

**Европейская экономическая комиссия****Конференция европейских статистиков****Пятьдесят восьмая пленарная сессия**

Париж, 8–10 июня 2010 года

Пункт 7 предварительной повестки дня

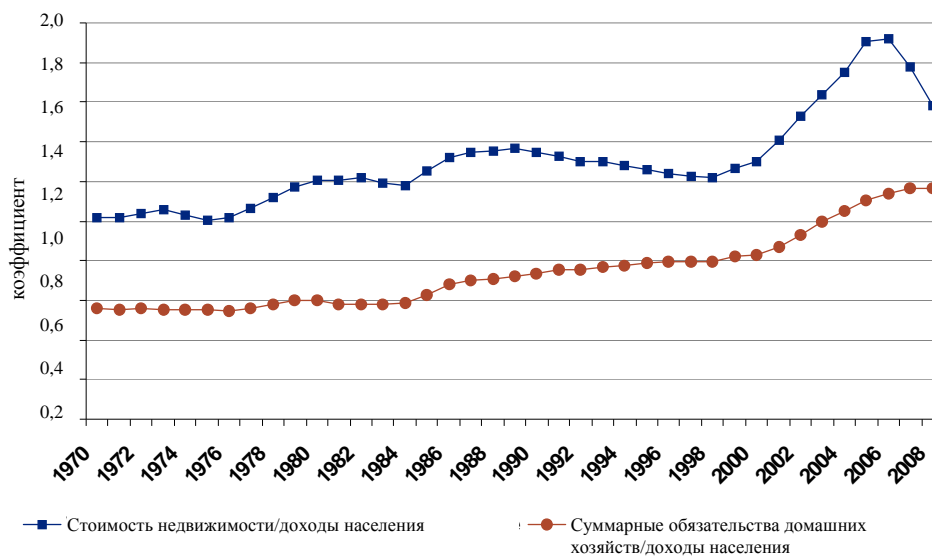
Влияние глобальных кризисов на статистические системы**Финансовый кризис и потребность в более
качественных данных****Записка Бюро экономического анализа Министерства
торговли Соединенных Штатов****Резюме*

Нынешний финансовый кризис высветил потребность в новейшей и транспарентной информации в разбивке по видам инструментов, валютам, кредиторам и должникам. В свое время практически все были согласны с тем, что цены на жилищном и фондовом рынках Соединенных Штатов не могут оставаться столь высокими и что потребители тратят слишком много, а сберегают слишком мало. С середины 1990-х годов потребители вместо того, чтобы сберегать, рассчитывали на рост стоимости своих домов и портфелей ценных бумаг. В то же время большинство экспертов, по-видимому, считали, что коррекция будет проходить гладко во времени в результате замедления темпов роста цен на недвижимость и ценные бумаги, которые начнут отставать от общих темпов роста экономики и инфляции, или же что она примет форму обычной (умеренной) циклической коррекции. Более качественная экономическая статистика могла бы помочь директивным органам, аналитикам и инвесторам осознать, насколько раздутыми оказались цены на жилищном и фондовом рынках и насколько глубокой должна была стать их корректировка.

* Настоящий документ был представлен с опозданием по техническим причинам.

