

Предвидение следующего кризиса

Каких результатов можно ожидать от систем раннего предупреждения?

Атиш Р. Гош, Джонатан Д. Остри и Наталия Тамириса

«К сожалению, нередко государственные должностные лица имеют два стимула: чрезмерно сосредоточиваться на пессимистических сценариях и совсем не уделять им внимания. Иногда их шансы на выборах или их общая популярность зависят от выбора одного из этих двух вариантов».

Касс Р. Сунстайн, «Пессимистические сценарии»

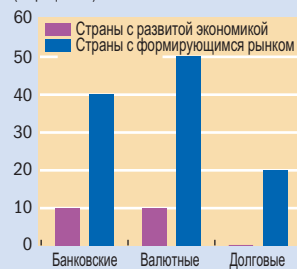
торов экономической уязвимости и конкретного триггера кризиса. Базовыми факторами уязвимости нередко являются чрезмерные уровни кредита или цен активов, несоответствия в балансах (чрезмерные займы в иностранной валюте, слишком короткие сроки погашения или недостаточная капитализация), а триггером

ТЕКУЩИЕ глобальные финансовые потрясения — после почти десятилетнего сравнительно спокойного периода со времени кризисов 1990-х годов в странах с формирующимся рынком — возродили интерес директивных органов и широкой общественности к системам раннего предупреждения (СРП) для прогнозирования будущих финансовых кризисов. Но какие сигналы тревоги реально способны подавать такие системы? Как они будут работать? И будут ли они эффективны? Опыт прошлых кризисов свидетельствует о том, что кризисы обходятся очень дорого как странам с развитой экономикой, так и странам с формирующимся рынком (см. рисунок). Хотя каждый кризис имеет свои отличительные характеристики, почти все они обусловлены сочетанием некоторых базовых фак-

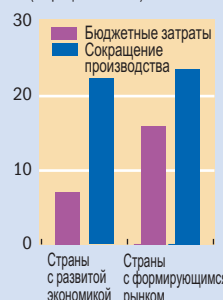
Дорогостоящие кризисы

Хотя кризисы происходят чаще в странах с формирующимся рынком, страны с развитой экономикой тоже уязвимы.

Число наблюдавшихся кризисов в различных странах в 1972–2007 годах (в процентах)¹



Средние издержки банковских кризисов в 1970–2007 годах (в процентах ВВП)



Источник: Laeven and Valencia (2008).

¹Частота кризисов, измеряемая числом кризисных эпизодов в процентах от общего числа лет по странам в приведенных группах примеров.

кризиса может стать почти любое событие — политические потрясения, шоки условий торговли, цепная реакция кризиса в других странах или, как в случае текущего кризиса, обвал рынка непервоклассных кредитов (см. таблицу).

Такая характеристика кризисов как результата наложения специфического триггера на базовые факторы уязвимости позволяет сделать два вывода. Во-первых, поскольку конкретное событие, служащее толчком к кризису, непредсказуемо, кризисы также не поддаются предсказанию. Во-вторых, ввиду этой непредсказуемости трудно убедить директивные органы принимать превентивные меры, особенно поскольку сами эти меры, вероятно, сопряжены с большими экономическими или политическими издержками. Из этого следует, что меры по обеспечению раннего предупреждения следует больше направлять не на попытки предсказать следующий кризис, а на выявление базовых факторов уязвимости, при отсутствии которых кризисы маловероятны, и затем принятие мер по устранению этих факторов.

Каких целей можно реально рассчитывать добиться посредством СРП?

В идеальном случае система раннего предупреждения (СРП) сигнализировала бы о нарастающих факторах уязвимости достаточно заблаговременно (и достаточно убедительно) для принятия корректирующих мер, чтобы не допустить возникновения даже риска кризиса. Сдвигание появляющихся пузырей цен активов, ограничение нехеджируемых открытых валютных позиций банков или заемщиков, лимитирование доли заемных средств и введение более высоких обязательных коэффициен-

тов собственного капитала — все это примеры способов сдерживать нарастание факторов уязвимости.

