

# Неосязаемые факторы финансовых кризисов. Часть 2

Гурвич Е.Т.

**Гурвич Евсей Томович** — руководитель Экономической экспертной группы, старший научный сотрудник НИФИ.

**Для цитирования:** Гурвич Е.Т. Неосязаемые факторы финансовых кризисов // Современная мировая экономика. Том 1. № 2 (2). 2023.

**Ключевые слова:** финансовый кризис, самосбывающиеся прогнозы, индикаторы неопределенности, кризисное заражение, российская антикризисная политика.

## **Аннотация**

Во второй части работы рассматривается взаимодействие фундаментальных и неосязаемых источников финансовых кризисов на разных этапах их развития: зарождения, распространения внутри экономики и между странами, принятия антикризисных мер. В качестве одного из рассмотренных механизмов приводится ситуация с ценами на нефть: рост неопределенности экономической политики повышает неопределенность цен на нефть, что, в свою очередь оказывает негативное воздействие на ВВП нефтедобывающих стран, таких как Мексика или Россия.

Общие результаты используются для анализа механизмов крупнейших финансовых кризисов последних десятилетий, включая российские, а также Великой Депрессии. Показывается, что во всех случаях кризис становился результатом взаимодействия фундаментальных и неосязаемых факторов, к которым иногда добавлялись политические.

В заключение рассматривается макроэкономическая политика российского правительства и Центрального банка в ходе финансовых кризисов 1998, 2008–2009 и 2014–2015 гг., а также изменение этой политики по итогам каждого из кризисов. Перечисляются задачи, которые предстоит решить до потенциальных новых кризисов, и проблемы, требующие скорейшего реагирования, такие как резкий рост геополитической напряженности с начала 2022 года.

*Начало статьи читайте в предыдущем номере журнала «Современная мировая экономика»*

## Роль неосязаемых факторов в механизмах финансовых кризисов

Если обобщить теоретические и эмпирические работы по анализу кризисов, то можно выделить три основных элемента их формирования и развития: а) источник кризиса, б) его распространение (сначала в пределах одной экономики, затем за счет «заражения» других стран), в) ответные меры правительства и центрального банка (которые могут иметь краткосрочные позитивные результаты, но затем средне- и долгосрочные негативные последствия).

Часть ключевых кризисных механизмов является общей для нескольких (или всех) их видов, другие относятся только к определенным разновидностям ФК. С учетом этого внутри каждого этапа мы будем рассматривать наиболее важные механизмы и каналы кризисной динамики, отмечая категории кризисов, для которых они характерны.

### Источники кризиса

Первоначальный толчок развитию кризиса может быть дан внутренним или внешним шоком, например, резким ухудшением условий торговли (для России — падением цен на нефть), «сдуванием пузыря» (на рынке недвижимости или другом) и т.д. Уже на этом примере можно видеть сочетание роли фундаментальных и неосязаемых факторов. С одной стороны, важным результатом негативных шоков становится усиление макроэкономических диспропорций: дефицита счета текущих операций и/или бюджета, что создает предпосылки для последующего кризиса (см. Allen et al. 2002). С другой стороны, ухудшаются прогнозы и ожидания инвесторов, и поэтому растет риск развития самосбывающегося валютного или долгового кризиса. Другой ключевой источник кризисов — формирование кредитного бума либо финансовых «пузырей», как показано выше, также во многом может возникать под действием неосязаемых факторов.

Наблюдения за развитием новых кризисных ситуаций и углубленный анализ ранее прошедших кризисов стимулировали разработку ряда динамических версий классических моделей, приближающих нас к пониманию реальных механизмов ФК. Относительно простое развитие предлагает Gumus (2016). Если стандартные модели первого поколения предсказывают неизбежную спекулятивную атаку на валюту при монетарном финансировании хронического дефицита бюджета, то в данной работе рассматривается ситуация, когда дефицит лишь может с некоторой вероятностью возникнуть в перспективе. Показано, что достаточным основанием для спекулятивной атаки здесь служит сама возможность будущего дефицита, даже если он фактически не возникает.