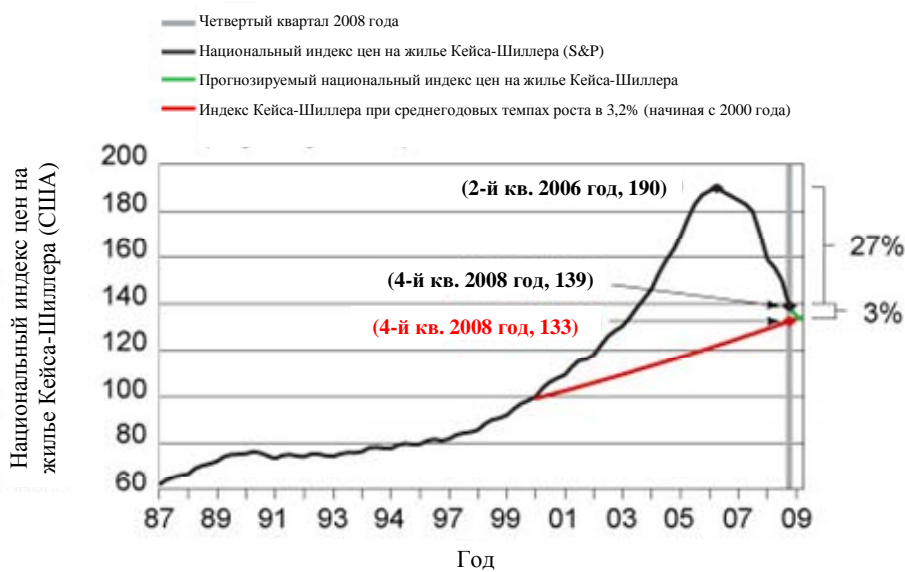
1. Нынешний финансовый кризис высветил потребность в новейшей и транспарентной информации в разбивке по видам инструментов, валютам, кредиторам и должникам. Создаваемым структурам макропруденциального регулирования такая информация понадобится для выявления накапливающихся рисков. Кроме того, сотрудничество между статистическими органами и органами регулирования могло бы помочь в разработке альтернативных методов косвенной оценки стоимости ценных бумаг.
2. Деловая и массовая пресса, по всей видимости, сошлись в том, что за исключением единичных обладателей дара предвидения, таких как Нуриэль Рубини, никто не ожидал краха на рынках недвижимости и ценных бумаг. Однако правильнее было бы говорить, что практически никто не ожидал, что падение цен окажется столь стремительным и глубоким и уж тем более, что проблемы, начавшиеся на рынках Соединенных Штатов, распространятся по всему миру.
3. В свое время практически все были согласны с тем, что цены на жилищном и фондовом рынках Соединенных Штатов не могут оставаться столь высокими и что потребители тратят слишком много, а сберегают слишком мало. С середины 1990-х годов потребители вместо того, чтобы сберегать, рассчитывали на рост стоимости своих домов и портфелей ценных бумаг. В то же время большинство экспертов, по-видимому, считали, что коррекция будет проходить гладко во времени в результате замедления темпов роста цен на недвижимость и ценные бумаги, которые начнут отставать от общих темпов роста экономики и инфляции, или же что она примет форму обычной (умеренной) циклической коррекции.
4. Более качественная экономическая статистика могла бы помочь директивным органам, аналитикам и инвесторам осознать, насколько раздутыми оказались цены на жилищном и фондовом рынках и насколько глубокой должна была стать их корректировка. К сожалению, несмотря на наличие большого объема необходимой информации, она представлялась таким образом, чтобы привлечь к себе внимание или повлиять на политику по аналогии с тем, как данные о валовом внутреннем продукте (ВВП), инфляции или безработице влияют на денежно-кредитную политику. Хотя многие пытаются объяснить крах неспособностью обуздать рост цен активов инструментами денежно-кредитной политики, а чрезмерную склонность к риску – мерами регулирования, необходимо отметить, что качественная статистика играет важнейшую роль в формировании государственной политики, открывая глаза общественности на масштабы нарастающих проблем и помогая сформировать общественный консенсус в отношении необходимых мер.
5. Рисунок 1 иллюстрирует рост стоимости жилищного фонда Соединенных Штатов по отношению к доходам населения и ВВП. С 2000 по 2007 год стоимость жилищного фонда в Соединенных Штатах по отношению к доходам населения выросла с 1,1 до 1,4 в условиях, когда среднегодовой рост цен на жилье составлял 9,2%, а доходов населения – 4,8%. Хотя такой рост был и вызван снижением ипотечных ставок в указанный период, цены на жилье в конечном счете зависят от доходов населения или ожидаемого повышения рыночной стоимости инвестиций в недвижимость. В определенный момент ценовой "пузырь" достиг взрывоопасного размера. Регулярная публикация данных, приводимых на рисунке 2, в том числе данных о масштабах зависимости рынков недвижимости от кредитования, могла бы помочь раньше понять размер и взрывоопасность сформировавшегося "пузыря".

Рис. 1
Стоимость жилья и доходы населения



Источник: Bureau of Economic Analysis National Income and Products Accounts data.

