

Колебания на финансовых рынках

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

Циклы на финансовых рынках зачастую бывают длинными и глубокими и нередко взаимодействуют таким образом, что могут приводить к бумам или обвалам

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ события за последние два десятилетия наглядно показывают, что колебания на финансовых рынках оказывают большое воздействие на активность в реальном секторе во всем мире. После самого крупного пузыря цен на жилье за свою современную историю в начале 1990-х годов Япония пережила сильнейший обвал рынка активов, который ознаменовал начало «потерянного десятилетия». После продолжительных кредитных бумов многие страны с формирующимся рынком в Азии во второй половине 1990-х годов испытали глубокие финансовые кризисы. Бумы на фондовых рынках в конце 1990-х годов в ряде стран с развитой экономикой закончились одновременными спадами и рецессиями.

Недавний глобальный финансовый кризис был схож с прошлыми эпизодами. Однако так называемая «Великая рецессия» имела поистине сейсмический характер, поскольку жесткие сокращения кредита и обвалы цен на активы привели к самому глубокому глобальному спаду со времени Великой депрессии 1930-х годов.

Последний кризис не только послужил болезненным напоминанием о значении финансовых циклов, но и выявил ограниченность нашего представления об этих эпизодах. Прошлые исследования в основном

базируются на исторических описаниях, а не на систематическом анализе финансовых циклов. Поэтому многие вопросы остались без ответов. Каковы основные характеристики циклов на финансовых рынках? Насколько они являются синхронизированными? Что происходит, когда циклы на различных финансовых рынках совпадают?

Для ответа на эти вопросы мы использовали традиционные методы анализа экономических циклов применительно к исчерпывающей базе данных по финансовым циклам на кредитных, жилищных и фондовых рынках (см. Claessens, Kose, and Terrones, 2011a). Наше исследование позволяет установить ряд фактов о финансовых циклах. Во-первых, финансовые циклы могут быть продолжительными эпизодами, связанными с большими издержками. Во-вторых, они могут усиливаться за счет друг друга, становиться более глубокими, превращаясь в финансовые кризисы. В-третьих, они часто имеют значительный глобальный компонент, поскольку они высоко синхронизированы между различными странами. Наконец, когда они развиваются одновременно во многих странах, они часто приводят к более обременительным последствиям. Эти выводы в сочетании с результатами недавних исследований имеют большое значение для разработки макроэкономической политики и политики в отношении финансового сектора.

Выявление финансовых циклов

Целесообразно провести некоторые параллели между фазами циклических колебаний на финансовых рынках, которые мы выявляем, и колебаниями объема производства, связанными с экономическими циклами. Полный экономический цикл имеет две фазы: *фазу рецессии* (от пика до низшей точки) и *фазу подъема* (от низшей точки до следующего пика). Помимо этих двух фаз, широко изучались также периоды восстановления после спадов. Фаза восстановления представляет собой раннюю часть фазы подъема и обычно определяется как время, которое необходимо производству для возвращения от низшей точки к уровню, достигнутому непосредственно перед началом снижения.

Аналогичный подход применяется к определению финансового цикла. Мы называем фазу восстановления финансового цикла *оживлением*, а фазу сокращения спадом. Для фазы восстановления мы учитываем как время, которое потребовалось для возврата к прежнему пику (например, высшей точки цены на жилье), и насколько увеличилась финансовая переменная в течение первого года после ее низшей точки. Мы исключаем остальную часть фазы подъема, которая обычно продолжается дольше и на которой могут сказываться многие структурные факторы (такие как уровень развития финансового сектора и качество институтов).

При изучении экономических циклов очевидно, какую переменную следует использовать: такой агрегированный показатель экономической активности как валовой внутренний продукт (ВВП). Но при анализе финансовых циклов выбор переменной не так очевиден, поскольку можно рассматривать много показателей. Основное внимание уделяется циклам в трех различных, но взаимосвязанных сегментах рынка: кредит, жилье и акции, с учетом того, что они составляют ядро финансового посредничества (процесса, который объединяет сберегателей и заемщиков).