Далее, можно отметить предложенную Lorenzoni, Werning (2019) модель «медленного долгового кризиса», представляющую собой динамическую версию модели Calvo (1988). В ней правительство на каждом шаге проводит заимствования, необходимые для покрытия бюджетного дефицита. Как и в статическом случае,

существует несколько самосбывающихся равновесий: в частности, ожидания дефолта ведут к росту процентных ставок, что ускоряет процесс накопления государственного долга и в конце концов вызывает дефолт. Corsetti, Maeng (2023) показали, что два источника самосбывающихся долговых кризисов («стратегический дефолт», как в модели Calvo, и «кризис ликвидности», как у Cole, Kehoe (2000)) тесно взаимосвязаны и по сути могут представлять собой разные фазы развития кризиса. При среднем уровне накопленного долга его величина постепенно нарастает в рамках механизма «медленного кризиса», а затем, когда долг превышает приемлемый для инвесторов порог, правительство теряет возможность рефинансировать свои обязательства на рынке капитала и, даже оставаясь платежеспособным, вынуждено объявить дефолт (т.е. происходит «быстрый» кризис ликвидности).

Другая динамическая модель самосбывающегося долгового кризиса предложена в Auger et al. (2018). Она описывает процесс формирования доходности облигаций в результате взаимодействия заемщика — государства и частных инвесторов. Показывается, что равновесная доходность зависит как от фундаментального фактора — долгового бремени правительства, так и от ожиданий инвесторов. Их негативные ожидания становятся самореализуемыми, но вероятность пессимистических ожиданий растет при высоком уровне госдолга. В результате на долговом рынке возникает множественность равновесных уровней доходности. Данная модель позволяет объяснить несколько парадоксальных кризисных ситуаций. Одна относится к периоду долгового кризиса в Аргентине в 1998–2002 гг., накануне которого государственный долг был невысоким по международным меркам (порядка 40% ВВП), но, несмотря на это, спред по долларовым облигациям правительства по отношению к облигациям США достигал 7 процентных пунктов (п.п.). Вторая возникла в Италии, Испании и некоторых других странах еврозоны в 2009–2012 гг., когда спреды облигаций этих стран резко выросли от практически нулевых значений до 5 п.п. В рамках модели могут возникать эндогенные изменения ожиданий инвесторов, что хорошо объясняет наблюдавшиеся после «Великой рецессии» резкие колебания доходности облигаций стран еврозоны.

Важный источник самосбывающихся кризисов представлен в работе Tamborini (2015), также претендующей на описание механизма долгового кризиса западноевропейских стран в 2009–2012 гг. Его источником в рамках данной модели служит отсутствие достоверных оценок перспектив таких стран, в результате чего инвесторы формируют собственные, различающиеся между собой представления о величине первичного профицита, гарантирующего платежеспособность оказавшихся под ударом стран. Показано, что если достаточно большая часть инвесторов считает ту или иную страну неплатежеспособной, то правительство со временем будет вынуждено объявить дефолт, даже если изначально страна была платежеспособной. Далее, в работе Stangebye (2020) рассмотрен самосбывающийся кризис, вызванный «шоком ожиданий». В этом случае ухудшение по каким-то причинам оценок и прогнозов будущего состояния экономики вызывает повышение стоимости заимствований, а рациональная реакция суверена на это состоит в увеличении объема заимствований и повышении частоты дефолта. В итоге при тех же фундаментальных показателях более пессимистические ожидания увеличивают вероятность кризиса.

Еще один правдоподобный сценарий развития долгового кризиса описывают Conesa, Kehoe (2017). В их модели рассматривается государство, которое, испытав падение бюджетных доходов, выбирает между сокращением расходов (повышением налогов) и увеличением заимствований. Первый вариант является болезненным для экономики, но позволяет сохранить доступность долгового рынка, второй дает возможность поддержать государственное и частное потребление и не усугублять спад экономики повышением налогов, но требует изыскания дополнительных источников финансирования. При определенных условиях (например, если правительство верит в скорое восстановление доходов) последнее соображение перевешивает, и тогда рациональное решение состоит в наращивании долга в расчете на его последующее погашение при наступлении «лучших времен». Если инвесторы верят в скорое наступление «лучших времен», то кризис не происходит, если не верят — после исчерпания резервов правительству приходится объявить дефолт. Таким образом, в этой модели «игры на разорение» источником самосбывающегося кризиса служит неопределенность будущих бюджетных доходов страны.

