



Кризис через призму истории

Текущий финансовый кризис является сильным, но история подсказывает способы предотвращения новой Великой депрессии

Чарльз Коллинз

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ история вновь популярна. В первой половине 2008 года быстро растущие цены на нефть и другие биржевые товары пробудили неприятные воспоминания о стагфляции 1970-х годов. Затем необычайное усиление глобального кризиса, начавшееся с банкротства компании Lehman Brothers в середине сентября, воскресили еще более мрачные воспоминания о Великой депрессии 1930-х годов.

Сравнение текущего финансового кризиса с самым сильным и разрушительным экономическим катаклизмом в современной истории может показаться чрезмерным, но нет никаких сомнений в том, что происходящий кризис является наиболее опасным со времени окончания Второй мировой войны. Беспрецедентную угрозу глобальному процветанию за последние 70 лет создает не столько глубина спада отдельных странах — разрушительные финансовые банкротства имели место и раньше в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком, — сколько его проникновение во все уголки мира.

Но сколь сильным является текущий финансовый кризис по историческим меркам? И главное, каковы будут его вероятные экономические последствия и что можно сделать, чтобы ограничить размер ущерба и проложить путь к экономическому возрождению?

Ответить на эти вопросы может помочь экономическая история, раскрывающая как необходимую перспективу для понимания относительных масштабов и серьезности текущего кризиса, так и ценные уроки, которые могут быть использованы для его преодоления.

Фото: очередь за хлебом в Нью-Йорке во время Великой депрессии.

Еще не совсем Великая депрессия

Одним мерилom, позволяющим почувствовать масштабы текущего кризиса, служит размер финансовых убытков. Согласно оценкам, приводимым в последнем «Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности» МВФ (IMF, 2008), потери по инструментам, связанным с ипотечными продуктами в США, и другим кредитам составят 1,4 трлн долл. США на основе рыночных цен на середину сентября. В долларовом выражении эти потери превысят убытки в ходе любого финансового кризиса за послевоенное время. Более того, они, вероятно, окажутся еще более значительными, принимая во внимание усиление финансового кризиса на глобальных рынках с середины сентября. Тем не менее, в процентном отношении к ВВП эти потери не столь высоки, как понесенные некоторыми странами во время сильных кризисов в прошлом (см. рисунок 1).

Другим мерилom служит степень рыночного напряжения. В октябрьском выпуске 2008 года «Перспективы развития мировой экономики» МВФ (Lall, Cardarelli, and Elekdag, 2008) приводятся расчеты индекса финансового стресса, калиброванного для 17 стран с развитой экономикой за период с 1980 года. Этот индекс, который охватывает период по сентябрь 2008 года и включает такие переменные, как межбанковские спреды и показатели рынков акций и облигаций, достиг уровня, сопоставимого с предыдущими пиковыми периодами стресса в целом ряде стран. Еще более поразительным является то, что степень стресса удерживается на высоком уровне уже почти год и сказывается на всех странах в выборке (см. рисунок 2). Кроме того, начиная с сентября, напряженность быстро распространяется на страны с формирующимся рынком, в том числе многие из тех стран, которые изначально считались более

устойчивыми к внешним факторам, чем в прошлом, ввиду их укрепившегося баланса и огромных международных резервов.

Поэтому настоящий кризис, безусловно, отличается необыкновенной глубиной, протяженностью и силой. Но сравним ли он с масштабами финансового краха 1930-х годов? Не совсем. В период с 1929 по 1933 годы в Соединенных Штатах закрылось 2500 банков, а банковское кредитование сократилось на одну треть. Индекс фондового рынка снизился на 75 процентов относительно его пикового уровня, а безработица превысила 25 процентов. Более того, Великая депрессия вызвала глубокий экономический спад во всем мире. В сравнении с этим то, что мы видели до сих пор, по-прежнему представляется кризисом в ограниченном масштабе. Банкротства банков были весьма ограниченными, а потери по депозитам и другим требованиям к банкам были минимальными, так как органы регулирования быстро приняли меры в отношении несостоятельных учреждений. До настоящего времени банковское кредитование поддерживалось, так как национальные власти приложили большие усилия для того, чтобы предотвратить разрушительное обесценение банковского капитала, даже если это требовало широкого применения таких нетрадиционных и чрезвычайных инструментов, как национализация и предоставление государственного капитала.