Мы сосредоточимся более конкретно на объеме кредита, ценах на жилье и акции для 21 страны с развитой экономикой (государств-членов ОЭСР) за период с 1960 по 2007 год. Мы исключаем из анализа годы после недавнего кризиса, поскольку ряд эпизодов финансовых циклов, связанных с кризисом, все еще продолжаются. Объем кредита у нас соответствует совокупным требованиям депозитных банков к частному сектору; цены на жилье относятся к различным показателям индексов цен на жилье или на землю, в зависимости от страны-источника данных; а цены на акции представляют собой индексы курсов, взвешенные по рыночной стоимости акций в обращении. Используются ежеквартальные данные с сезонными поправками, в случае необходимости, в постоянных ценах (то есть с поправкой на инфляцию).

Бумы, обвалы и сокращения кредита

Мы также изучаем более интенсивные формы финансовых циклов (*нарушения и бумы*), поскольку крупные изменения финансовых переменных часто связаны с крайне волатильными колебаниями экономической деятельности. Для их выявления мы ранжируем изменения по каждой переменной во время оживлений и спадов. Затем эпизод классифицируется либо как нарушение финансовой деятельности, если изменение переменной, например, цен акций, во время спада попадает в нижний квартиль всех изменений. Мы называем эти нарушения *сокращениями кредита или обвалами*, в зависимости от переменной (то есть сокращение кредита; обвал цен на жилье или акции). Изменение относится к бумам, если оно во время подъема попадает в верхний квартиль — другими словами, у нас есть кредитные и жилищные бумы и бумы цен на акции.

С первого квартала 1960 года по последний квартал 2007 года произошло почти 500 эпизодов финансовых циклов для 23 стран

и по трем переменным. Выявлено 114 спадов на рынке кредита, 114 спадов цен на жилье (данные о ценах на жилье начинаются в 1970 году или позднее для большинства стран) и 245 спадов цен на акции. Соответственно, выборка включает 115 оживлений на рынке кредита, 114 оживлений для цен на жилье и 251 — для цен на акции. Циклы цен на жилье по своему числу сопоставимы с экономическими циклами за период, тогда как циклы акций являются более частыми из-за их весьма волатильного характера. Одну четверть этих эпизодов составляют нарушения (сокращения кредита или обвалы) или бумы.

Длительные и глубокие

Нарушения финансовой деятельности часто бывают намного более продолжительными, чем обычные спады (см. рис. 1). Средняя продолжительность нарушений составляет от 10 до 18 кварталов, при этом обвалы цен на жилье длятся дольше всего. Обвалы цен на жилье, продолжающиеся около 18 кварталов, длятся в среднем почти в четыре раза дольше банальных спадов на рынке жилья. Напротив, бумы на финансовых рынках часто бывают короче, чем обычные подъемы. Бумы на рынке кредита самые короткие, они длятся примерно 4½ квартала по сравнению со средней продолжительностью других оживлений на рынке кредита около 9 кварталов, тогда как жилищные бумы часто бывают самыми длительными. Бум на рынке жилья длится примерно 13 кварталов.

Финансовые циклы часто представляют собой интенсивные эпизоды, если измерять их по амплитуде, то есть по снижению цен на жилье, акции или по объему кредита с пика до низшей точки во время спадов и изменению каждой финансовой переменной в первые четыре квартала оживления (см. рис. 2). Сокращения кредита и обвалы цен на жилье имеют более драматичный характер, чем другие спады на рынках кредита и жилья. Сокращения кредита примерно в четыре раза глубже, чем средний спад на рынках кредита, тогда как обвалы цен на жилье в семь раз больше, чем среднее снижение цен на жилье. Обвалы на фондовых рынках примерно в два раза больше обычных снижений. Но в абсолютном выражении наиболее резкие колебания происходят на фондовых рынках, где во время типичного бума наблюдается рост цен на 45 процентов,

Рисунок 1

Бумы и обвалы

Нарушения могут длиться долго . . .