## Распространение кризиса

Наряду с широко известными механизмами передачи от страны к стране финансовых шоков (торговыми, финансовыми и др.) важную роль в распространении кризисов играет и «заражение» шоками неопределенности. Анализ показывает, что шоки экономической неопределенности передаются между странами и негативно воздействуют на производство «зараженной» страны. Такое заражение происходит по многим каналам (торговому, финансовому, информационному и другим), среди которых наибольший вклад вносит торговый. Один из важных общих механизмов связан с финансовой глобализацией: так, повышение неопределенности в США приводит к снижению кредитного рычага в странах-партнерах (в особенности это относится к формирующимся рынкам). В результате в большинстве стран растет премия за риск, падает стоимость активов и выпуск (Akinci, Kalemli-Özcan, Queralto 2022; Bhattarai, Chatterjee, Park, 2020). Негативное влияние неопределенности в крупнейших экономиках на другие страны является статистически значимым и достаточно весомым. Например, согласно Moramarco (2022), международное распространение НЭУ почти удваивает уровень неопределенности: в среднем «импортируемая» неопределенность составляет примерно 40% от ее уровня в стране. По оценкам Londono, Ma, Wilson (2021), изменения изучаемого в этой работе индикатора неопределенности определяли примерно 28% последующей вариации промышленного производства (оказывая особенно большое воздействие на выпуск торгуемой продукции).

Эффект «заражения» неопределенностью экономических условий в основном зависит от связей между страной — источником неопределенности и страной-реципиентом и близостью между ними (территориальной, структурой экономики). Однако если говорить о неопределенности экономической политики, то наиболее сильные эффекты возникают при росте НЭП крупнейших экономических и финансовых центров — США, Европы и Китая. Так, по оценкам экспертов МВФ, вли-



яние НЭП на объем выпуска, инвестиции и частное потребление в среднем на 2/3 объясняется изменениями уровня неопределенности в трех этих экономиках (См.: Biljanovska N., Grigoli F., Hengge M. Fear thy neighbor: Spillovers from economic policy uncertainty // *Review of International Economics*, 2021, vol. 29, issue 2.).

## Антикризисные меры

В период острого кризиса наиболее серьезные меры неизменно связаны со смягчением денежной и бюджетной политики. Так, в период пандемии для финансирования антикризисных расходов развитые страны всего за один 2020 год нарастили госдолг сразу на 19 п.п. ВВП, в целом же по всем странам долг увеличился на 24 трлн долларов. Здесь возникает несколько взаимосвязанных вопросов: 1. Эффективны ли стимулирующие макроэкономические меры? 2. До каких пределов можно наращивать бюджетные расходы и смягчать денежную политику без риска вызвать новую дестабилизацию (фактически кризис второго порядка)?

Безусловно, антикризисные программы существенно смягчили недавние масштабные кризисы (в 2008–2009 и в 2020 гг.). Однако в обоих случаях это было достигнуто за счет создания отложенных проблем — разгона инфляции, опасного увеличения во многих странах бюджетного дефицита и госдолга. Поэтому важно определить, можно ли было достичь тех же целей при меньших размерах антикризисных мер. С этой точки зрения важнейшую роль играют неосязаемые факторы. Прежде всего, ответы на оба поставленных выше вопроса во многом зависят от уровня доверия к фискальной и монетарной политике властей. Уверенность в том, что правительство и ЦБ не отступят от объявленных правил и целей, существенно смягчает негативные последствия антикризисных программ: например, если экономические агенты доверяют ЦБ, то временное смягчение денежной политики не вызывает немедленного всплеска инфляции. Если говорить о бюджетной политике, то доверие можно рассматривать как эквивалент «фискального пространства», т.е. запаса прочности в виде невысокого дефицита и госдолга и/или накопленных в резервном фонде средств.

