



*Рагурам Раджан и Родни Рамчаран*

**Ответ на вопрос о том, является ли легкодоступный кредит причиной резких взлетов и падений цен на активы, можно найти в ценах на сельскохозяйственные земли США столетие назад**

**П**ЕРЕРАСТАЕТ ли легкодоступный кредит в «мыльные пузыри» цен на активы, причиняя ущерб остальной экономике, когда эти пузыри лопаются? Директивные органы задаются такими вопросами в свете недавнего резкого взлета и падения цен на жилье в США и других странах. Обеспокоенные тем, что легкодоступный банковский кредит, возможно, привел к последнему финансовому кризису, многие страны пытаются ужесточить правила предоставления кредитов, чтобы удержать банки от принятия чрезмерных рисков. Более широкое распространение получает идея о том, что центральные банки должны «идти против ветра», противодействуя бумагам цен на активы и кредитным бумагам, а не только заниматься регулированием инфляции.

Действительно, директивные органы в ряде стран-экспортеров биржевых товаров в настоящее время сталкиваются с этой трудной задачей — решить, какой подход принять. В последнее десятилетие цены на биржевые товары резко возросли, и многие страны-производители биржевых товаров испытали одновременное резкое увеличение кредита и повышение цен на активы. Например, в Бразилии темпы роста кредита и цены на недвижимость стремительно взлетели, и некоторые утверждают, что

цены на сельскохозяйственные земли в США достигли размеров «мыльного пузыря», несмотря на слабость экономики США в других отношениях.

Как же, в таком случае, директивные органы должны подходить к вопросу о возможной связи между доступностью кредита, на которую может воздействовать правительство, и бумагами цен на активы с их столь же резкими последующими падениями? По этому вопросу появляется все больше исследований под влиянием недавнего резкого взлета и падения цен на жилье в масштабах всей страны, но взгляд в прошлое — на самый последний общенациональный резкий прирост цен на землю в США в начале предшествующего столетия — предоставляет полезный исторический контекст. Особенности системы регулирования того времени также помогают выявить потенциальную роль кредита в формировании колебаний цен на активы.

#### **Доступность кредита**

Исследователи паник на финансовых рынках давно утверждают, что доступность кредита может быть причиной подъемов и спадов, приводя в пример столь разнообразные события, как тюльпанная лихорадка в Нидерландах в 1630-е годы и резкий спад цен на недвижимость в Японии в 1990-е годы (Kindleberger

В начале XX века цены на землю в США прошли через циклы подъемов и спадов.



and Aliber, 2005). Исследования, стимулом для которых послужила Великая депрессия 1930-х годов, также указывают на взаимосвязь между доступностью кредита и ценами на активы. Первоначальный позитивный шок для активов, таких как земля (например, повышение цен на зерновые культуры, выращиваемые на этой земле), увеличивает чистую стоимость собственного капитала заемщика, что улучшает способность землевладельца заимствовать средства и повышает спрос на землю. При понижательной тенденции, возможно, из-за падения цен на биржевые товары, более низкие цены на землю означают более низкую чистую стоимость собственного капитала, меньший объем залогового обеспечения, сниженную способность заимствования и значительное сокращение спроса на землю. Снижение цен усугубляется экстренными распродажами активов, которые сбивают цены (Fisher, 1933; Bernanke and Gertler, 1989; Kiyotaki and Moore, 1997).

