



# Финансовые кризисы будущего

Бездомные россияне, пострадавшие от экономического кризиса 1998 года.

Паоло Мауро и Ишай Яфех

**Будут ли они напоминать кризисы 1990-х годов, вызванные эффектом цепной реакции, или не связанные между собой кризисы стран в 1890-х годах?**

**Р**АЗРУШИТЕЛЬНЫЕ финансовые кризисы 1990-х годов, начавшиеся в Мексике в 1994 году, Азии в 1997 году и России в 1998 году, быстро распространялись на страны с формирующимся рынком, что послужило основанием для призывов к реформированию финансовой архитектуры. Однако это было в предыдущем десятилетии. Единственный крупный полномасштабный кризис в стране с формирующимся рынком — в Аргентине в 2001 году — вызвал незначительные вторичные эффекты, или «цепную реакцию», если не считать соседнего Уругвая. В последние годы в комментариях в финансовой прессе и публикациях инвестиционных банков и рейтинговых агентств часто подчеркивается очевидное снижение риска возникновения цепной реакции.

Однако это не означает, что инвесторы периодически не получают напоминаний о проблеме цепной реакции: недавние случаи неспокойствия на финансовых рынках включают падение курсов акций в странах с формирующимся рынком в мае-июне 2006 года, глобальную распродажу акций, начавшуюся с аннулирования позиций на фондовой бирже Китая в феврале-марте 2007 года, и последние неприятности, начавшиеся в середине 2007 года и вызванные событиями на рынке непервоклассных ипотек в Соединенных Штатах.

Однако в целом в течение последних нескольких лет страны с формирующимся рынком имели изобильную ликвидность, низкие спреды по облигациям и резкий рост притока капитала. Более того, долгосрочный анализ показывает, что кризисы 1990-х годов,

вызванные цепной реакцией, были не нормой, а необычным явлением. За последний период финансовой глобализации — полвека, предшествовавшие Первой мировой войне, — в мире произошло несколько кризисов, но цепной реакции по сути не возникало. Даже наиболее известный финансовый крах того времени — кризис банка «Барингс», начавшийся в Аргентине в 1890 году, — не имел больших последствий за пределами этой страны.

Будут ли будущие кризисы больше походить на кризисы 1990-х или 1890-х годов? Не был ли Аргентинский кризис 2001 года предвестником возврата к обособленным кризисам? И если по-прежнему возможны международные вторичные эффекты, какие выводы из этого следует сделать для глобального управления в области финансовых рынков? Чтобы пролить свет на эти вопросы, имеет смысл проанализировать исторический опыт.

### Сравнение двух эпох

Период финансовой глобализации 1870–1913 годов, характеризуемый свободной торговлей, почти не ограниченной миграцией, крупными международными потоками капитала и развитыми финансовыми рынками, напоминает и в некоторых отношениях превосходит современную глобализацию. Лондонский рынок облигаций, выпускавшихся «странами с формирующимся рынком» того времени, был крупным (с общей капитализацией, составлявшей свыше половины ВВП Великобритании) и ликвидным (с постоянным колебанием спредов по облигациям, которые ежедневно сообщались в газетах) и опирался на своевременное и надежное представление информации (политические и экономические новости из стран с формирующимся рынком широко освещались в британской прессе). Типичный портфель британского инвестора на рубеже XX века, возможно, был более диверсифицирован по странам и включал значительно большую долю ценных бумаг стран с формирующимся рынком, чем портфель его праправнука, живущего в начале XXI века.

Глобальная интеграция резко оборвалась с началом Первой мировой войны и последовавшими за нею Великой депрессии и Второй мировой войной. Международные финансовые потоки возобновились в 1970-х годах, но только в последние годы XX века финансовая глобализация по своему уровню и форме стала напоминать глобализацию до 1914 года. В частности, начало широкому применению обратимых облигаций стран с формирующимся рынком положила реализация плана Брейди в начале 1990-х годов, в соответствии с которым были выпущены облигации взамен банковских долгов 1970-х и 1980-х годов, находившихся в состоянии дефолта.

