

Когда кризисы накладываются друг на друга

Стийн Классенс, М. Айхан Коце и Марко Э. Терронес

Рецессии, сопровождающиеся сокращением кредита или спадом цен на активы, глубже и продолжительнее

Закрытый завод компании General Motors в г. Лансинг, штат Мичиган.

ФИНАНСОВЫЙ кризис, начавшийся в Соединенных Штатах, уже отразился на состоянии реального сектора экономики самых различных стран мира. Однако вопрос о том, насколько серьезным будет его воздействие и как долго продлится вызванная им рецессия, является предметом жарких споров среди экономистов.

Этот спор выдвинул на первый план ряд вопросов относительно связей между финансовым сектором и реальной экономикой в периоды рецессий. Например, какова динамика макроэкономических и финансовых переменных в периоды рецессий, сокращения кредита и спадов цен на активы (жилье и акции)? И отличаются ли рецессии, связанные с сокращением кредита и спадом цен на активы, от других рецессий?

Чтобы пролить свет на эти вопросы, мы провели всесторонний анализ связей между основными макроэкономическими и финансовыми переменными в течение экономических и финансовых циклов по 21 стране-члену Организации экономического сотрудничест-

ва и развития за 1960–2007 годы (Claessens, Kose, and Terrones, 2008). Это первое развернутое межстрановое эмпирическое исследование последствий рецессий, когда они сочетаются с проблемами на финансовых рынках, включая сокращение кредита, спады цен на жилье и спады курсов акций.

Рецессии, сокращения кредита и спады цен на активы

Прежде чем приступить к анализу рецессий и их взаимодействий с сокращениями кредита и спадами цен на активы, необходимо определить даты этих событий. В использованной нами методологии с этой целью рассматривались изменения в уровнях переменных для выявления циклов. Согласно руководящим принципам Национального бюро экономических исследований, неофициального арбитра в вопросах, касающихся деловых циклов в США, эта методология предполагает, что рецессия начинается сразу после того, как экономика проходит высшую точку активности, и заканчивается, когда экономика достигает ее низшей точки. С помощью этой методологии мы выявили циклы производства (ВВП) и финансовых переменных, включая кредит, цены на жилье и курсы акций. После определения поворотных точек циклов мы проанализировали основные особенности рецессий, сокращения кредита, спадов цен на жилье и спадов курсов акций.

За период с 1960 по 2007 год произошло 122 рецессии. В среднем рецессии длились примерно четыре квартала, при этом разные эпизоды существенно отличались друг от друга: самый короткий составил 2 квартала, а самый продолжительный — 13 кварталов (см. рисунок 1). Типичное сокращение производства с его высшей до низшей точки — амплитуда рецессии — обычно составляло примерно 2 процента. Мы также рассчитали показатель совокупных потерь, который сочетает в себе информацию о продолжительности и амплитуде рецессии, для оценки сопряженного с ней



общего ущерба. Совокупный ущерб от рецессии обычно составлял примерно 3 процента. Тяжелые рецессии, в которых сокращение производства с высшей до низшей точки находится в верхнем квартиле всех связанных с рецессиями эпизодов сокращения производства, продолжались более чем на три месяца дольше, чем средняя рецессия, и обходились гораздо дороже.

Мы выявили 28 эпизодов сокращения кредита, 28 спадов цен на активы и 58 спадов курсов акций. Сокращения кредита и спады цен на активы представляют собой периоды, когда уменьшения кредита и цен на активы с высшей до низшей точки относятся к верхним 25 процентам всех эпизодов уменьшения кредита и цен на активы соответственно. Сокращения кредита и спады цен на жилье часто являются продолжительными и глубокими. Например, эпизоды сокращения кредита, как правило, длились два с половиной года и сопровождалось примерно 20-процентным уменьшением кредита, которое измеряется объемом требований к частному сектору (см. рисунок 2). Спад цен на жилье обычно длился еще дольше — четыре с половиной года, при этом реальные цены на жилье снижались на 30 процентов. Спад курсов акций продолжался в течение более чем 10 кварталов, а когда он заканчивался, акции теряли половину своей реальной стоимости.

