



Бумы цен на активы

Каков лучший способ решения проблемы?

Джованни Дель'Ариччиа

Незавершенный проект застройки в Мэриленде, США.

Не все бумы одинаковы — принятие правильного решения о применении мер политики зависит от того, каким образом распределены активы и кто уязвим в случае возможного краха

БУМЫ цен на активы являются достаточно распространенными явлениями в странах с рыночной экономикой. Один из первых бумов, отраженных в документах, был связан с тюльпановой лихорадкой 1637 года в Голландии, когда во время ее пика продавались контракты, превышавшие десять годовых доходов квалифицированного ремесленника. Одним из последних был бум на рынке жилья США в течение последнего десятилетия, крах которого вызвал текущий глобальный экономический кризис.

Но не все бумы одинаковы. Некоторые из них приходились на кризисы и эпизоды, связанные с финансовыми трудностями. Тогда как другие вели к росту и созданию долгосрочных материальных активов, например, во время «железнодорожной лихорадки» 1840-х годов в Великобритании. Масштабы и острота текущего кризиса возобновили дискуссию о том, должны ли лица, проводящие экономическую политику, беспокоиться по поводу бумов цен на активы и увеличения доли заемных средств (левериджа). Если да, то относится ли это к области денежно-кредитной политики или упор должен делаться на меры регулирования? Какова должна быть роль налогово-бюджетной политики? Эта дискуссия будет занимать умы экономистов и разработчиков политики еще некоторое время, но можно сделать некоторые предварительные выводы.

Бумы с высоким левериджем более опасны

Большее значение имеют не сами бумы цен на активы, а то, кто владеет активами и кто несет риск, как финансируется бум, и как возможный крах может сказаться на финансо-

вых организациях. Степень левериджа, связанного с финансированием бума, и степень участия банков и других финансовых посредников будут определять масштабы балансовых эффектов и опасностей для предложения кредита в случае краха.

Как мы узнали в последние месяцы, крахи обходятся намного дороже, когда в бум были вовлечены банки и цены поддерживались за счет кредита от организаций с высоким уровнем левериджа. Это объясняется тем, что когда цены на активы снижаются, балансы заемщиков, а следовательно, и банков, быстро ухудшаются (особенно когда повсеместны несоответствия сроков активов и обязательств), что приводит к замораживанию кредита, которое может пагубно сказаться на экономической активности. Во время подъема более высокая стоимость залога ослабляет ограничения кредита. Соответствующий рост кредита, в свою очередь, содействует росту цен на активы. Во время спада может возникнуть спираль в обратном направлении: падающие цены на залог не позволяют заемщикам получить кредит, что приводит к еще большему снижению цен на активы (Kiyotaki and Moore, 1997).

Бумы с ограниченным левериджем и участием банков, напротив, часто прекращались без серьезных экономических нарушений. Например, за лопнувшим «пузырем» интернет-компаний в 2001 году последовала относительно небольшая рецессия. В этом буме банки играли второстепенную роль. Резкое падение курсов акций оказало воздействие на благосостояние, но не привело к отрицательной обратной связи такого рода, которая существует между ухудшением балансов заемщиков и кредиторов и которая характеризует

текущий кризис. Поэтому оно не привело к ослаблению банковской системы и ухудшению предложения кредита, которые мы наблюдаем сейчас.

Если предположить, что директивные органы решили, что формируется опасный бум, и хотят его прекратить, прежде чем он нанесет большой ущерб реальной экономике, то какие инструменты имеются у них в распоряжении?

Усиление акцента на макрофинансовую стабильность

Первый подход традиционно предусматривал меры денежно-кредитной политики. Но руководители центральных банков являются осторожными и большинство из них с опаской относятся к применению процентных ставок для сокращения бумов цен на активы. Сторонники политики невмешательства утверждают, что центральным банкам следует сосредоточиться на инфляции (и, если имеется такая задача, на экономическом росте). За ценами на активы можно вести наблюдение для получения полезной информации о состоянии экономики (например, быстро растущие цены на активы могут сигнализировать о более широком инфляционном давлении), но сами цены не должны служить объектом воздействия.

Эта точка зрения базируется на четырех основных доводах:

- Роль денежно-кредитной политики заключается в обуздании инфляции.
- Выявлять бумы цен на активы сложно.
- Денежно-кредитная политика может быть слишком грубым инструментом.
- Вмешательство государства может нанести ущерб, который перевесит положительные результаты.

По этим причинам утверждается, что денежно-кредитная политика в большей мере подходит для ликвидации последствий после краха, чем для предотвращения развития бума вообще.