Другой, не менее важный момент состоит в том, что повышенный уровень неопределенности (всегда возникающий в условиях кризиса) значительно снижает эффективность практически всех мер экономической политики. Bloom (2009) отмечает, что неопределенность делает экономику нечувствительной к большинству макроэкономических воздействий, поскольку в такой ситуации возникают основания воздерживаться от любых немедленных действий. В результате экономическая активность реагирует на монетарные стимулы значительно слабее, а прирост инвестиций в ответ на монетарные шоки в период, когда неопределенность находится в верхнем дециле, оказывается в 2–5 раз ниже чем при неопределенности на уровне нижнего дециля (Aastveit, Natvik, Sola 2017). Эти выводы поддерживают и работа Castelnovo, Pellegrino (2018). Jerow, Wolff (2022) показывает значимое (эконометрически и экономически) снижение величины фискальных мультипликаторов, характеризующих влияние госрасходов на ВВП, в периоды высокой неопределенности.

К еще более неожиданному выводу приходят Belke, Goemans (2022). Построив по квартальным данным США за 1960–2017 гг. нелинейную обобщенную функцию импульсных откликов, они получили парадоксальные результаты: в условиях высокой неопределенности стимулирующее воздействие госрасходов на производство может не просто ослабляться, но менять знак — дополнительные расходы тогда снижают выпуск.

## **Роль неосязаемых факторов на примере отдельных кризисов**

### Эконометрические оценки роли кризисных механизмов

В ряде работ делались попытки определить ведущий механизм развития тех или иных кризисов с помощью эконометрического анализа (Jeanne 1997, Tarashev 2004 и др.). В рамках этого направления, в частности, показано (Cuaresma, Slacik 2008), что в разные периоды преобладающие механизмы валютных кризисов менялись. В 1980-е годы решающую роль играли фундаментальные факторы (значительный дефицит счета текущих операций, хронически высокая инфляция, завышенный обменный курс и т.д.). В отличие от этого, в кризисах 1990-х годов, судя по результатам, большее значение имели механизмы самосбывающихся ожиданий, тогда как роль традиционно важных факторов — таких как форсированное кредитование, бюджетный дефицит — серьезно снизилась. Подобные тесты применялись также для анализа отдельных рассматриваемых ниже кризисов.

Далее в настоящем разделе такой вопрос рассматривается применительно к ряду конкретных кризисных эпизодов.

#### ***Великая Депрессия***

Несмотря на то, что события Великой депрессии (ВД) в США детально изучались множеством экономистов, единый взгляд на ее причины все еще не достигнут. Согласно наиболее распространенной версии, ведущей причиной этого знаменитого кризиса послужила излишне жесткая политика ФРС на начальной стадии ВД. Однако ряд авторов (Greasley, Madsen 2006, Mathy 2020) считает, что механизм был запущен последовательным действием нескольких факторов, включавших:

- биржевой бум;
- ошибочную и непоследовательную монетарную политику;
- резкий рост неопределенности (о чем свидетельствует взлет волатильности фондовых индексов).

Все это вызвало обвал инвестиций в основной капитал, зафиксированный в начале ВД, который в конечном итоге и стал главной непосредственной причиной кризиса и в значительной мере объяснялся возникшей экономической неопределенностью. Mathy (2020) прослеживает воздействие неопределенности (измеряемой четырьмя разными способами) на основные показатели экономической активности: промышленное производство, занятость и число отработанных часов. В результате он приходит к выводу, что порядка трети спада выпуска определялось шоками волатильности фондового рынка, а совместное воздействие всех шоков не-

определенности по своему влиянию на производство не уступало эффекту ошибок монетарной политики. Влияние неопределенности на занятость и отработанные часы было столь же значительным.