Рис. 2
Исторические и прогнозируемые значения национального индекса цен на жилье Кейса-Шиллера

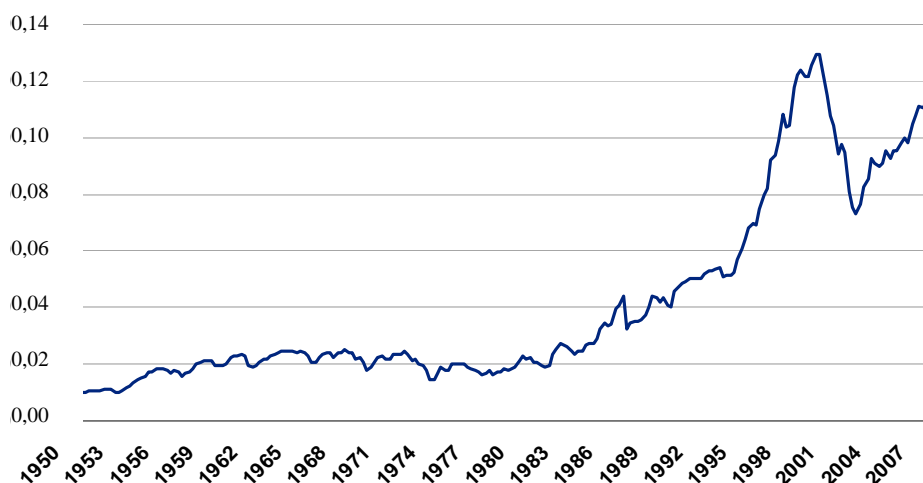


Источник: Pollock, 2009.

6. На рисунке 3 изображен рост фондового рынка по отношению к ВВП. На протяжении большей части послевоенного периода индекс S&P рос примерно такими же темпами, что и ВВП и корпоративные прибыли. Это и понятно, поскольку рост фондового рынка в долгосрочном плане зависит от роста экономики или от повышения доходности инвестиций в основной капитал и увеличения доли корпоративной прибыли в ВВП¹. В то же время с середины 1990-х годов фондовый рынок Соединенных Штатов резко вырос по отношению как к ВВП, так и к корпоративным прибылям даже с учетом циклического уменьшения прибылей в 2000 году. Такой рост отчасти был вызван ощущением того, что Соединенные Штаты вступили в полосу бурного экономического роста, двигателем которого выступали технологии. Как видно на рисунке 3, несмотря на то, что темпы экономического роста превысили те менее высокие показатели, которые наблюдались с начала 1970-х годов, этого недостаточно для того, чтобы объяснить "нерациональный оптимизм" в ожиданиях финансового рынка. К тому же эти темпы роста нельзя назвать очень высокими в контексте долгосрочных перспектив роста. Кроме того, как предсказывали сторонники теории роста и как видно на рисунке 4, доля прибыли в ВВП со временем не претерпевала заметных изменений.

Рис. 3

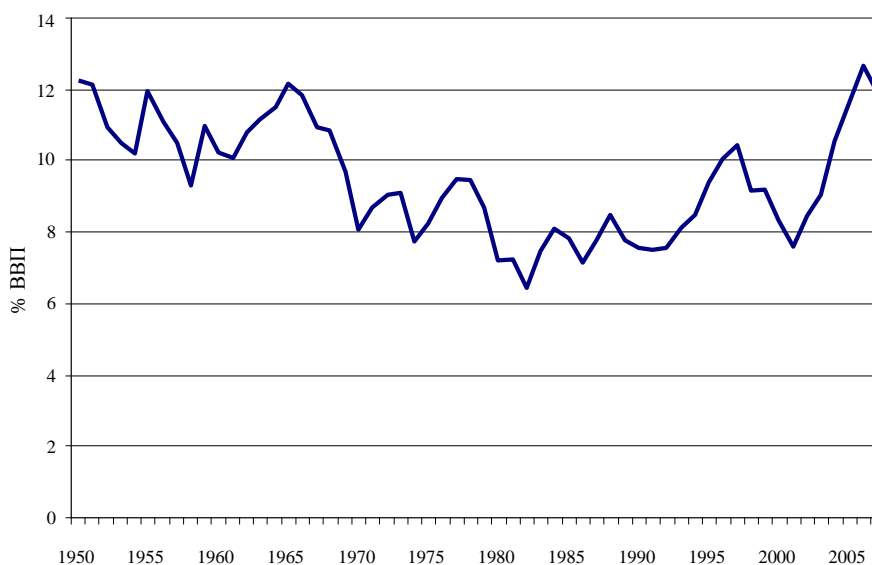
Рост фондового рынка по отношению к валовому внутреннему продукту



Источник: Bureau of Economic Analysis National Income and Products Accounts Standard and Poor's data.