Но, как продемонстрировал текущий кризис, циклы бумов и крахов могут приводить к очень большим издержкам. Он также показал, что традиционные рычаги политики — снижение процентных ставок и вливание ликвидности в экономику — не очень результативны, когда финансовая система серьезно повреждена. Кроме того, хотя спекулятивные бумы, действительно, может быть сложно достоверно определить, эту задачу можно облегчить, сосредоточившись на эпизодах, где вовлечены кредит и банковская система. Кроме того, даже если выявить «опасные» бумы сложно, то меры политики лучше принимать на основе субъективной оценки (как в случае инфляции), если присутствует реальный риск того, что бездействие может привести к катастрофическому сценарию. Из этого следует, что если нарастание системных рисков может предвещать резкий экономический спад, и если меры регулирования не могут полностью предотвратить такое нарастание, центральным банкам нельзя придерживаться политики невмешательства в отношении бумов цен на активы и кредитных бумов. Стабильность цен должна быть одной из целей в рамках более общей задачи поддержания макрофинансовой стабильности.

Но сама денежно-кредитная политика в отрыве от других мер может быть слишком грубым инструментом для эффективного преодоления спекулятивных бумов. Захотите ли вы оставить миллион людей без работы потому, что у ваших банков слишком высокий леверидж? Кроме того, во время бумов ожидаемая прибыль по активам намного выше уровня, на который могло бы воздействовать незначительное изменение процентной ставки. Открытый характер операций с капиталом дополнительно ограничивает действенность процентных ставок — население и компании, желающие получить кредиты, могут, например, обратиться к отделению международного банка. Это особенно справедливо в небольших странах с открытой экономикой и странах с более раз-

витым финансовым сектором, где банки имеют беспрепятственный доступ к иностранному кредиту. Ужесточение денежно-кредитных условий также, скорее всего, привлечет иностранный капитал и дополнительно усилит спрос на привлекательные активы.

Таким образом, поскольку основным недостатком бумов является потенциал многочисленных банковских банкротств, пруденциальные и административные меры могут обеспечить более целенаправленное решение. Поэтому они должны быть важнейшим элементом комплекса ответных мер политики.

Результативность совершенствования регулирования

Одна из основных проблем заключается в том, что существующие инструменты регулирования не уменьшают цикличности финансовых рынков и встроенного левериджа. Более того, ситуация является прямо противоположной.

Пруденциальные нормативы в целом не могут предотвратить нарастание системных рисков в благополучный период и часто усугубляют положение во время спадов. Существующие нормативные положения требуют от банков держать больше капитала во время подъема, поскольку показатели риска увеличиваются, когда капитал уже уменьшился. Подход в системе «Базель-II» на основе внутренних рейтингов способствует данной проблеме, поскольку вероятность дефолта, скорее всего, являются антициклическими (Repullo, Saurina, and Trucharte, 2009). Это заставляет банки сокращать кредитование и тем самым содействует усугублению спада.

Для того чтобы нормативные положения были эффективными, они должны заинтересовать фирмы в сглаживании воздействия макроэкономических шоков. Но вопрос о том, как разработать эффективные пруденциальные меры, экономисты и директивные органы стали рассматривать лишь недавно.

При разработке таких мер властям надлежит учитывать следующие соображения.

- **Введение механизмов, смягчающих шоки.** Антициклические нормативы для капитала и требования о резервах на покрытие потерь по ссудам могут сыграть важную роль в ограничении бумов.

- **Ограничение левериджа.** Для предотвращения чрезмерного левериджа во время подъемов взвешенные по риску нормативы собственного капитала могут сопровождаться относительно простыми, но четко указанными лимитами левериджа.

- **Ограничение изменчивости кредитования недвижимости.** Изменчивость кредитования недвижимости можно уменьшить благодаря антициклическим лимитам отношения суммы кредита к стоимости недвижимости. Эти лимиты могут быть основаны, например, на росте производства, динамики цен на жилье или совокупном объеме кредитования, связанном с жильем. Более строгие требования к ссудам ограничили бы быстрый рост нехеджированных валютных кредитов.

- **Ограничение принимаемых рисков.** Меры политики могут быть ориентированы на конкретные источники риска, например, путем ужесточения отбора и требований к залогом для некоторых видов ссуд и введения лимитов на открытые валютные позиции.

- **Сдерживание чрезмерного кредитования и заимствования.** Этого можно достичь путем отмены неявных валютных гарантий или налоговых стимулов для конкретных типов ссуд и путем кампаний по информированию общественности (Enoch and Otter-Robe, 2007).

- **Мониторинг проблемных банков.** Наконец, следует ввести меры, которые повышают способность экономики противостоять крахам. Такие меры включают более интенсивное наблюдение за проблемными банками и более строгие

требования по раскрытию сведений о мерах по управлению рисками. Целесообразно вспомнить, что перед кризисом было широко распространено мнение о том, что секьюритизация позволила вывести риски из банковской системы.