(Число кварталов, среднее)



. . . тогда как бумы часто имеют более короткую жизнь.

(Число кварталов, среднее)



Источник: Claessens, Kose, and Terrones (2011a).

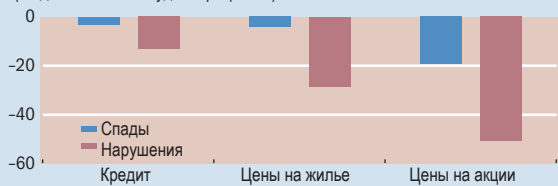
Примечание. Продолжительность спадов измеряется числом кварталов между пиком и низшей точкой. Для оживлений указывается время от низшей точки до пика, достигнутого до спада. Нарушение означает один из худших 25 процентов спадов; бум — оживление, которое относится к лучшим 25 процентам оживлений. Данные отражают средние величины для почти 500 финансовых циклов с 1960 по 2007 год.

Рисунок 2

Интенсивные периоды

Наиболее сильные колебания происходят на фондовых рынках. Бумы на рынке жилья часто бывает менее выраженными, чем обвалы на этом рынке.

(Медианная амплитуда в процентах)



(Медианная амплитуда в процентах)



Источник: Claessens, Kose, and Terrones (2011a).

Примечание. Спад отражает снижение с пика до низшей точки, оживления отражают изменение за первый год после низшей точки.

а во время обвала — несколько более крупное снижение. В случае рынков жилья колебания обычно являются более ассиметричными во время двух этапов цикла: увеличение на 11 процентов во время бумов и снижение на 29 процентов во время обвалов.

Взаимное усиление

Что происходит, когда внутренние финансовые рынки находятся примерно в той же фазе цикла? Больше ли это, чем совпадение? Для ответа на этот вопрос мы применяем простое правило определения сроков. Более конкретно, мы считаем снижение одной финансовой переменной связанной с нарушением динамики другой, если спад начинается в то же самое время или вскоре после нарушения динамики другой. Мы применяем аналогичный подход к подъемам.

Наличие связи между изменениями двух переменных, безусловно, не означает, что одно вызвало другое. Вместе с тем, наши результаты показывают наличие сильных взаимосвязей, например, между рынками кредита и жилья. Спады на рынке кредита, совпадающие по времени с обвалами цен на жилье, более продолжительны и глубже, чем другие спады на рынке кредита (см. рис. 3). Аналогичным образом, когда оживление на кредитном рынке совпадает с эпизодами жилищных бумов, оно бывает более продолжительным и мощным. Например, оживление на кредитном рынке становится на 25 процентов более продолжительным и на 40 процентов более масштабным, когда оно совпадает с жилищным бумом. Этот вывод указывает на важную роль, которую ипотека играет в экономике многих стран.

Кредитные циклы, очевидно, имеют другую динамику, когда они совпадают с циклами на фондовых рынках. Хотя спады в кредитовании, сопровождающиеся снижениями цен на акции, не являются существенно более длительными, они часто бывают более серьезными, чем другие спады. Интересно отметить, что циклы фондовых рынков испытывают, по-видимому, незначительное воздействие, когда они связаны с циклами на других финансовых рынках, вероятно, из-за специфического характера факторов, определяющих колебания на фондовых рынках.

Сильные взаимосвязи между циклами на кредитном рынке и циклами цен на активы, которые отражены в нашем исследовании, соответствуют механизмам, изложенным в различных экономических моделях. Например, модели, предусматривающие так называемый механизм *финансового акселератора*, выделяют существование эффектов обратной связи между финансовыми рынками и реальной экономикой. Например, эти модели указывают на то, что снижение чистой стоимости активов, вызванное, возможно, падением цен на активы, ведет к тому, что заемщики снизят свой спрос на кредит, расходы и инвестиции. Это, в свою очередь, приводит к дальнейшему снижению объема производства товаров и услуг в рамках процесса, который может превращаться в усиливающий сам себя цикл снижения производства и падения цен на активы.

