияние на реальную экономику домашних хозяйств, сокращающих потребление для погашения задолженности, уменьшает AD. Время, затраченное на погашение долговых обязательств, может быть длительным и частично объясняет, почему последствия финансового кризиса могут быть столь продолжительными.

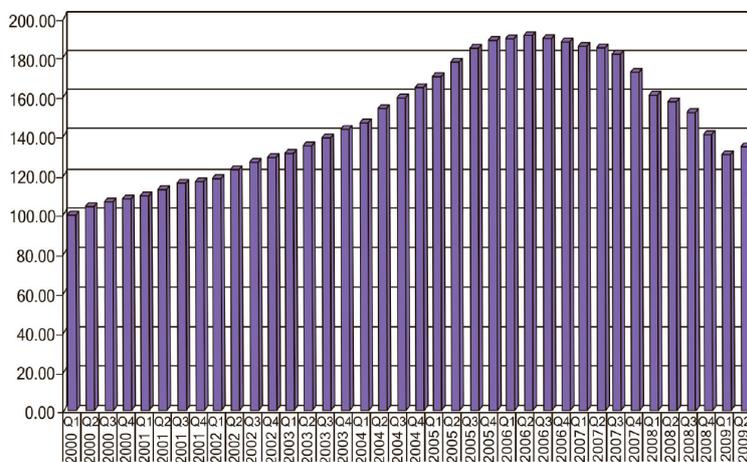
Финансовый акселератор

Статья, опубликованная в 1994 году Бернанке, Гертлером и Гилкристом, выдвинула теорию финансового ускорителя. Теория финансового ускорителя утверждает, что проблемы на финансовых рынках могут усиливать потрясения в реальной экономике и создают цикл обратной связи, который усугубляет экономические проблемы. Финансовый ускоритель может начать работать, если положительный ценовой шок за один период приведет к тому, что экономические субъекты верят, что цены в следующем периоде будут продолжать расти. Этот процесс отражает большую часть того, что было засвидетельствовано в преддверии финансового кризиса.

Рост цен на жилье



(a)



(b)



Одно из предположений, лежащих в основе теории, состоит в том, что домашние хозяйства сталкиваются с ограничениями на средства, которые они могут заимствовать для финансирования потребления и приобретения жилья. Увеличение спроса на жилье приводит к росту цен. По мере роста цен домовладельцы испытывают увеличение благосостояния, и с учетом дерегулирования и финансовых инноваций они могут использовать положительную доходность своих домов, чтобы заимствовать дальше, чтобы тратить не только на большее количество жилья, но и на более широкое потребление. Это особенно характерно для Великобритании и США, но не столько в Германии, Италии и Франции, где собственность на дома не так широко распространена. Согласно основам теории спроса и предложения это может означать, что цены на жилье продолжают расти.

На панели (а) показаны цены на жилье в Великобритании с 1983 по 2008 год. Очевидно, что средняя цена дома резко возросла с конца 1990-х до 2007 года. На панели (b) показан индекс цен на жилье в

США в период с 2000 по 2008 год, в течение которых цены на жилье в США выросли примерно на 80 процентов. Повышение цен на активы, например, показанное на рисунке, не обязательно означает, что формируется пузырь; рост цен может быть обусловлен рыночными принципами. Разделение двух процессов может быть чрезвычайно сложным. Ожидания покупателей и тех, кто на финансовых рынках предоставляют ипотечные кредиты, о том, как развивается рынок, имеют решающее значение. Великая умеренность обеспечила условия, при которых изменяется восприятие риска; если ожидается, что цены на жилье будут продолжать расти, и экономические условия продолжают оставаться стабильными, решения могут быть приняты в ожидании снижения риска. Поскольку цены на жилье растут, разница между основным заимствованием и увеличением стоимости дома создает положительную доходность для домовладельцев.

Ипотечные заимствования и заимствования по кредитным картам расширились. Заимствование по кредитным картам обычно используется в основном для повседневного потребления, а также на более крупные расходы, такие как на предметы домашнего обихода и праздники, и таким образом доходят до AD.

Для финансовых учреждений стабильные экономические условия, возросший спрос на кредиты и менее строгая нормативная база, означают, что они в состоянии получать более высокую прибыль для акционеров.