Однако такие меры едва ли будут пользоваться широкой поддержкой: домовладельцы предпочли бы, чтобы стоимость их жилья быстро росла, заемщикам может быть дешевле брать кредиты в иностранной валюте, а финансовые организации не склонны держать больше капитала, поскольку это снижает их прибыль. Следовательно, чтобы убедительно доказать необходимость конкретных мер, нужно разъяснить, как кризисы могут распространяться между секторами, рынками и странами. Наконец, поскольку всех факторов уязвимости не избежать, СРП должны также подавать сигналы тревоги о непосредственных рисках, чтобы дать странам возможность подготовиться к надвигающимся кризисам, а директивным органам — разработать планы действий в чрезвычайных обстоятельствах.

Разумеется, одно дело решить, какие функции должна выполнять СРП, другое — разработать систему для решения этих задач на деле. Текущий глобальный кризис наглядно показывает существующие сложные задачи. Ряд комментаторов отмечали очень быстрый рост цен на жилье в США, что является симптомом нарастающей уязвимости, однако в меньшей степени осознавалось то, как в этих условиях слабо регулируемая теневая банковская система с высокой долей заемных средств (включая инвестиционные банки и механизмы секьюритизации) может превратить относительно незначительную проблему непервоклассных ипотечных кредитов в самый крупный финансовый кризис со времен Великой депрессии. А без такой способности связать факты в единое целое отсутствовали существенные стимулы для принятия превентивных мер (таких как требование к банкам держать большие суммы капитала для покрытия забалансовых обязательств).

Как следует разрабатывать СРП

В качестве первого шага в разработке СРП следует определить, о каких событиях она должна предупреждать. Модели раннего предупреждения, разработанные по следам кризисов 1990-х годов в странах с формирующимся рынком, уделяли основное внимание внешним событиям (внезапному прекращению притоков капитала), поскольку большинство кризисов в этих странах были вызваны ими, по крайней мере, сопровождалась резкой сменой направления потоков капитала. (С точки зрения более узкой сферы ведения МВФ, такие кризисы вызывают потребность во внешнем финансировании, поэтому раннее предупреждение о них помогает МВФ планировать свои действия с учетом возможных обращений к нему за кредитными ресурсами.) В странах с развитой экономикой, хотя кризисы могут иметь и внешний аспект, более вероятно, что они связаны главным образом с проблемами в финансовом секторе. Кроме того, резкое сокращение объема производства, сверх уровня, объясняемого простыми циклическими колебаниями, вероятно, представляет отдельную область интереса для директивных органов, независимо от того, сопровождаются ли они финансовым кризисом.

После того как составлено определение кризиса, следующим шагом является разработка соответствующего аналитического инструментария. Этот инструментарий должен сочетать формальный количественный анализ с методами более эвристического характера, такими как широкие консультации и субъективные оценки. Количественные инструменты в этой связи выполняют четыре функции: во-первых, могут служить средством систематического поиска факторов уязвимости; во-вторых, изучать связи, особенно через финансовый сектор, которые могут позволить кризису — если он произойдет — мутировать и распространяться между секторами, между рынками и между странами; в-третьих, давать количественную оценку вероятности возникновения кризиса и его последствий с учетом выявленных факторов уязвимости; в-четвертых, использовать субъективные оценки в целях укрепления дисциплины и распространения информации.