Несмотря на это сходство масштабов и использования облигаций для привлечения финансирования, существенное различие между эпохой 1870–1913 годов и 1990-ми годами прослеживается в отношении параллельности изменения цен на активы, в частности спредов по суверенным облигациям. Спреды по суверенным облигациям определяются применительно к прошлому периоду как доходность по облигациям стран с формирующимся рынком, выпущенным в фунтах стерлингов на Лондонской фондовой бирже, за вычетом доходности по британским консолям, а применительно к современному периоду — как доходность по облигациям стран с формирующимся рынком, выпущенным в долларах США, за вычетом доходности по долгосрочным казначейским облигациям США. Если до 1914 года каждая страна имела свою траекторию изменения спредов по облигациям (см. рис. 1), то в 1990-е годы спреды по облигациям стран с формирующимся рынком в значительно большей степени имели тенденцию к параллельному изменению (см. рис. 2).

Этот же вывод можно сделать при изучении параллельности изменений в периоды кризисов: в 1990-е годы в нескольких странах с формирующимся рынком часто происходило одновременное резкое повышение спредов по суверенным облигациям (скажем, более чем на 200 базисных пунктов), но до 1914 года такое повышение обычно ограничивалось одной страной.

### Изменение воздействия на цены на активы

Чем объясняется наблюдаемое различие в параллельности изменения цен на активы между двумя периодами? Свидетельства (основанные на ситуативных исследованиях и эконометрическом анализе данных, макроэкономических переменных и современных газетных статьях) указывают на то, что детерминанты цен на активы были разными. Спреды по

**«Трудно предсказать характер финансовых кризисов в XXI веке, но вполне вероятно, что они будут иметь характеристики кризисов как сравнительно далекого прошлого, так и 1990-х годов».**

облигациям столетие тому назад определялись, главным образом, событиями, касавшимися отдельных стран, такими как засуха, восстания, войны, другие изменения политического климата, и экономическими детерминантами. Напротив, в 1990-е годы макроэкономические данные и события, относящиеся к конкретным странам, оставаясь по-прежнему важными, в меньшей степени объясняют спреды по облигациям отдельных стран, и большую роль играют изменения общих индексов стран с формирующимся рынком (и особенно кризисы стран с формирующимся рынком, создающие эффект цепной реакции).

В определенной степени то обстоятельство, что спреды по облигациям стран с формирующимся рынком имеют более сильную тенденцию к параллельному изменению на современном этапе, чем в прошлом, объясняется большим сходством структуры экономики стран с формирующимся рынком в настоящее время. До Первой мировой войны их экономика обычно являлась очень специализированной (например, Аргентина производила пшеницу и шерсть, а Бразилия — кофе и каучук). В настоящее время эти страны более диверсифицированы и, таким образом, занимаются более схожей экономической деятельностью, и поэтому их экономические детерминанты чаще имеют тенденцию к одинаковому изменению, чем столетие тому назад. Тем не менее, возросшая схожесть экономики стран с формирующимся рынком в настоящее время не может полностью объяснить усилившуюся параллельность движения цен на активы и общность кризисов.

Еще одним фактором возросшей параллельности движения цен на активы на современном этапе являются изменения в поведении инвесторов и то, каким образом организуются и осуществляются международные инвестиции. В 1990-е годы потери, понесенные в начале кризиса в одной стране, побуждали крупные инвестиционные фонды (включая взаимные и хеджевые фонды) продавать акти-

Рисунок 1

### Динамика, основанная на собственных характеристиках

В течение 50 лет, предшествовавших Первой мировой войне, спреды по суверенным долгам зависели от страновых факторов.

**Аргентина**  
(Спреды в процентах)



**Чили**  
(Спреды в процентах)



**Япония**  
(Спреды в процентах)



**Бразилия**  
(Спреды в процентах)



**Китай**  
(Спреды в процентах)



**Россия**  
(Спреды в процентах)



Источник: Mauro, Sussman, and Yafeh, 2006.

Примечание. Спред — это доходность по облигациям страны с формирующимся рынком, выпущенным в фунтах стерлингов на Лондонской фондовой бирже, за вычетом доходности по британским консолям.

вы в (изначально) незатронутых кризисом странах для сохранения определенных параметров ликвидности и риска. Например, когда взаимные фонды открытого типа предвидали предъявление к погашению ценных бумаг после шока в одной стране, они увеличивали запасы наличности путем продажи своих активов в других странах. Аналогичным образом, инвесторы, оперирующие с заемными средствами, такие как банки и особенно хеджевые фонды, вынуждены в силу нормативных требований, внутренней практики резервирования или требований о внесении дополнительного обеспечения выравнивать баланс своих портфелей путем продажи активов в странах, в которых изначально не было кризиса. Напротив, в прошлом, когда трейдинговые технологии были более медленными, инвесторы в основном действовали подобно физическим лицам. При угрозе кризиса инвесторы могли реагировать на трудности в од-

ной стране с формирующимся рынком путем покупки активов в другой стране, таким образом, перемещая активы, вместо их массовой продажи.