### *Мексиканский финансовый кризис 1994 года*

«Текила-кризис» был удивителен тем, что произошел на фоне очевидных успехов в макроэкономической стабилизации: в период с 1988-го по 1993 г. инфляция в Мексике упала со 159% до 8%, уменьшился бюджетный дефицит. Замедление инфляции во многом было достигнуто благодаря фиксации обменного курса песо к доллару (позже фиксированный курс был заменен валютным коридором). Повышение стабильности плюс ожидаемое вступление в действие с 1994 года Североамериканской зоны свободной торговли (NAFTA) обеспечили активный приток в Мексику иностранной валюты и рост ВВП.

Однако в начале 1994 г. серьезная политическая дестабилизация в стране привела к развороту потоков капитала и быстрому сокращению международных резервов, что создало серьезное давление на курс песо в условиях значительного дефицита счета текущих операций. С другой стороны, практически до момента девальвации спреда квазивалютных (привязанных к курсу доллара) гособлигаций и разница между доходностью облигаций в национальной и иностранной валютах оставались стабильными, что указывает на сохранение доверия инвесторов и к кредитоспособности правительства, и к песо. Тем не менее, 20 декабря 2004 г. правительство пошло на значительное (на 15%) расширение валютного коридора, и почти сразу после этого было объявлено о переходе в режим плавающего обменного курса. В результате за две последние недели 1994 года курс доллара подскочил почти на 60%, а за следующий год — еще примерно на 45%.

Анализируя последовательность событий, предшествовавших «Текила-кризису», ряд авторитетных экономистов приходит к выводу, что главной его причиной стало резкое падение доверия инвесторов к готовности государства защищать фиксированный обменный курс. Правда, соглашаясь, что роль фундаментальных показателей в «Текила-кризисе» была ограниченной, они расходятся в том, что именно вызвало перемену настроений и ожиданий инвесторов. Masson, Agenor (1996) считают, что «спусковым крючком» кризиса стало расширение валютного коридора, которое могло восприниматься инвесторами как сигнал о том, что недавно избранный президент, вопреки ожиданиям, не считает приоритетом сохранение прежней курсовой политики. Sachs, Tornell, Velasco (1996) полагают, что толчок кризису был дан резким падением ВВП, подкрепляя свою позицию моделью самосбывающегося валютного кризиса. В этой модели государство на каждом этапе стоит перед выбором — провести девальвацию или сохранить обменный курс. Девальвация подразумевает инфляцию и частичное обесценение госдолга, но надолго подрывает доверие инвесторов, тогда как сохранение обменного курса требует средств для погашения прежнего долга и финансирования бюджетного дефицита. Источником таких средств может служить размещение облигаций, повышение налогов либо получение кредита от правительства за счет продажи части валютных резервов. Инвесторы действуют независимо друг от

друга, исходя из своих ожиданий относительно будущих решений государства. Как и в других аналогичных моделях, при высоком (низком) долге существует единственное равновесие, в котором инвесторы ожидают (не ожидают) девальвацию, и она происходит (не происходит). В промежуточных ситуациях ожидания не связаны с фундаментальными условиями, поэтому возникает множественность равновесий, кризис становится самосбывающимся. В данной модели ЗВР по сути взаимозаменяемы с долгом, поэтому авторы полагают, что падение резервов перевело экономику из ситуации «нет девальвации» в состояние «девальвация определяется ожиданиями инвесторов».

Как представляется, объяснение «загадки “Текила-кризиса”» (неожиданного и резкого переключения настроений инвесторов от полного доверия до панического бегства от песо) должно соединять обе приведенные версии. В полное описание основного механизма кризиса необходимо тогда включить три звена: (1) Резкий рост политической нестабильности в начале 1994 г. ведет к масштабному оттоку капитала; (2) Быстрое падение ЗВР в результате оттока капитала переводит ситуацию на рынке суверенного валютного долга из однозначно стабильной в зону самосбывающихся ожиданий, однако сами ожидания не меняются; (3) Решение правительства расширить валютный коридор выполняет роль негативного сигнала, синхронизирующего изменение ожиданий инвесторов. В целом мексиканский кризис 1994 г. можно считать образцом «кризиса ожиданий».