Если эпизоды сокращений и спадов не сопровождалось рецессиями, они не обязательно были связаны с уменьшением объема производства. Фактически, несмотря на замедление роста производства — особенно на ранних стадиях сокращений кредита и спадов цен на жилье — в конце этих эпизодов часто наблюдалось его ускорение. Конечное увеличение объема производства в периоды сокращений кредита и спадов цен на активы неудивительно, поскольку эти эпизоды не всегда полностью пересекались по времени с рецессиями и продолжались в два раза дольше, чем рецессии. И все же средние темпы роста производства в периоды сокращений кредита и спадов цен на активы были намного ниже, чем в периоды более спокойной конъюнктуры на кредитных и жилищных рынках.

Вместе с тем и сокращения кредита, и спады цен на жилье сочетались со значительным уменьшением инвестиций. Сокращения кредита обычно совпадали с уменьшением инвестиций в жилье примерно на 6 процентов, тогда как спады цен на жилье сопровождалось примерно в два раза большим падением. Существенно возростал уровень безработицы, в особенности на ранних этапах этих эпизодов, что было связано с началом снижения деловой активности.

Синхронность развития циклов в разных странах

Некоторые обозреватели считают глобальный характер нынешнего кризиса беспрецедентным, поскольку различные страны с развитой экономикой одновременно сталкиваются со снижением цен на жилье и акции и сложностями на своих кредитных рынках. Однако исторические данные показывают, что в такой ситуации нет ничего необычного. Рецессии, сокращения кредита и спады цен на активы в разных странах часто наблюдались в одно и то же время. Рецессии, произошедшие во многих странах с развитой экономикой за последние 40 лет, были сконцентрированы в рамках четырех периодов — середина 1970-х годов, начало 1980-х годов, начало 1990-х годов и начало 2000-х годов — и часто совпадали с глобальными потрясениями.

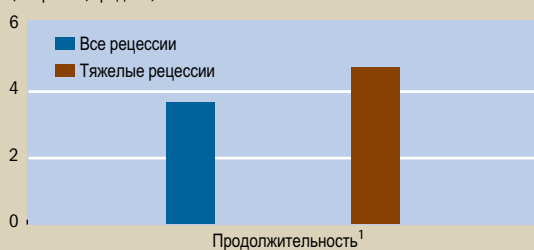
Точно так же как многие страны переживают синхронизированные рецессии, страны одновременно проходят и через эпизоды сокращения кредита. Более того, снижения цен на жилье и акции, как правило, происходили в одно и то же время. Например, снижения цен на жилье в разных странах отличаются исключительной синхронностью, что отражает важность общемировых финансовых факторов, включая

Рисунок 1

Долгая и мучительная дорога

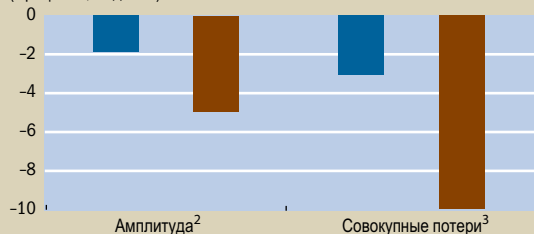
Тяжелые рецессии продолжают дольше...

(Кварталы, среднее)



... и обходятся гораздо дороже, чем другие рецессии.

(Проценты, медиана)



Источник: Claessens, Kose, and Terrones (2008).

¹ Продолжительность определяется числом кварталов между высшей и низшей точками рецессии.

² Амплитуда определяется изменением валового внутреннего продукта (ВВП) между высшей и низшей точками.