Стимулы, побуждающие банки предоставлять кредиты или не предоставлять их, также оказывают влияние на цикл подъемов и спадов. Когда кредит расширяется, банки могут быть не склонны либо прекращать возобновление безнадежных кредитов (часто называемое пролонгацией недействующих кредитов), либо воздерживаться от предоставления новых кредитов из опасения, что это приведет к реализации убытков или послужит сигналом о недостаточных возможностях кредитования, — что также обнаружило бы их неспособность в прошлом надлежащим образом оценивать качество предоставляемых ими кредитов (Rajan, 1994). Как следствие, благоприятные времена могут привести к избыточному кредиту. В противоположность этому — поскольку вероятность убытков по кредитам в плохие времена выше, а возможности для предоставления займов кредитоспособным заемщикам более ограничены, — все банки имеют стимул к тому, чтобы воспользоваться этой более щадящей средой для сокращения кредита, возлагая вину за убытки на экономические условия, а не на свою неадекватную способность проводить оценку. Поэтому расширение кредита может следовать циклам, которые усиливают реальные шоки, как позитивные, так и негативные, особенно в областях, в которых банки являются более конкурентоспособными.

### Теория и практика

Это — теория. На практике, однако, по-прежнему существует значительная неопределенность относительно роли доступ-

ности кредита в резком повышении цен на активы за пределы их очевидной базовой стоимости, то есть в образовании «мыльного пузыря» цен на активы. В конечном счете, в основе подъемов и спадов цен на активы нередко лежат изменения экономических детерминант или представлений, и больший объем кредита обычно поступает хозяйственным субъектам, имеющим лучшие экономические детерминанты. Это обстоятельство также затрудняет для директивных органов принятие ответных мер в периоды быстрой инфляции цен на активы и расширения кредита. Повышение процентных ставок или иное ограничение роста кредита может помешать тому, чтобы цены на активы в полной мере могли отражать положительные экономические детерминанты. И все же слишком легкодоступный кредит сам по себе может привести к тому, что цены на активы будут превышать экономические детерминанты, создавая основу для спада.

Например, бум цен на жилье в последнее десятилетие отчасти был вызван широко распространенным представлением о том, что цены на жилье будут повышаться всегда. А это представление, в свою очередь, могло облегчать банкам задачу обоснования значительного расширения предоставляемых ими ипотечных кредитов и затруднять директивным органам задачу заблаговременной оценки того, был ли уровень заимствования домашних хозяйств слишком высоким, а рост цен на жилье — чрезмерным. Аналогичным образом, существует множество причин для происходящего в настоящее время бума цен на биржевые товары; один из распространенных сюжетов указывает на беспрецедентное структурное изменение. В нынешней ситуации индустриализация таких стран с формирующимся рынком, как Индия и Китай, и угроза глобального потепления климата, наряду с неопределенностью относительно общемирового сельскохозяйственного производства, представляют собой факты, которые поддерживали текущий бум цен на сельскохозяйственные биржевые товары и земли в США.

Для того чтобы лучше понять потенциальное воздействие доступности кредита на резкие подъемы и спады цен на активы, мы обратились к самому последнему, хотя и давно прошедшему, общенациональному подъему и спаду цен на землю в США в 1900–1930 годах. В конце XIX – начале XX века США были страной с активным новым формирующимся рынком, и быстрая индустриализация Америки способствовала возникновению бума мировых цен на биржевые товары. Спрос на резину, нефть

### Движимые ценами на биржевые товары

В первые годы XX века резкий рост мировых цен на биржевые товары породил столь же резкий прирост цен на сельскохозяйственные земли в США.

(В процентах)



Источники: Министерство труда США; Министерство сельского хозяйства США.



и сельскохозяйственные товары резко возрос, наряду с доходами в США и Европе и широкомасштабным введением новых технологий, таких как производство автомобилей (Blattman, Hwang, and Williamson, 2007; Yergin, 1991). Как и сегодня, этот рост мировых цен на биржевые товары породил также в равной мере резкий рост цен на сельскохозяйственные земли в США (см. рисунок).