Сложные взаимосвязи

Каковы будут последствия этого финансового кризиса для мировой экономики? Его воздействие является сложным и охватывает различные механизмы. Во-первых, что наиболее важно, доступ к банковскому кредиту, вероятно, будет крайне ограничен в течение значительного периода времени, пока банки попытаются сократить соотношение между заемными и собственными средствами и восстановить капитальную базу. Условия банковского кредитования уже были резко ужесточены, и, вероятно, они станут еще более строгими, так как ослабление экономики ведет к новым банковским убыткам, даже несмотря на то что правительства выделяют государственные средства на укрепление капитальной базы. Во-вторых, доступ к рынкам долговых ценных бумаг резко ужесточился не только для более рискованных низкокачественных заемщиков, но и для эмитентов с самым высоким рейтингом и учреждений, выпускающих краткосрочные ценные бумаги, такие как коммерческие векселя, которые обычно не подвержены таким рискам. В-третьих, падение курсов акций и стоимости жилой недвижимости подорвало чистую стоимость активов домашних хозяйств. Например, чистая стоимость активов домашних хозяйств в Соединенных Штатах, согласно оценкам, за последний год уменьшилась на 15 процентов. В-четвертых, страны с формирующимся рынком также сталкиваются со значительно более жесткими ограничениями внешнего финансирования, так как глобальная тенденция к снижению соотношения между заемными и собственными средствами и сокращению риска уменьшила заинтересованность инвестора в этих рынках.

Насколько сильным окажется совокупное воздействие? Некоторое представление об этом можно получить, рассмотрев экономическую активность после финансовых кризисов в прошлом. На первый взгляд, имеющиеся сведения неоднозначны. В недавнем исследовании «Перспективы развития мировой экономики» был сделан вывод о том, что только приблизительно в половине из 113 случаев финансового стресса в последние 30 лет имели место замедление экономики или спад. Однако характеристики стресса имеют ключевое значение для масштабов макроэкономического воздействия. Случаи, связанные с банковскими кризисами, обычно приводят к значительно более сильным макроэкономическим последствиям. В действительности спады, связанные с банковскими кризисами, обычно длятся в два раза дольше и бывают в два раза сильнее, что означает, что совокупные потери выпуска продукции оказываются в четыре раза выше. Кроме то-

го, в случаях, когда финансовый стресс сохраняется дольше, ущерб, как правило, оказывается выше.

Для определения макроэкономических последствий финансового стресса также важны предшествующие условия. Одним из факторов устойчивости глобальной экономики служит то, что перед началом текущих событий балансы корпораций в основном были прочными, учитывая значительные усилия по реструктуризации, предпринятые после обвала акций корпораций в области информационных технологий в 2001–2002 годах. В целом соотношение между заемными и собственными средствами корпораций было уменьшено, а прибыльность была поднята до высокого уровня, и эти два обстоятельства должны обеспечить запас прочности при ужесточении финансовых условий. Однако менее вдохновляющим является то, что балансы домашних хозяйств выглядят значительно менее прочными, особенно в Соединенных Штатах, где норма сбережений снизилась, а заимствование резко возросло во время жилищного бума вплоть до 2006 года, и недавнее снижение курса акций и цен на жилье подорвало чистую стоимость активов.