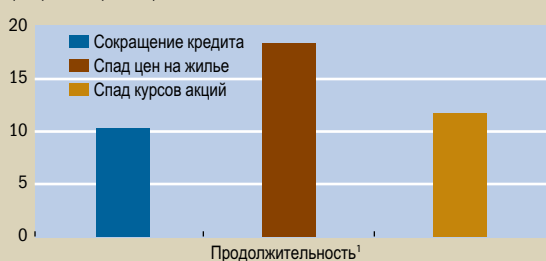
³ Совокупные потери измеряются общей величиной потерь ВВП между высшей и низшей точками рецессии.

Рисунок 2

Длительные и наносящие больший материальный ущерб

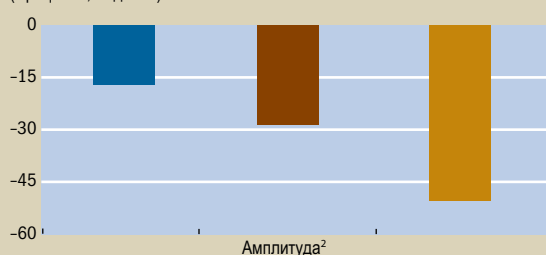
Сокращения кредита и спады цен на активы часто носят затяжной характер...

(Кварталы, среднее)



... с существенным уменьшением объема кредита и снижением цен на жилье и акции.

(Проценты, медиана)



Источник: Claessens, Kose, and Terrones (2008).

¹ Продолжительность представляет собой число кварталов между высшей и низшей точками сокращения кредита или спада цен на активы (жилье и акции).

² Амплитуда определяется изменением объема кредита или цен на активы между высшей и низшей точками сокращения кредита или спада цен на активы соответственно.

совместную динамику национальных процентных ставок, в возникновении колебаний цен на жилье. Курсы акций демонстрируют самую высокую степень синхронности, скорее всего, из-за высокого уровня финансовой интеграции фондовых рынков. Однако число стран, где на фондовых рынках отмечается понижительная динамика цен, часто превышает число стран, переживающих рецессию. Как гласит известный афоризм, «Уолл-Стрит предсказал девять из последних пяти рецессий».

Двойной удар

Действительно ли рецессии, связанные с сокращениями кредита и спадами цен на активы, тяжелее других рецессий? Для ответа на этот вопрос мы сначала использовали простое правило «датирования», чтобы определить, связана ли конкретная рецессия с сокращением кредита или спадом цен на активы. В частности, если рецессия возникла одновременно с текущим сокращением кредита или спадом цен на активы, либо после их начала, мы полагали, что эта рецессия связана с соответствующим сокращением кредита или спадом цен. Данное правило описывает «временную» связь между двумя событиями, но не свидетельствует о причинно-следственной связи между ними.

Многие рецессии действительно сочетались с сокращениями кредита или спадами цен на активы. В рамках каждой шестой рецессии происходило также сокращение кредита, а в рамках каждой четвертой происходил спад цен на жилье. Спады курсов акций пересекались по времени с одной третьей эпизодов рецессий. Между потрясениями на финансовых рынках и уровнем реальной экономической активности могут также наблюдаться значительные лаги. Рецессия, если она происходит, может возникнуть через четыре–пять кварталов после начала сокращения кредита или спада цен на жилье.

Один из основных вопросов, касающихся нынешнего финансового кризиса, заключается в том, являются ли рецессии, связанные с рассматриваемыми сокращениями и спадами, тяжелее прочих рецессий. В этом отношении международный опыт очевиден: рецессии этого типа не только более продолжительны, но и сопряжены с гораздо более значительными потерями производства. В частности, хотя рецессии, сопровождающиеся серьезными сокращениями кредита или спадами цен на жилье, в среднем продолжаются только на три

месяца дольше, потери производства, вызванные ими, обычно бывают в два–три раза больше, чем в случае рецессий без таких финансовых стрессов (см. рисунок 3).