Триггеры кризисов		
Кризисы вызваны рядом факторов уязвимости и триггеров.		
Кризис	Факторы уязвимости	Триггер
Мексика (1994)	Государственные краткосрочные внешние (и выраженные в иностранной валюте) обязательства	Ужесточение денежно-кредитной политики США, политические шоки
Таиланд (1997)	Внешние обязательства секторов финансовых и нефинансовых корпораций; концентрация активов финансовых компаний в секторе недвижимости	Ухудшение условий торговли; дефляция цен активов
Индонезия (1997)	Внешние обязательства корпоративного сектора; концентрация активов банковской системы в недвижимости/кредитах, связанных с недвижимым имуществом; высокое отношение долга к стоимости собственного капитала в секторе корпораций	Цепная реакция кризиса в Таиланде; банковский кризис
Турция (2000)	Государственные краткосрочные обязательства; несоответствие активов и пассивов банковской системы по валютам и срокам	Увеличение дефицита счета текущих операций, повышение реального обменного курса, шок условий торговли; неопределенность относительно наличия у правительства политической воли для проведения реформ в финансовом секторе
Финляндия (1991)	Бумы кредитования и цен на жилье, перегрев, низкая капитализация банков, концентрация кредитования, внутренние кредиты в иностранной валюте, финансовое дерегулирование без укрепления пруденциального регулирования и надзора; недостатки в области управления риском на уровне отдельных банков	Ужесточение денежно-кредитной политики, крах торговли со странами Совета экономической взаимопомощи; снижение обменного курса
Норвегия (1988)		
Швеция (1991)		
США (2007)	Бум кредитования и цен на жилье; недостатки финансового регулирования, которые привели к увеличению доли заемных средств и неправильной оценке риска	Обвал рынка непервоклассных ипотечных кредитов

Источники: Ghosh and others (2008); Drees and Pazarbasioglu (1998).

Разбор инструментария СРП

Какие аналитические инструменты требуются для системы раннего предупреждения? Конкретные характеристики различаются, но эффективный инструментарий СРП, по-видимому, должен содержать ряд элементов, включая обзор глобальных макроэкономических и финансовых перспектив, оценку факторов уязвимости страны и секторов и анализ межстрановых и межсекторных вторичных эффектов.

Перспективы. Анализ тенденций глобальной макроэкономической и финансовой ситуации основывается на рыночных показателях финансовых и суверенных рисков, дисперсии экономических прогнозов частного сектора и веерных диаграммах, обобщающих риски относительно базисных экономических прогнозов. Чтобы очертить контекст анализа рисков больших отклонений в СРП, они дополняются трендами национальных и секторных балансов сбережений и инвестиций, внешних дисбалансов и несбалансированности обменных курсов.

Сводные показатели вероятности, продолжительности и глубины кризиса. Разработан ряд методологий СРП для обобщенной оценки страновых факторов уязвимости к внешним и финансовым кризисам, кризисам роста и другим видам кризисов на основе широкого круга экономических и финансовых показателей. Некоторые из этих инструментов используют пробит-модели, тогда как другие применяют непараметрические методы, определяющие пороговые значения отдельных показателей уязвимости в зависимости от их способности различать кризисные и некризисные ситуации. Эти модели, кото-

Ранние варианты СРП, как правило, использовали одну модель «вероятности кризиса», устанавливающую соответствие между макроэкономическими показателями (например, в странах с формирующимся рынком, величиной дефицита счета текущих операций или отношением резервов к краткосрочному долгу) и кризисами.

Более современные варианты признают, что хотя такие модели остаются ключевым звеном в этой работе, общие макроэкономические и финансовые перспективы, согласованность с другими секторными моделями и анализом, данные о рынках, составляемые с высокой периодичностью, и имитации трансграничных вторичных эффектов также могут быть необходимы для получения взвешенной и всесторонней оценки факторов уязвимости, которые могут предвещать кризис (см. более подробный анализ инструментов для СРП во вставке).