### Странный случай Аргентины

Почему в случае Аргентинского кризиса конца 2001 года практически не было цепной реакции (только Уругвай оказался затронутым, в основном из-за снятия аргентинцами средств с депозитов в банках этой страны)? Поведение инвесторов также многое объясняет. Если кризисы 1990-х годов застали многих врасплох, то Аргентинский кризис многими ожидался, и рыночные игроки имели достаточно возможностей, чтобы скорректировать свой риск. Данные по международным взаимным фондам указывают на существенное уменьшение их авуаров в Аргентине в течение всего 2001 года. Когда в декабре наступил крах режима валют-

ного управления в Аргентине, их авуары были крайне низкими. С более технической точки зрения, своевременное уменьшение веса Аргентины в индексе облигаций стран с формирующимся рынком, за которым следят многие участники рынка, возможно, облегчило упорядоченный перенос инвестиционных позиций из Аргентины в другие страны с формирующимся рынком.

Хотя некоторые утверждают, что Аргентинский кризис 2001 года показал, что цепная реакция навсегда «пропала», то обстоятельство, что этого кризиса ждали, заставляет усомниться в правильности этого вывода. Напротив, наблюдаемый в последние годы общий сильный рост притока капитала в страны с формирующимся рынком соответствует точке зрения, согласно которой инвесторам в некоторых случаях не удается проводить достаточное различие между странами с формирующимся рынком исходя из экономических детерминант.

### Трудности в центре и на периферии

Дополнительный фактор, от которого зависит возникновение цепной реакции, связан с тем, оказывают ли события в стране, с которой начинается кризис, отрицательное воздействие на игроков финансового рынка в «основных» странах с развитой экономикой. Действительно, во многих из наиболее известных кризисов в странах с формирующимся рынком, сопровождавшихся цепной реакцией, финансовые учреждения стран с развитой экономикой сыграли определенную роль в распространении первоначального шока на страны, находившиеся на «периферии». Например, потери, понесенные банками и другими финансовыми учреждениями стран с развитой экономикой, стали важной причиной возникновения цепной реакции во время Азиатского кризиса.

Крах фирмы Long Term Capital Management явился ключевым фактором распространения Российского кризиса августа 1998 года на другие страны с формирующимся рынком. И совсем недавние трудности, начавшиеся с событий на рынке ипотечных кредитов заемщикам с низкой кредити-

тоспособностью в Соединенных Штатах, вызвали беспокойство, хотя и не полномасштабный кризис, в ряде стран с формирующимся рынком. В действительности оперативное предоставление ликвидности центральными банками основных стран с развитой экономикой, — будучи очевидно направленным только на восстановление доверия внутри собственной экономики, — возможно, также снизило вероятность цепной реакции в странах с формирующимся рынком. Значение предоставления ликвидности центральными банками на центральных финансовых рынках не сильно изменилось с предыдущей эпохи финансовой глобализации. Оперативным действиям Банка Англии часто приписывается предотвращение международной цепной реакции, которая могла бы возникнуть из-за краха компании «Барингс» в 1890 году.

### Будущее цепной реакции

Вероятность финансовых кризисов, сопровождающихся цепной реакцией, и значительной параллельности событий на глобальных финансовых рынках в будущем возрастает ввиду появления и усиления значения новых финансовых инструментов и новых игроков на международных финансовых рынках

**Хеджевые фонды** сильно разрослись в последние годы и управляют активами на сумму свыше 1 трлн долл. США. Как показали 1990-е годы и недавний кризис на рынке непервоначальных ипотек, деятельность хеджевых фондов часто усиливает параллельное изменение цен на активы. Однако некоторые наблюдатели высказали предположение о том, что хеджевые фонды могут также иногда смягчать финансовые кризисы, проводя куплю/продажу «против рынка», когда цены падают слишком низко для инвесторов с более низким стремлением к риску.