Разработка и применение таких правил не будут легкими (см. статью «Европа в условиях стресса» в этом выпуске), особенно в глобализованном мире. Финансовая интеграция ограничивает действенность односторонних мер, поскольку физические лица и компании могут обойти ограничения путем перевода своих средств в оффшорные центры и иностранные материнские банковские компании.

Безусловно, необходимо большее международное сотрудничество. Меры будут более действенными, если органы надзора будут работать сообща над закрытием лазеек, например, не позволят людям переключаться с внутренних кредитов в валюте на прямой иностранный кредит. Такой вид сотрудничества будет все более настоятельно необходим по мере все большей интеграции финансовых систем.

Преодоление бума с помощью фискальных мер

Последний инструмент, имеющийся в распоряжении у директивных органов, — налогово-бюджетная политика. Фискальные меры могут помочь ограничить бумы. Благодаря сокращению спроса, ужесточение налогово-бюджетной политики может остановить наращивание факторов уязвимости. Налоги могут, в частности, воздействовать на цены на активы, но они являются грубыми инструментами, и вопрос о целесообразности использования повышения налогов для сдерживания бумов остается противоречивым.

Вместе с тем, текущий кризис должен заставить директивные органы пересмотреть давние меры, благоприятствующие леввериджу, такие как разрешенные вычеты из налогов для процентных выплат по ипотеке. Хотя большинство наблюдателей согласно, что налогово-бюджетная политика играла незначительную роль в текущем кризисе, налоговые правила во многих странах, несомненно, способствовали высокому уровню задолженности населения и корпораций и, возможно, усилению факторов макроэкономической уязвимости.

Налоговые положения также, вероятно, повлияли на уровень, темпы роста и изменчивость цен на важнейшие активы, что вызывает вопрос о том, могут ли дискреционные налоговые меры играть роль в снижении или поддержании таких цен. Наглядным примером является роль налоговых скидок по ипотеке.

Путь вперед

Нарождающийся бум, возможно, тяжело обнаружить, а также сложно выбрать эффективные ответные меры, что объясняет, почему директивные органы часто избегают решительных мер политики.


Как мы узнали на горьком опыте, финансируемые банками бумы могут приводить к крахам, которые нарушают предложение кредита экономики. Другие бумы, такие как бумы на фондовом рынке, более безопасно оставить в покое. Урок из текущего кризиса очевиден: если бум раздувается за счет увеличения леввериджа через финансовую систему, разработчики политики должны дважды подумать, прежде чем решить отступить в стороне.

Доводы в пользу вмешательства директивных органов зависят от того, как финансируется бум и как распределяется риск. Эпизоды бума с ограниченным леввериджем и участием финансовых посредников часто прекращаются без серьезных нарушений в экономике. Риски для экономики выше, когда рост цен на активы стимулируется за счет леввериджа, а риски остаются в основном в банковской системе.

Наилучшим способом прекращения бума является, скорее всего, определенное сочетание инструментов политики. В будущем органам денежно-кредитной политики потребуется в большей мере учитывать бумы цен на активы и финансовую стабильность. Однако ответные действия должны предусматривать более широкое применение пруденциальных мер, направленных на ограничение процикличности деятельности финансовых посредников. ■

Джованни Дель'Ариччиа — заместитель начальника отдела в Исследовательском департаменте МВФ.

■ 2009 ■ ANNUAL MEETINGS ■



WORLD BANK GROUP ■ INTERNATIONAL MONETARY FUND

Come to Istanbul, Turkey

for the 2009 Program of Seminars

Thought Provoking →
Agenda Setting → Action Inspiring

The Program of Seminars is a premier global forum where you can join influential private sector executives from around the world, high level policymakers from 185 countries, and other leaders in the international development and financial fields for a robust and constructive dialogue to strengthen the network for cooperation in the global economy.

Key Themes for 2009

- ◆ The Global Crisis and Policy Responses
 - ◆ Financial Crisis and the Poor
 - ◆ Crisis, Recovery & Structural Reform
 - ◆ Emerging Europe & Central Asia
- ◆ Future of the International Financial System
 - ◆ Greening the Crisis Response
 - ◆ Private & Public Sector Roles After the Crisis

WHEN: October 3–5, 2009

WHERE: Istanbul, Turkey

For further information please contact:
Annual Meetings Program of Seminars
IMF—World Bank Group
Washington, D.C. 20431 U.S.A.

Telephone: [1](202) 473-3394
Facsimile: [1](202) 623-4004
Email: seminars@worldbank.org
Website: www.worldbank.org/pos