### Бурное развитие банковского сектора

Банки, в свою очередь, быстро распространялись по всей стране, и кредит становился все более доступным и менее дорогостоящим, — причем некоторые практические аспекты этого процесса напоминают о самом последнем буме цен на жилье. Заемщики могли внести первоначальный взнос в размере всего 10 процентов цены, получить кредит у банка на 50 процентов и взять второй, или «младший», ипотечный кредит на оставшуюся часть. Платежи в погашение кредита, как правило, были «залповыми» — то есть заемщики платили только проценты до наступления срока погашения, когда причиталась к выплате основная сумма кредита. До тех пор пока было легко получить рефинансирование, заемщики не беспокоились по поводу выплаты основной суммы. А продолжительная тенденция роста

**Но доля обанкротившихся банков в 1920-е годы была самой высокой в областях, которые вступили в это десятилетие, имея больше всего банков, а также в областях, где выращивались биржевые культуры, отличавшиеся наибольшим ростом цен во время Первой мировой войны.**

цен на землю придавала кредиторам уверенность в том, что они смогут легко продать изъятые за неплатежи земли, если заемщик не сможет уплатить долг. Поэтому они охотно предоставляли кредиты: долговые обязательства по ипотечным кредитам в расчете на акр земли возросли на 135 процентов с 1910 по 1920 год. Первая мировая война и революция в России нарушили предложение многих биржевых товаров, особенно пшеницы и нефти, что повысило глобальную неопределенность и еще больше усилило бум цен на биржевые товары и инфляцию цен на землю.

Но Первая мировая война окончилась так же внезапно, как и началась. А новое правительство России, остро нуждающееся в конвертируемой валюте, быстро возобновило экспорт. Европейское сельское хозяйство также восстановилось после войны гораздо быстрее, чем ожидалось. Как следствие, мировые цены на биржевые товары резко упали в 1920 году, снижались ежегодно на протяжении 1920-х годов и вновь упали во время Великой депрессии. Цены на сельскохозяйственные земли в США следовали аналогичной траектории и не повысились вновь до Второй мировой войны — примерно через два десятилетия после первоначального спада. На протяжении 1920-х годов в США также произошло порядка 6 000 банкротств банков — примерно 20 процентов числа банков, существовавших на пике подъема в 1920 году. Этот период был депрессией перед Депрессией.

### Фундаментальные различия

Мы использовали подробные данные на уровне графств о ценах земли, площади выращиваемых зерновых культур и структуре местных банковских систем. Такой детальный уровень дезагрегирования помогает более точно выявить взаимодействие между местными экономическими детерминантами, — в данном случае преобладающей стоимостью базовых биржевых товаров, выращиваемых в данном графстве, то есть дивидендной доходностью земли, — и доступностью кредита,

берущей начало в конкуренции между местными банками. Полученные данные указывают на двойственный характер роли доступности кредита в формировании цен на активы.

*Доступность кредита действительно способствовала приведению цен на землю в большее соответствие с экономическими детерминантами во время бума.* В тех областях, где имелись банки и был открыт доступ к кредиту, цены на землю могли лучше отражать местные экономические детерминанты — измеряемые как индекс, составленный из изменений мировых цен семи биржевых товаров, взвешенных по площади земли в соответствующем графстве, которая отведена под производство каждого биржевого товара. Кроме того, поскольку покупка земли обходится недешево, доступность кредита могла приводить к более эффективному распределению земель, при котором более производительные фермеры имели больше возможностей получать кредиты, чтобы покупать больше земли.

*Однако существуют также свидетельства того, что в областях с большим числом банков (и, предположительно, наиболее острой конкуренцией между местными банками) цены на землю все больше отрывались от местных экономических детерминант (по крайней мере, если судить задним числом).* Это согласуется с идеей о том, что в условиях расширяющегося кредита банки могут быть не склонны прекращать пролонгирование

безнадежных кредитов или ограничивать новое кредитование из опасения реализации убытков или потери доли рынка в районах с высокой конкуренцией. Таким образом, очень конкурентные банковские системы могут приводить к избыточному кредиту, усугубляя реальные шоки цен на активы.