Расширение глобального банковского дела привело к тому, что розничные и оптовые банки были менее явно разделены. Розничные банковские услуги относятся к основным банковским услугам, заключающимся в получении депозитов и предоставлении кредитов домашним хозяйствам и предприятиям, тогда как оптовый банкинг больше связан с корпоративными финансами и инвестиционно-банковскими услугами. У оптового банковского сектора нет функции по сбору депозитов, вместо этого он использует доходы, полученные от инвестиций, для получения более высокой прибыли. Однако, когда различие между розничным и оптовым банком становится размытым, инвестиционные банки могут использовать средства генерируемые розничными банками для инвестирования в финансовые активы. Для финансовых учреждений, занимающихся распространением ипотечных кредитов, рост цен на жилье означает, что их балансы улучшаются. Улучшение баланса делает банки более сильными, они стремятся продлить кредит. Кроме того, при стабильных экономических условиях и низких процентных ставках банки будут больше подвержены риску в своем поведении. В погоне за доходами банки расширяют свои собственные заимствования, и цены на активы в целом растут. Поскольку финансовые учреждения повышают цены на активы, эффект на реальную экономику начинает усиливаться. Увеличение задолженности и потребления домашних хозяйств увеличивает AD, и инфляция начинает ускоряться.

Многие центральные банки, как мы видели, приняли политику таргетирования инфляции. Увеличение цен на активы в финансовые рынки и жилье не учитываются в показателях инфляции, используемых центральными банками. Например, в Великобритании из CPI исключаются расходы на жилье. Рост цен на активы, возможно, происходил в течение некоторого времени до того, как инфляция, измеряемая ИПЦ, начнет ускоряться.



Показатели ИПЦ и ИРЦ Великобритании за 1997 - 2009 годы

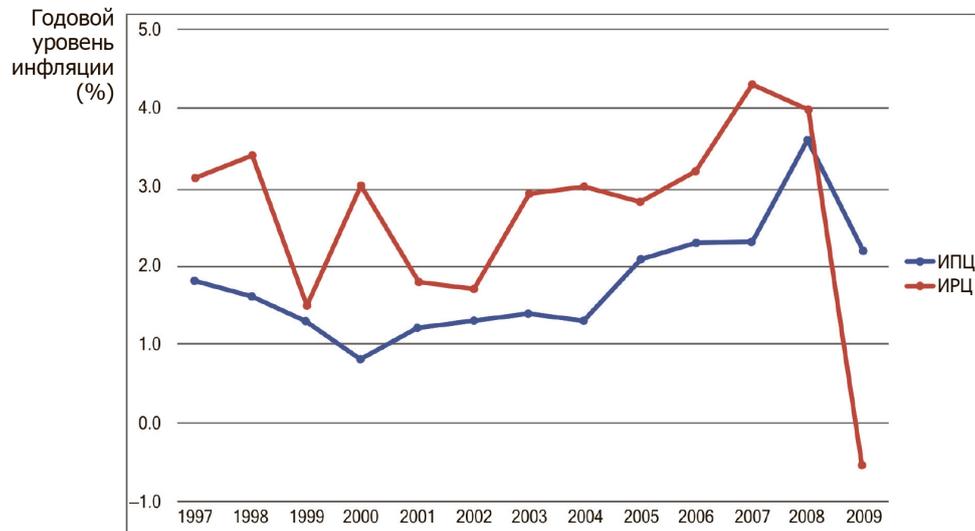


Рисунок показывает CPI и RPI в Великобритании с 1997 по 2009 год. Можно видеть, что индекс потребительских цен оставался ниже целевого показателя Банка Англии 2,0 процента до 2005 года, когда он превысил целевой показатель до 2,1 процента; даже в 2007 году ИПЦ оставался только на уровне 2,5 %. Тем не менее RPI, который включает в себя расходы на жилье, в 2002 году ускорился выше 2,0 %. Процентные ставки в Великобритании начали сдвигаться вверх с небольшим квартальным шагом с ноября 2003 года, достигнув 5,0 процента в ноябре 2006 года. Они считались относительно низкими процентными ставками по сравнению с концом 1980-х и 1990-х годов, когда ставки достигли максимума в 14,875 процентов в октябре 1989 года и на протяжении большей части 1990-х годов оставались на уровне 6–7 процентов. Когда проценты выросли с 2003 года, маржинальные заемщики начали сталкиваться с проблемами при поддержании платежей и дефолты начали расти. По мере роста дефолта цены на жилье начали падать, а балансы банков начали сокращаться.

Стоимость этих активов (например, стоимость дома, обеспеченного как капитал по кредиту) может меняться со временем, и этот метод предназначен для представления «справедливой стоимости» активов. Новые кредиты сокращаются. Поскольку банки прилагают усилия для улучшения своих балансов, активы продаются, и это приводит к падению их цены. Некоторые финансовые институты с плохими долгами сталкиваются с несостоятельностью. Для розничных банков, сталкивающихся с такой ситуацией, существует опасность, поскольку вкладчики спешат снимать свои деньги. Как подъем, так и спад в финансовом цикле влияют на реальную экономику.