Почему рецессии, сочетающиеся с сокращениями кредита и спадами цен на активы, являются более затяжными и более глубокими? Проблемы на финансовых рынках, обусловленные сокращениями кредита и спадами цен на активы, могут вести к увеличению продолжительности и глубины рецессий через целый ряд каналов. Например, резкое снижение цен на активы может уменьшить чистую стоимость активов фирм и домашних хозяйств, сузив их потенциал в области заимствования, инвестиций и расходов. Это, в свою очередь, ведет к дальнейшему падению цен на активы. Банки и другие финансовые учреждения могут ограничивать кредитование, поскольку в периоды сокращения кредита их капитальная база уменьшается, результатом чего являются более длительные и глубокие рецессии.

Несколько механистический анализ изменений основных компонентов производства в периоды рецессий подтверждает этот вывод. Потребление и инвестиции обычно демонстрируют более резкое сокращение, что ведет к более заметному падению общих уровней производства и занятости в периоды рецессий, совпадающих с финансовыми проблемами. Так, уменьшение потребления в периоды рецессий, связанных со спадами цен на жилье, обычно в два раза превышало соответствующие показатели для рецессий, не связанных с такими спадами, что, скорее всего, отражало эффекты существенной потери стоимости жилищных активов. Более того, в периоды рецессий, сопровождавшихся сокращениями кредита и спадами цен на активы, как правило, отмечался более значительный рост безработицы.

Хотя рецессии, связанные со спадами курсов акций, в основном также были более длительными и глубокими, чем рецессии, не связанные с подобными спадами, различия между такими эпизодами не являются статистически значимыми. Это подтверждает, что спады курсов акций менее тесно связаны с динамикой ситуации в реальном секторе экономики, чем сокращения кредита и спады цен на жилье.

Уроки для нынешней ситуации

Мировая экономика переживает финансовый шторм исторического масштаба. Уроки, вынесенные из прошлых эпизодов рецессий, сокращений кредита и спадов цен на активы, действуют отрезвляюще, показывая, что рецессии, следующие за этим штормом, могут нанести больший ущерб, поскольку, скорее всего, они будут протекать одновременно с сокращениями кредита и спадами цен на активы. Кроме того, хотя воздействие нынешнего кризиса постепенно ощутил на себе уже весь мир, свидетельства прошлых лет показывают, что его глобальные последствия в предстоящие месяцы, по-видимому, усугубятся. Однако характер рецессии в каждой отдельно взятой стране может определяться многими факторами, в том числе финансовым состоянием ее компаний, банков и домашних хозяйств до рецессии, а также мерами экономической политики, к которым прибегают официальные органы, чтобы смягчить ее негативные последствия. Продолжение решительных политических действий как на национальном, так и на глобальном уровнях может способствовать решению проблем, создаваемых кризисом. ■

Стийн Классенс — заместитель директора, а М. Айхан Козе и Марко Терронес — старшие экономисты Исследовательского департамента МВФ.

Литература:

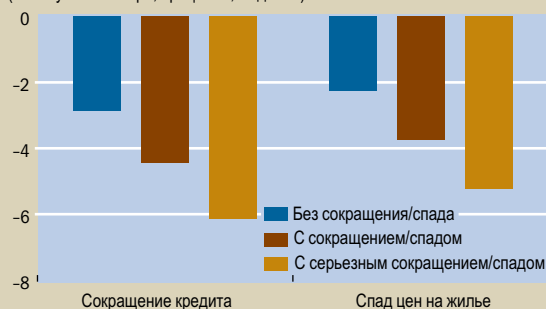
Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" forthcoming IMF Working Paper.

Рисунок 3

Усугубляемые серьезными сокращениями кредита и спадами цен

Рецессии, совпадающие с серьезными сокращениями кредита или спадами цен на жилье, отличаются более значительными совокупными потерями ВВП.

(Совокупные потери, проценты, медиана)



Источник: Claessens, Kose, and Terrones (2008).

Примечание. Совокупные потери измеряются общей величиной сокращения ВВП между высшей и низшей точками рецессии. Под серьезными сокращениями кредита и спадами цен на жилье понимаются соответствующие эпизоды, попадающие в верхнюю половину всех эпизодов сокращений и спадов.