Несмотря на относительную подробность данных, а также то, что мы могли исключить влияние ряда географических и демографических переменных, которые могут определять как цены на землю, так и местонахождение банков, доказательство опирается на статистические корреляции, которые могут допускать иные объяснения связи между конкуренцией банков и ценами на землю. Например, число банков в графстве может отражать такие аспекты экономических детерминант, которые не охватываются стоимостью зерновых культур в расчете на акр земли, размерами шока цен на биржевые товары в данном графстве или другими наблюдаемыми переменными, включенными в различные спецификации.

### Более убедительное доказательство

Вместе с тем одна из интересных особенностей кредитных рынков в 1920-е годы позволяет нам предложить более убедительное доказательство того, что доступность кредита оказывала независимое воздействие на цены земли. В США в начале 1920-х годов банковское кредитование между штатами было запрещено. Если число банков отражает в основном экономические детерминанты, связанные с землей, тогда число банков в соседних графствах должно таким же образом влиять на цены земли в данном графстве, независимо от того, находятся ли соседние графства в том же штате или за его пределами, — графства по обе стороны границы штата, как правило, имеют схожие географические экономические детерминанты.

Если же число банков отражает доступность кредита, тогда банки в соседних графствах внутри одного штата должны гораздо больше влиять на цену земли (так как они могут предоставлять кредиты через границы графства), чем банки в столь

же близких соседних графствах, находящихся вне этого штата (так как они не могут предоставлять кредиты через границы штата).

Аналогичным образом, различие в ценах на землю по разные стороны границы графства должно иметь положительную корреляцию с различием в числе банков по разные стороны границы, но в еще большей степени в том случае, когда эта граница является также границей между штатами, поскольку банки не могут предоставлять кредиты через границы штата для выравнивания различий в ценах. Мы находим доказательство предсказанных выше эффектов, означающее, что доступность кредита действительно влияла на цены активов в большей степени, чем любое влияние изменения самих экономических детерминант.

Различия в банковском регулировании между штатами также могут помочь определить, отражает ли связь между банками и ценами доступность кредита или какой-либо не измеренный фактор. В некоторых штатах действовали системы страхования депозитов. Хорошо известные аргументы позволяют предположить, что неудовлетворительно построенные программы страхования депозитов могут вынуждать банки финансировать более рискованные инвестиции и расширять кредиты за пределы обоснованных масштабов — особенно в областях, где банки функционируют в рамках системы страхования депозитов и сталкиваются с жесткой местной конкуренцией. В соответствии с этими идеями, данные показывают, что влияние доступности кредита на цены земли могло быть особенно сильным во время бума в графствах, находящихся в штатах, где действовали системы страхования депозитов, по сравнению с графствами в штатах, где такое страхование отсутствует. Эти различия в связи между банками и ценами, зависящие от наличия систем страхования депозитов, представляются значимыми даже в случае графств, расположенных у границы штатов, применяющих и не применяющих страхования депозитов, где, предположительно, графства имеют схожие экономические характеристики и выращивают одни и те же культуры.

### Падение цен на биржевые товары

Падение мировых цен на биржевые товары после Первой мировой войны вызвало хаос в банковской системе в целом. Но доля обанкротившихся банков в 1920-е годы была самой высокой в областях, которые вступили в это десятилетие, имея больше всего банков, а также в областях, где выращивались биржевые культуры, отличившиеся наибольшим ростом цен во время Первой мировой войны. Разумеется, свидетельства того, что доступность кредита имела большое значение для подъема, не обязательно означает, что она должна была усилить спад. В действительности, большая доступность кредита в конкретном районе могла смягчить спад. Но повышение цен на активы и рост связанного с этим заимствования были столь велики, что в областях, где кредит был более доступным до спада, число банкротств банков (связанных с убытками по кредитам фермерам) было значительно выше. Вместе взятые, эти результаты позволяют предположить, что доступность кредита, определяемая конкуренцией между банками, могла усиливать воздействие позитивного шока цен на биржевые товары на цены земли и заимствование. Когда подъем оказался недолговечным, увеличение заимствования могло приводить к большему числу банкротств банков в областях с более доступным кредитом.