¹ Поскольку доходность иностранных инвестиций Соединенных Штатов за рубежом выше доходности зарубежных инвестиций в Соединенных Штатах, увеличение доли прибыли от зарубежных инвестиций может стимулировать рост прибыли и стоимости ценных бумаг. В то же время рост фондового рынка после 1995 года невозможно объяснить лишь этой тенденцией.

Рис. 4
Доля прибыли в валовом внутреннем продукте

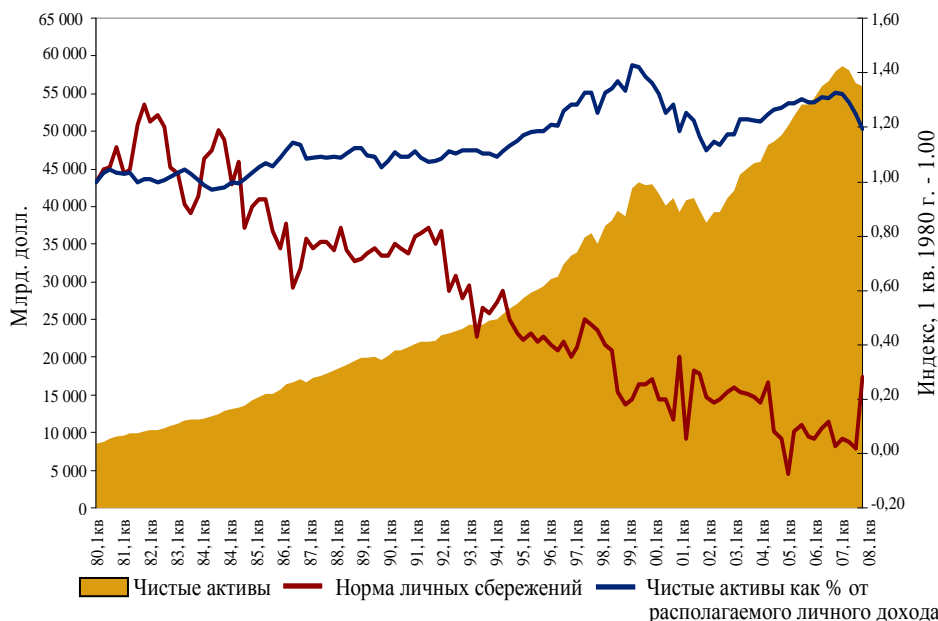


Источник: Bureau of Economic Analysis National Income and Products Accounts data.

7. Рисунок 5 иллюстрирует долевым прирост чистых активов (сбережений) домашних хозяйств из текущего дохода по сравнению с увеличением рыночной стоимости их жилья или их инвестиций. В период с 2000 по 2007 год чистые активы домашних хозяйств выросли с 42,0 трлн. долл. до 62,6 трлн. долл.². В этих условиях домашние хозяйства не видели необходимости делать сбережения из текущих доходов, и норма личных сбережений в стране снизилась с 2,3 % до 0,6%. Домашним хозяйствам не нужно было думать о будущем, поскольку "сбережения" от повышения стоимости их портфеля с лихвой компенсировали сокращение сбережений из текущего дохода. В этих условиях отношение чистой стоимости активов к располагаемому доходу фактически повышалось. Эти неустойчивые тенденции, в основе которых лежал неустойчивый рост цен недвижимости и ценных бумаг, серьезно отразились не только на достаточности пенсионных накоплений домашних хозяйств, но и на макроэкономических показателях Соединенных Штатов и всего мира, когда в Соединенных Штатах начался рост сбережений из текущих доходов, а доля потребительских расходов в ВВП, достигавшая 70%, стала снижаться.

² Federal Reserve Board, Flow of Funds data available:
<http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>