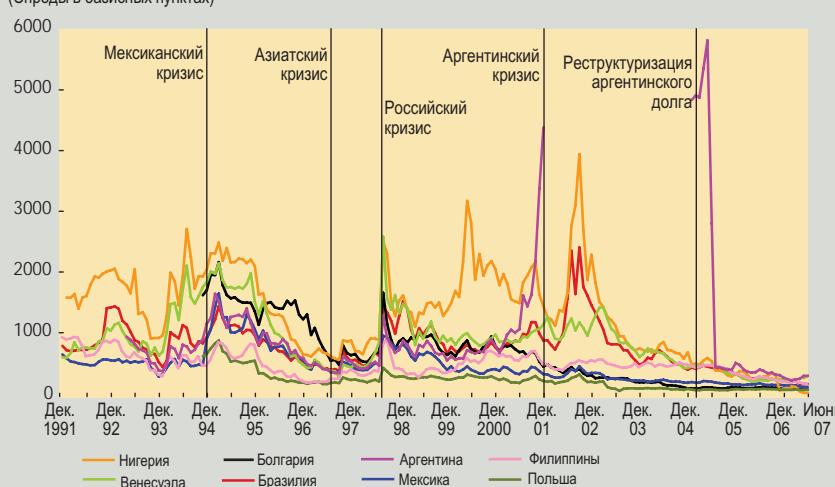
**Частные фонды акционерного капитала**, вероятное воздействие которых на параллельность событий и характер финансовых кризисов менее ясно. Частные фонды акционерного капитала обычно являются долгосрочными инвесторами, и поэтому их присутствие может смягчать кризисы и способствовать стабильности. Однако если они неожиданно пожелают закрыть крупную позицию, случится обратное. Более того, частные фонды акционерного капитала иногда имеют более короткий инвестиционный горизонт, что ведет к тому, что они осуществляют вложения в «модные» сектора в нескольких странах одновременно, что способствует параллельности событий между странами.

**Суверенные фонды накопления богатства** вызывают новый интерес, хотя они в течение многих лет занимаются инвестированием суверенных международных резервов. Этот неожиданный интерес объясняется несколькими факторами: в последнее десятилетие эти фонды быстро росли и достигли крупных масштабов; они приобрели большие пакеты акций в компаниях и финансовых учреждениях как стран с формирующимся рынком, так и стран с развитой экономикой, что времена вызывают обеспокоенность ввиду предположительно стратегического зна-

Рисунок 2

### Параллельное движение

Начиная с 1990 года спреды по облигациям стран с формирующимся рынком, за небольшими исключениями, имели тенденцию к одновременному изменению.  
(Спреды в базисных пунктах)



Источник: Mauro, Sussman, and Yafeh, 2006.

Примечание. Спред — это доходность по облигациям стран с формирующимся рынком, выпущенным в долларах США, за вычетом доходности по долгосрочным казначейским облигациям США. Базисный пункт — это 1/100-ая процентного пункта.

чения скрупульных компаний; некоторые из них не публикуют информацию о своих инвестициях. По некоторым оценкам, суворые фонды управляют активами, значительно превышающими сумму в 1½ трлн долл. США, причем большая часть этой суммы приходится всего на несколько из этих фондов. Хотя большинство из них применяет консервативные долгосрочные инвестиционные стратегии, в принципе они могут сыграть дестабилизирующую роль, если решат неожиданно закрыть позицию, в частности в малой стране с формирующимся рынком.

Вероятность усиления параллельного изменения цен на активы в различных странах также связана не только с появлением новых игроков, но и новых инструментов для индивидуальных инвесторов. Например, появление и растущая популярность инвестиций в индексы посредством индексных взаимных фондов и, с недавнего времени, котируемых индексных фондов, ведут к появлению инвестиций в совокупные страновые или региональные индексы, а не отдельные ценные бумаги (или страны). Котируемые индексные фонды представляют собой инвестиционные фонды открытого типа, которые обычно стремятся копировать какой-либо устоявшийся рыночный индекс. Потоки средств через эти фонды могут вызывать синхронную динамику всех базовых ценных бумаг при ограниченной роли информации по конкретной стране. С другой стороны, внедрение новых финансовых инструментов, таких как котируемые индексные фонды, может помочь инвесторам диверсифицировать их портфели и повышать рыночную ликвидность, в результате чего инвесторы скорее будут готовы инвестировать в отдельные акции и облигации. Рост трансграничных банковских операций, безусловно, также сыграл свою роль в усилении вероятности распространения финансовых и иных шоков от одних стран к другим.