Однако система раннего предупреждения не может полагаться исключительно на формальные, количественные инструменты. Уникальность и разнообразие кризисов заведомо ограничивают способность статистических инструментов извлекать информацию, которая может быть полезной для выявления следующего кризиса или полного учета страновых факторов. В связи с этим, в дополнение к этим количественным инструментам используются такие подходы, как консультации с директивными органами, участниками рынка и представителями академических кругов, а также основанные на опыте эмпирические правила, обоснованные предположения, интуитивные оценки, принципы здравого смысла и неординарное мышление — все эти методы могут помочь обнаружить новые источники уязвимости, учитывая, что следующий кризис может очень сильно отличаться от предыдущих.

Как убедить директивные органы?

Помимо технических трудностей выявления уязвимых мест, возможно, самая сложная задача для любой СРП состоит в том, чтобы убедить директивные органы принять меры для их устранения. В связи с этим особое значение приобретает четкое и откровенное изложение ранних предупреждений, подкрепляемое комплексным анализом. В этот анализ необходимо включить: описание базовых источников уязвимости, шоков, которые могут привести в действие эти факторы уязвимости, и возможных путей распространения этих шоков между секто-

рые обычно показывают вероятность кризиса, могут дополняться инструментами, помогающими определить глубину кризиса, его продолжительность и возможную траекторию подъема (в том числе, например, будет ли он сопровождаться устойчивым восстановлением уровня кредитования), в случае если кризис действительно произойдет.

Показатели секторных факторов уязвимости. Чтобы обеспечить согласованность между моделями общей вероятности кризиса и секторными анализами, можно использовать специализированные секторные методологии. Секторные инструменты могут ориентироваться на конкретные источники уязвимости (например, несбалансированность цен на жилье или неустойчивые бюджетные позиции). Составляемые с высокой периодичностью показатели финансового рынка могут помогать обобщать перспективную информацию и предвидеть быстрое ухудшение финансовых условий.

Распространение вторичных эффектов между странами, секторами и рынками. Разработка сценариев риска больших отклонений требует понимания того, как передаются шоки между различными странами и рынками. Например, данные о трансграничных рисках банков могут помочь определить потенциал распространения цепной реакции между странами через банковские кредиты. Аналогичным образом, различные инструменты могут помочь оценить потенциал распространения шоков в финансовом секторе на секторы суверенных заемщиков и нефинансовых корпораций, в том числе на основе восприятия таких вторичных эффектов рынком.

рами, рынками и странами. Наконец, ранние предупреждения должны сопровождаться четким набором вариантов политики с указанием преимуществ и недостатков ориентации на различные виды рисков и подчеркивать необходимость международной координации политики. Необходимо тщательно взвешивать предоставляемую информацию, направляя некоторые сообщения в конфиденциальном порядке директивным органам и публикуя другую информацию менее частного характера в открытых источниках.

Основные выводы

Реалистичная, но при этом масштабная цель СРП состоит в том, чтобы оповещать о возможных пессимистических сценариях и представлять директивным органам варианты оптимальных ответных мер. Это требует тщательного перспективного анализа, здравых оценок и отточенной информационной работы. Однако даже идеально разработанная СРП может быть не в состоянии предсказать и предотвратить все кризисы и может слишком часто подавать ложные сигналы тревоги. Будут ли директивные органы готовы прислушаться, когда глобальный финансовый кризис минует? ■

Джонатан Д. Остри — заместитель директора, Атиш Р. Гош — начальник Отдела системных вопросов, Наталия Тамириса — помощник директора, все — сотрудники Исследовательского департамента МВФ.

Литература:

Drees, Burkhard, and Ceyla Pazarbaşıoğlu, 1998, The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization, *IMF Occasional Paper 161* (Washington: International Monetary Fund).

Ghosh, Atish R., and others, 2008, IMF Support and Crisis Prevention, *IMF Occasional Paper 262* (Washington: International Monetary Fund).

Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, “Systemic Banking Crises: A New Database,” *IMF Working Paper 08/224* (Washington: International Monetary Fund).

Sunstein, Cass R., 2007, *Worst-Case Scenarios* (Cambridge, Massachusetts, and London, England: Harvard University Press).