Суверенный долг

Он относится к облигациям, выпущенным национальными правительствами для финансирования расходов. Одно из последствий финансового кризиса было сосредоточено на проблемах, с которыми сталкивается ряд стран в Европе по управлению долгом. Напомним, что дефицит бюджета – это разница между суммой налоговых доходов и государственных расходов. Дефициты финансируются за счет государственных заимствований, и заимствования увеличивает общую задолженность. Правительства должны управлять этой задолженностью, гарантируя, что у них достаточно средств, чтобы иметь возможность погасить государственные облигации, когда они достигают зрелости, а также выплачивать проценты по облигациям.



Кредитование правительствами неизменно рассматривается как относительно безрисковое; после финансового кризиса стало ясно, что для некоторых правительств это было не так. Макроэкономический шок, вызванный финансовым кризисом, привел к глобальному замедлению экономической активности. Когда в странах наблюдается длительный период экономического спада, налоговые поступления снижаются, но расходы на поддержку благосостояния возрастают. В этой обстановке правительствам необходимо увеличить заимствования, но недоверие рынков к их способности удовлетворять долговые обязательства означает, что некоторые страны могут оказаться на грани банкротства. Другими словами, они не могут достаточно находить средств для обеспечения долга и повседневных государственных расходов. Страной, которая стала олицетворять кризис суверенного долга, стала Греция.

Контрольные вопросы

1. Каковы основные преимущества формирования валютного союза? Каковы основные недостатки?
2. Является ли снижение дискриминации цен в разных странах, вероятно, важным преимуществом формирования валютного союза?
Объясните.
3. Каким образом асимметричный шок на стороне предложения, который был членом валютного союза, влияет на страну и другие члены валютного союза?
4. В чем разница между «финансовой экономикой» и «реальной экономикой»?
5. В чем разница между финансовым циклом и бизнес-циклом?
6. Почему восстановление от финансового кризиса имеет тенденцию занимать гораздо больше времени, чем от спада, вызванного потрясениями реальная экономика?
7. Кратко опишите теорию «финансового ускорителя».
8. Как центральные банки отреагировали на финансовый кризис?

Задания

1. Рассмотрим две страны, которые торгуют между собой – Корнсилвания и Техноленд. Национальная валюта Корнсилвании – початок, а национальная валюта Техноленда – это байт. Выпуск Корнсилвании в основном сельхозпродукты, а продукция Техноленда – это в основном высокотехнологичные электронные товары. Предположим, что каждая экономика находится в долгосрочном макроэкономическом равновесии.
 - а. Используйте диаграммы для иллюстрации состояния каждой экономики. Обязательно покажите AD, SRAS и LRAS.
 - б. Предположим теперь, что в обеих странах наблюдается рост спроса на электронные товары и одновременное снижение спроса на сельскохозяйственные товары. Используйте свои диаграммы, чтобы показать, что происходит с выпуском, и уровень цены в краткосрочном периоде в каждой стране. Что происходит с уровнем безработицы в каждой стране?
 - в. Покажите, используя диаграммы, как каждая страна может использовать денежно-кредитную политику для уменьшения краткосрочных колебаний в выпуске.
 - г. Покажите, используя диаграммы, как изменения в обменном курсе сб-байта могут уменьшить краткосрочные колебания в выпуске в каждой стране.
2. Предположим, что Техноленд и Корнсилвания образуют валютный союз и принимают электрокарот в качестве общей валюты. Теперь предположим, что в обеих странах наблюдается рост спроса на электронные товары и одновременное снижение спроса на сельскохозяйственные товары. Как президент центрального банка валютного союза вы бы подняли или снизили процентную ставку по электрокароту или сохранили ее на прежнем уровне? Объясните. (Подсказка: вам платят за поддержание низкой и стабильной инфляция в зоне электрокарота).



3. Насколько вы считаете, что инновации в финансовом секторе являются показателем увеличения риска? Обосновать ответ.

4. Почему предполагается, что финансовые рынки будут продолжать нормально функционировать в случае шока спроса или предложения в реальной экономике, которая вызывает рецессию. Что означает «нормальная работа» в этом контексте?

5. Предположим, что правительство сокращает налоги и увеличивает расходы, увеличивая дефицит бюджета до 12 процентов ВВП. Если номинальный ВВП растет на 7 процентов в год, являются ли такие бюджетные дефициты устойчивыми навсегда? Объясните. Если бюджетный дефицит такого размера поддерживаются в течение 20 лет, что может случиться с вашими налогами и налогами ваших детей в будущем?