### **Готовиться к будущему**

Трудно предсказать характер финансовых кризисов в XXI веке, но вполне вероятно, что они будут иметь характеристики кризисов как сравнительно далекого прошлого, так и 1990-х годов. Финансовые кризисы до Первой мировой войны возникали на фоне макроэкономических трудностей, но обычно провоцировались такими событиями, как войны или другие случаи политически обусловленного насилия, что отражало недостатки учреждений и политическую нестабильность. Макроэкономическая политика улучшилась во многих странах с формирующимся рынком. Однако в некоторых из них сохраняется слабость учреждений, и поэтому будущие кризисы вполне могут быть спровоцированы политическими потрясениями. Кроме того, более прочные современные финансовые связи, в том числе созданные деятельностью новых участников, могут вести к быстрому распространению кризисов на другие страны, во многом подобно тому, как это было в 1990-е годы.

Таким образом, разумно предположить, что может вновь возникнуть эффект цепной реакции, и, следовательно, необходимо быть готовыми как на национальном, так и на международном уровнях. На национальном уровне многими странами принимаются шаги, в том числе для улучшения макроэкономической политики и управления долгом, направленные на снижение их уязвимости и уменьшение последствий возможного кризиса. На международном уровне в силу того что проявления неэффективности рыночного механизма и внешние эффекты требуют глобального управления и координации, в центре дискуссии находится возможная роль международных финансовых или других наднациональных организаций, например, в создании механизмов обеспечения ликвидности в случае кризиса. Региональные группы стран дого-

вариваются о совместном использовании своих международных резервов при возникновении кризиса.

Однако помимо увеличения запасов ликвидности в расположении официального сектора посредством как самострахования в форме международных резервов, так и международных договоренностей между странами или с международными учреждениями, возникают ли другие последствия для глобального управления в сфере международных финансовых потоков? Дискуссия, вероятно, будет сосредоточена на том, есть ли необходимость усиления контроля официального сектора частными игроками на финансовом рынке. Хотя некоторыми наблюдателями предлагается регулировать международные финансовые потоки, внимание, вероятно, будет сосредоточено на возможной необходимости дополнительного улучшения прозрачности и представления данных и доработки существующего пруденциального регулирования, включая дискуссию о возможных пробелах, вскрывшихся в ходе недавних потрясений, возникших на рынке непервоклассных ипотек.

Последствия появления новых важных игроков, таких как хеджевые фонды, частные фонды акционерного капитала и суворые фонды накопления богатства, еще не до конца поняты, и вполне разумные доводы в целом могут быть приведены как в пользу того, что эти игроки способствуют стабильности, так и в пользу обратного. Как бы то ни было, несложно представить себе сценарий, при котором эти игроки могут вызвать колебания и возникновение цепной реакции; детальное обсуждение того, как предотвратить такое развитие событий, представляется обоснованным. В частности, в центре дискуссии по вопросам политики, вероятно, будет вопрос о том, не следует ли этим игрокам представлять дополнительную информацию о своей стратегии и инвестициях (то есть стать более прозрачными), а также вопрос о возможной разработке для них новых (добровольных) правил поведения. Прогресс в этой области будет зависеть от определения того, какая именно информация необходима для обеспечения эффективного пруденциального регулирования и упрощения информированного принятия решений инвесторами, не создавая ненужных препятствий в работе финансовой системы.

Очевидным представляется то, что как страны с развитой экономикой, так и страны с формирующимся рынком, будут внимательно следить за этой дискуссией. Традиционно важность надлежащего управления и прозрачности подчеркивалась в связи с необходимостью предотвращения скрытых обязательств и соответствующей уязвимости в подверженных кризисам странах с формирующимся рынком. Теперь основное внимание в отношении обеспечения прозрачности в странах с формирующимся рынком уделяется стороне активов, и часто раздаются призыва к большей прозрачности в работе суворых фондов накопления богатства стран с формирующимся рынком. Однако финансовая нестабильность, возникшая летом 2007 года, заострила внимание на вопросах прозрачности финансовых учреждений стран с развитой экономикой и необходимости сохранения стабильности на центральных финансовых рынках — не только на благо отечественным инвесторам, но и для предотвращения пагубных эффектов международной цепной реакции. В предстоящие годы дискуссия по этим вопросам, вероятно, приобретет еще большее значение. ■

*Паоло Мауро — начальник одного из отделов Департамента по бюджетным вопросам МВФ; Ишай Яфех был приглашенным ученым в Исследовательском департаменте МВФ от Еврейского университета Иерусалима и Центра изучения экономической политики.*