Модели, которые действуют в *сфере предложения финансовой отрасли*, также указывают на сильные взаимосвязи между различными сегментами финансовых рынков. Основное внимание в них уделяется балансам финансовых посредников (таких как банки, которые принимают вклады и предоставляют займы) как индикатору их способности предоставлять кредит и другие виды внешнего финансирования. Они подчеркивают, что условия на кредитных рынках могут влиять на цены на активы (и на реальную активность) и наоборот, цены могут влиять на условия. Например, когда банки увеличивают свой леверидж путем накопления долга, они часто предоставляют больший объем кредита, что, в свою очередь, может привести к повышению цен на активы. Наоборот, снижение левериджа могут вызвать падение цен на активы.

Высокая степень синхронизации между странами

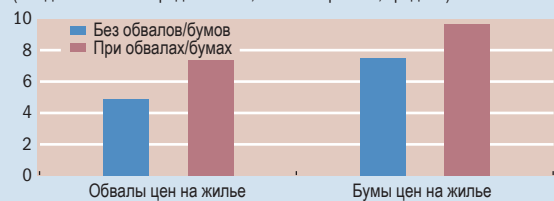
Финансовые циклы также часто происходят одновременно в разных странах, что говорит о том, что глобальный характер недавнего кризиса не является необычным. Мы анализируем степень синхронизации циклов, используя так называемый *индекс соответствия*, который измеряет процент времени, когда

Рисунок 3

Усиливая друг друга

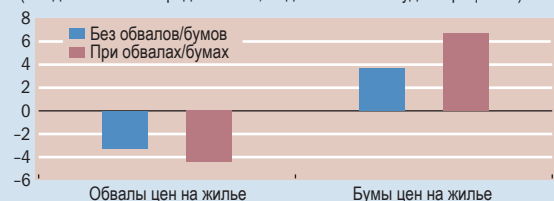
Кредитные циклы, сопровождаемые циклами рынка жилья, обычно продолжаются дольше . . .

(Спады/оживления кредитования, число кварталов, среднее)



. . . и являются более сильными.

(Спады/оживления кредитования, медианная амплитуда в процентах)



Источник: Claessens, Kose, and Terrones (2011a).

Примечание. Панели отражают продолжительность и амплитуду спадов/оживлений кредитования, когда они связаны с обвалами/бумами на рынке жилья. Считается, что спад кредитования сопровождается обвалом на рынке жилья, если он начинается в то же время, что падение на этом рынке, или сразу после него. Аналогичным образом, считается, что оживление кредитования сопровождается бумом на рынке жилья, если рост кредита начинается в то же время, что и рост цен на жилье или в начале этого периода.

две страны находятся в той же фазе соответствующего финансового цикла.

Циклы на кредитных и фондовых рынках проявляют самую высокую степень синхронизации в разных странах (см. рис. 4, верхняя панель). Тенденция этих циклов характеризуется тем, что они находятся в той же фазе примерно 75 процентов времени. Хотя дома являются необращающимися активами, степень синхронизации циклов рынка жилья в разных странах все же является высокой — примерно 60 процентов. Этот результат отчасти обусловлен той важной ролью, которую играют глобальные факторы, в том числе мировые процентные ставки, глобальные экономические циклы и цены на биржевые товары, в объяснении динамики цен на жилье во всем мире. Степень синхронизации в случае рынков жилья и фондовых рынков со временем фактически увеличилась, возможно, из-за возрастания трансграничных торговых и финансовых потоков.