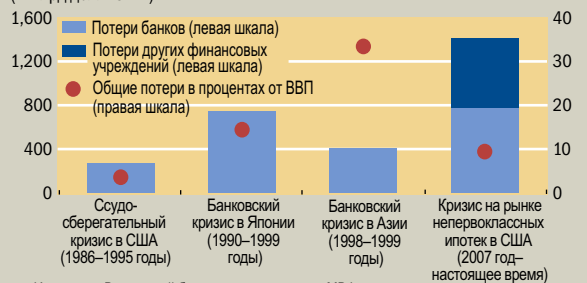
Какова ситуация в странах с формирующимся рынком? Вновь, здесь имеются свои нюансы. Балансы их государственного сектора являются намного более прочными, чем при замедлении темпов роста в 2001–2002 годах, и ведущие страны с формирующимся рынком накопили большие запасы международных резервов и сократили отношение государственного долга к ВВП в годы высокого экономического роста, что дает больший простор для маневра перед лицом внеш-

Рисунок 1

Уроки истории

Некоторые страны понесли большие потери в ходе предыдущих кризисов по сравнению с потерями на настоящий момент в результате текущего кризиса.

(В млрд долл. США)



Источники: Всемирный банк; оценки персонала МВФ.

Примечание. Издержки в связи с кризисом на рынке ипотечных ценных бумаг в США отражают оценки потерь банков и других финансовых учреждений, произведенные персоналом МВФ. Все издержки приводятся в пересчете по реальному курсу доллара в 2007 году. Азиатский кризис имел место в следующих странах: Индонезия, Малайзия, Корея, Филиппины и Таиланд.

Рисунок 2

Высокий стресс

Текущий кризис вызвал значительный стресс практически во всех странах с развитым рынком, который длится уже почти год.

(Доля стран, испытывающих финансовый стресс)



Источники: Haver Analytics; аналитическая база данных ОЭСР; OECD, Economic Outlook (2008); расчеты персонала МВФ.

В более хорошей форме

В ходе текущего снижения экономической активности более высокие внешние резервы и более низкая задолженность обеспечивают запас прочности экономики многих, но не всех стран с формирующимся рынком и развивающихся стран.



него давления (см. рисунок 3). Но отнюдь не во всех странах условия улучшились. Многие страны, в частности страны с формирующимся рынком в Европе, а также в других регионах, допустили накопление крупного дефицита по счетам текущих операций, частично финансируемого притоком портфельного и банковского капитала, теперь резко уменьшился ввиду глобального сокращения соотношения между заемными и собственными средствами. И даже страны с прочным балансом государственного сектора характеризуются уязвимостью, связанной с быстрым ростом частного банковского кредитования и завышенными оценками возможностей заемщиков среди корпораций и домашних хозяйств, и все эти факторы теперь сказываются на резком оттоке капитала из стран с формирующимся рынком. Резкое падение цен на биржевые товары, что является знакомой тенденцией в периоды глобального замедления роста, усиливает давление на экспортеров биржевых товаров, особенно тех, которые потратили большую часть раннего накопленных доходов.

С учетом исторического опыта глобальную экономику, очевидно, ожидает сильное замедление экономического роста. Действительно, активность уже замедлилась, а доверие фирм и потребителей упало. В 2009 году активность в странах с развитой экономикой, согласно последним глобальным прогнозам МВФ, сократится на годовой основе, что произойдет впервые после окончания Второй мировой войны. Рост в странах с формирующимся рынком также должен в целом существенно замедлиться, причем в большей степени в более уязвимых странах, хотя устойчивость крупных стран, таких как Китай, несколько поддержит глобальную экономику.