Таким образом, если судить задним числом, ограничение кредита могло бы в значительной мере предотвратить последующий ущерб. Но органы регулирования не имели счастливой возможности судить задним числом. Кроме того, было бы слишком просто утверждать, что следовало ограничить доступ к кредиту в масштабах всей страны во время подъема. В конечном счете, кредит действительно помог привести цены в большее соответствие с экономическими детерминантами во многих областях. А ожидания роста цен на землю вполне могли быть рациональными, учитывая неопределенность сроков

окончания Первой мировой войны, темпов возобновления сельскохозяйственного производства в Европе и готовности России возобновить экспорт.

Более разумное толкование состоит в том, что повышенная доступность кредита обычно делает финансовую систему и цены на активы более чувствительными ко всем фундаментальным шокам, как временным, так и постоянным. Таким образом, осмотнительное управление рисками подсказывает, что органы регулирования могли бы идти наперекор существующей тенденции, используя более адресные инструменты надзора в областях, где предполагаемые шоки в отношении экономических детерминант считаются экстремальными, с тем чтобы смягчить негативные последствия, если шок окажется временным.

Непосредственным следствием такого толкования является то, что осмотнительное управление рисками требует тщательного мониторинга всей банковской системы, включая так называемый теневой банковский сектор — хеджевые фонды и крупные небанковские финансовые фирмы, предоставляющие кредит. Изучение литературы периода 1920-х годов позволяет сделать вывод о том, что органы регулирования имели лишь ограниченное представление о росте цен на землю или масштабах банковской конкуренции на пике подъема в 1920 году. Даже во время последовавшего краха банковского сектора в 1920-е годы информация о банкротствах банков была относительно скудной, и она была существенно сегментирована между национальными и штатными органами банковского регулирования в США. Например, согласно одному из исследований того времени, органам регулирования потребовался год, чтобы собрать данные по выборке банков всего в одном регионе США (Upham and Lamke, 1934). Недостаток информации мог подготовить почву для ошибок в экономической политике — например, поощрения быстрой распродажи активов обанкротившихся банков, что, в свою очередь, могло еще больше понизить цены на землю и усилить кризис. ■

*Рагурам Раджан — заслуженный профессор финансов по фонду Эрика Дж. Гличера в Чикагском университете, а Родни Рамчаран — экономист в Совете Федеральной резервной системы США. Приведенные взгляды не обязательно отражают точку зрения Совета управляющих Федеральной резервной системы.*

*Настоящая статья основана на работе «The Anatomy of a Credit Crisis: The Boom and Bust in Farm Land Prices in the United States in the 1920s», помещенной по адресу: [http://faculty.chicagobooth.edu/raghuram.rajan/research/papers/land\\_sales\\_5.pdf](http://faculty.chicagobooth.edu/raghuram.rajan/research/papers/land_sales_5.pdf).*

*Литература:*

Bernanke, Ben, and Mark Gertler, 1989, "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations," *American Economic Review*, Vol. 79 (March), pp. 14–31.

Blattman, Christopher, Jason Hwang, and Jeffrey Williamson, 2007, "Winners and Losers in the Commodity Lottery: The Impact of Terms of Trade Growth and Volatility in the Periphery 1870–1939," *Journal of Development Economics*, Vol. 82 (January), pp. 156–79.

Fisher, Irving, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, Vol. 1 (October), pp. 337–57.

Kindleberger, Charles, and Robert Z. Aliber, 2005, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises (Hoboken, New Jersey: Wiley Investment Classics)*.

Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105 (April), pp. 211–48.

Rajan, Raghuram G., 1994, "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109 (May), pp. 399–441.

Upham, Cyril B., and Edwin Lamke, 1934, *Closed and Distressed Banks: A Study in Public Administration (Washington: Brookings Institution)*.

Yergin, Daniel, 1991, *The Prize: The Epic Quest for Oil, Money and Power (New York: Simon & Schuster)*.