Когда финансовые циклы высоко синхронизированы между разными странами, они чаще всего являются более выраженными (см. рис. 4, нижняя панель). В случае высоко синхронизированных спадов на рынках акций, их цены, например, снижаются примерно на 30 процентов, по сравнению с примерно 18 процентами для других спадов. Аналогичным образом, синхронизированные подъемы на финансовых рынках являются более динамичными.

Переосмысление циклов и мер политики

Основные выводы из нашего обширного исследования финансовых циклов являются отрезвляющими. Во-первых, *финансовые циклы могут быть продолжительными и глубокими*, особенно на рынках жилья и акций. Во-вторых, *финансовые циклы усиливают друг друга* и становятся более масштабными во время совпадающих спадов на рынках кредита и жилья. В-третьих, *они высоко синхронизированы в разных странах*, и степень такой синхронизации со временем увеличивается, возможно,

из-за сил глобализации. Наконец, *глобально синхронизированные спады часто связаны с эпизодами, которые имеют более серьезные последствия*, особенно в кредитных и фондовых циклах.

Экономисты давно изучают взаимодействие между разными видами циклов, и эти исследования имеют большое значение для экономической политики. Например, обширное исследование связей между циклами деловой активности и инфляции привело к тому, что экономисты предупреждают о риске повышения темпов инфляции, если денежно-кредитная политика является слабой, а экономика производит товаров и услуг больше потенциального объема. Наоборот, они предупреждают о риске дефляции, если денежно-кредитная политика является жесткой, а уровень экономической активности ниже ее потенциала.

Недавний глобальный финансовый кризис привел к интенсивной дискуссии относительно разработки денежно-кредитной политики и политики в отношении финансового сектора. Эти дебаты выделяют не только связь между циклами деловой активности и инфляции, но и воздействие циклов на финансовых рынках на экономические циклы.

В сочетании с результатами предыдущих исследований (см. «Когда кризисы накладываются друг на друга», *Ф&Р*, декабрь 2008 года), наши выводы относительно финансовых циклов содержат полезные сведения для продолжающихся дискуссий по экономической политике. С учетом многогранных взаимосвязей между финансовыми и экономическими циклами, отраженные в нашем исследовании наблюдения говорят о том, что тщательный мониторинг циклов на финансовых рынках должен являться неотъемлемой частью макроэкономического надзора и разработки политики (Claessens, Kose, Terrones, 2011b). Например, помимо связей между циклами инфляции и деловой активности, директивным органам при разработке денежно-кредитной политики целесообразно учитывать статус циклов на финансовых рынках.

Наш анализ также говорит о важности учета взаимосвязей между финансовыми циклами в ходе разработки мер нормативного регулирования в целях обеспечения прочного состояния всей системы. Например, если и кредит, и цены на жилье быстро увеличиваются, то может оказаться необходимым применять более строгие правила и нормы кредитования для ипотечного финансирования, а также более крупные антициклические буферные резервы для смягчения колебаний позиций банков по капиталу, поскольку циклы на рынках кредита и жилья часто усиливают друг друга. В более общем плане, при разработке макропруденциальных правил необходимо учитывать взаимосвязи между циклами в различных сегментах финансовых рынков.

Поскольку финансовые циклы часто синхронизированы в международном масштабе, настоятельно необходимо учитывать глобальные аспекты мер финансового регулирования и надзора. Однако такие глобальные меры политики должны быть адаптивными и гибкими, поскольку финансовые системы в разных странах функционируют по-разному. ■

Стийн Классенс — заместитель директора, М. Айхан Кесе — помощник и Марко Э. Терронес — заместитель начальника отдела в Исследовательском департаменте МВФ.

Литература:

- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, 2011a, "Financial Cycles: What? How? When?" forthcoming in NBER International Seminar in Macroeconomics 2010, ed. by Richard Clarida and Francesco Giavazzi.
- , 2011b, "How Do Business and Financial Cycles Interact?" forthcoming IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