Уроки истории

Итак, чему нас может научить история, в том что касается ограничения ущерба и минимизации рисков ухудшения ситуации в глобальной экономике? Первый и наиболее важный урок, который можно извлечь из всех финансовых кризисов со времен Великой депрессии, заключается в том, что необходимо действовать быстро, смело и комплексно, чтобы устранить напряженность в финансовой сфере. В первую очередь, силы надо направить на тушение пожара, даже если это потребует нетрадиционных мер, которые не могут быть применены иначе, как при системном кризисе. По словам бывшего министра финансов США Лари Саммерса, когда рынки чрезмерно реагируют на ситуацию, директивные органы должны также чрезмерно реагировать. Так, Великая депрессия стала великой частично из-за того, что в течение четырех лет после обвала фондовой биржи в 1929 году директивные органы проводили традиционную политику, которая позволила кредиту сократиться, банкам обанкротиться, а кризису самоусилить-

ся. Этот путающий прецедент хорошо известен современным разработчикам политики, включая Председателя ФРС Бена Бернанке, который внимательно изучал этот период и является автором работ по взаимосвязям между финансовым и реальными секторами экономики (Bernanke, 1983).

Более поздним предупреждением служит опыт Японии в 1990-е годы, где проблема воздействия на балансы банков и корпораций обвала резко возросших цен на жилье и акции не решалась многие годы, что явилось одним из факторов целого десятилетия низкого экономического роста (см. в настоящем выпуске «Дорога к восстановлению. Опыт Японии», стр. 24–25). Более положительным примером служат жесткие ответные меры на банковский кризис в странах Северной Европы в начале 1990-х годов, создавшие условия для сильного экономического оживления после резкого снижения деловой активности (см. в настоящем выпуске «Стокгольмские решения», стр. 21–23).

Второй важный урок заключается в важности оказания макроэкономической поддержки параллельно с принятием финансовых мер. Когда эффективность денежно-кредитной политики ограничена из-за дезорганизации финансового рынка, важную роль в поддержании темпов роста реальной экономики и уменьшении негативных взаимосвязей между финансовым и реальными секторами должно играть налогово-бюджетное стимулирование. Действительно, в настоящее время все больший интерес проявляется к наращиванию расходов на инфраструктуру, по аналогии с программами общественных работ времен Великой депрессии. Однако, как четко показывает пример Японии, сама по себе макроэкономическая поддержка обеспечивает только простор для маневра, но не является решением проблемы; этот простор необходимо использовать для решения базовых финансовых проблем, иначе эффективность серии принимаемых пакетов мер будет постоянно падать. Кроме того, следует признать, что возможности для принятия ответных макроэкономических мер будут ограниченными в странах, в которых слабое управление государственным сектором является составным элементом проблемы, что часто отмечается в случае кризисов в странах с формирующимся рынком.

Третий урок состоит в необходимости принятия мер политики, которые оказывают свое действие на глобальном уровне. Вновь, Великая депрессия служит классическим примером того, что не следует делать: повышение тарифов в соответствии с Законом о тарифах Смута-Хоули в Соединенных Штатах, названное «политикой разорения соседа», способствовало распространению кризиса во всем мире. Другие примеры эффекта отрицательного цепного воздействия решений в области политики одной страны на другие страны можно найти в случае Латиноамериканского кризиса задолженности 1980-х годов и Азиатского кризиса.

В более положительном плане последние месяцы четко продемонстрировали преимущества скоординированных на международном уровне мер, в том числе мер поддержки ликвидности, усиления защиты депозитов и межбанковских открытых позиций, санации несостоятельных учреждений и либерализации денежно-кредитной политики. Разрабатываются также меры для обеспечения достаточного внешнего финансирования стран, пострадавших в результате цепного распространения кризиса, включая меры по расширению доступа к кредитам МВФ.

Суть заключается в том, что, извлекая уроки прошлого, мы можем избежать повторения худшего. Глобальная экономика переживает массовый финансовый кризис, однако ущерб можно ограничить путем принятия сильных и скоординированных мер, направленных на преодоление финансового ущерба, поддержание деятельности и обеспечение дальнейшего доступа к внешнему финансированию. ■

Чарльз Коллинз — заместитель директора Исследовательского департамента МВФ.