Рис. 5
Стоимость активов и сбережений домашних хозяйств

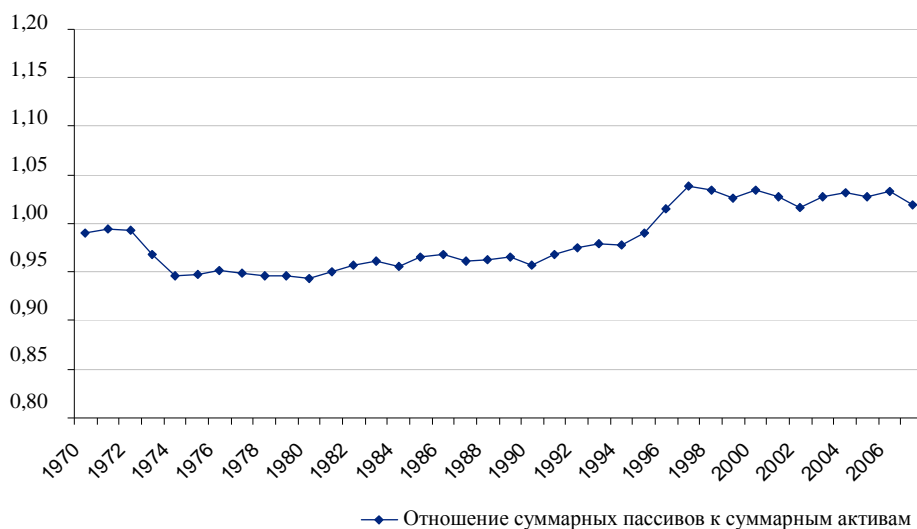


Источник: Bureau of Economic Analysis National Income and Products Accounts data and Federal Reserve Flow of Funds data.

8. Эти данные, полностью основанные на имеющейся информации, наглядно демонстрируют, насколько "раздутыми" оказались цены на жилищном и фондовом рынках и насколько недалновидным оказалось сокращение финансирования сбережений из текущих доходов. К сожалению, в децентрализованной статистической системе Соединенных Штатов эти диаграммы и соответствующие долевые показатели не составлялись и не публиковались ни Бюро экономического анализа (БЭА), рассчитывающего в Соединенных Штатах данные по ВВП, личным доходам и прибыли, ни Советом Федеральной резервной системы, отвечающим за подготовку национальных финансовых счетов и балансов домашних хозяйств. В своем недавнем исследовании Паркер и Палумбо (Parker and Palumbo), изучая, как комплексный набор счетов зарекомендовал бы себя в условиях нынешнего финансового кризиса, пришли к выводу о том, что составление таких счетов позволило бы вскрыть "факты", касающиеся цен на жилье, кредитной зависимости домашних хозяйств и динамики сбережений.

9. Именно недостающие макроэкономические данные могли предупредить о надвигающемся кризисе на кредитных рынках. Имеющиеся данные о масштабах кредитной зависимости финансового сектора (диаграмма 6) свидетельствуют о том, что коэффициент такой зависимости в конце 1990-х годов, в среднем составлявший 1,03, был ненамного выше соответствующего показателя в среднем за два предыдущих десятилетия, когда он равнялся 0,97. Это говорит о том, что данные по Соединенным Штатам являются недостаточно подробными для того, чтобы на их основе можно было установить тенденцию резкого роста доли заемных средств в капитале ипотечных банков, других финансовых учреждений и юридических лиц целевого назначения, скрывавшуюся за снижением показателей финансовой зависимости других финансовых учреждений.

Рис. 6
Зависимость делового сектора от заемных средств



Источник: Bureau of Economic Analysis/FRB (Federal Reserve Board) integrated United States macroeconomic accounts.

10. Чрезмерно агрегированные данные не давали также подробной информации о сроках погашения долговых обязательств, позволяющей выявить несбалансированность активов и пассивов. Кроме того, отсутствовали подробные данные по отдельным видам инструментов, например данные о том, какая доля международных облигационных займов Соединенных Штатов приходилась на обеспеченные субстандартные кредиты.

11. Наконец, отсутствовала и информация о собственниках этих обеспеченных субстандартных кредитных инструментов. Весной 2008 года, когда финансовые рынки Соединенных Штатов столкнулись с серьезными трудностями, в Европе эти проблемы воспринимались как чисто американские. Наличие более подробных данных о собственниках этих активов могло бы помочь раньше приступить к более тесной координации международной макроэкономической политики в условиях разворачивающегося международного кризиса.

Справочная литература

Pollock, Alex J., 2009 "Did They Really Believe Housing Prices Could Not Go Down?" *The American of The Journal of the American Enterprise Institute*. Retrieved on July 7th, 2009 from <http://www.american.com/archive/2009/april-2009/did-they-really-believe-house-prices-could-not-go-down>.

Palumbo, Michael G., and Jonathan A. Parker. 2009. "The Integrated Financial and Real System of National Accounts for the United States: Does It Presage the Financial Crisis?" *American Economic Review*, 99(2): 80–86.