### *Азиатский финансовый кризис 1997–1998 гг.*

Кризис, начавшийся в середине 1997 г., отличался комплексным характером (валютный и банковский), охватил большую группу стран, механизмы его возникновения и развития сочетали множество взаимно дополняющих элементов, а последствия оказались серьезными и многочисленными. Все это делает рассматриваемое событие идеальным объектом, практически учебным пособием по изучению финансовых кризисов.

**А. Предпосылки.** К 1997 году регион подошел с прекрасными экономическими показателями: так, в четырех странах, которые вскоре наиболее сильно пострадали в ходе кризиса (Индонезия, Малайзия, Таиланд и Южная Корея), за 10 предшествующих лет ВВП в среднем рос почти на 9% в год. При этом все страны региона имели сбалансированные или даже профицитные бюджеты, тем самым они были защищены от стандартных валютных кризисов, описываемых моделями первого поколения.

Однако при этом, как часто бывает при длительном динамичном росте, в регионе начался кредитный бум, сопровождавшийся надуванием «пузырей» на фондовом рынке и рынке недвижимости (как показано выше, это служит типичным предвестником близкого финансового кризиса). Другой важной слабостью служил большой дефицит счета текущих операций, особенно значительный у Таиланда (в 1996 г. он составлял 8% ВВП). В итоге явные успехи сочетались с серьезными макроэкономическими слабостями. Немаловажную роль сыграла также быстрая и недостаточно подготовленная финансовая либерализация, результатом чего стала высокая уязвимость азиатских экономик к негативным шокам.



**В. Валютные кризисы.** В 1997 г. во всех странах региона начались банкротства крупных компаний или «сдувание» пузырей — прежде всего, на рынке недвижимости. Наиболее слабым звеном оказался Таиланд, где бат в середине года стал жертвой спекулятивной атаки. В итоге курс доллара к бату к концу года взлетел почти вдвое, следом за чем валютный кризис распространился на остальные страны региона. За второе полугодие 1997 года курс доллара по отношению к корейской воне и индонезийской рупии вырос на 90%, к малазийскому ринггиту — на 54%. Представляется, что наиболее вероятным механизмом этих массовых девальваций стала цепочка: негативные сигналы рынков — изменение настроений инвесторов — самосбывающиеся валютные кризисы (Radelet, Sachs 1998, Suh J.-H. 2001). При этом, как показывают специальные тесты (Miyao 2004), кризисный механизм существенно различался по странам. В Таиланде, имевшем наиболее серьезные макроэкономические слабости (прежде всего дефицит внешнего счета и переоцененная недвижимость), ведущую роль сыграли фундаментальные проблемы. В других странах региона, где макроэкономическая ситуация была намного лучше, кризис носил самосбывающийся характер, т.е. основной причиной стало изменение настроений инвесторов.

**С. Распространение кризиса.** Сразу после валютного кризиса в Таиланде инвесторы, руководствуясь «принципом аналогии», стали выводить капитал и из других стран региона, что быстро расширило кризисную территорию. К этому добавилось распространение кризиса по обычным каналам финансовых и торговых связей, которое охватило не только ближайшие, но и достаточно далекие от Восточной Азии страны. Одним из следствий стало падение цен на нефть из-за ухудшения прогнозов роста мировой экономики, которое в свою очередь вызвало российский финансовый кризис 1998 года.

Далее кризис перекинулся на банковский сектор, после чего кредитование реального сектора резко упало, с тяжелыми последствиями для производства. Особенно резкий спад ВВП в 1998 г. был зафиксирован в Индонезии (более 13%), в Таиланде и Малайзии он составил примерно 7,5%, в Южной Корее — около 5%.

Комплексный характер Азиатского кризиса (как по охвату секторов финансовой системы, так и по разнообразию кризисных механизмов) демонстрирует, что предотвращение финансовых кризисов требует устранения всех потенциальных его источников и всех путей распространения.

### *Российский финансовый кризис 1998 г.*

**А. Предшествующая ситуация.** В 1995–1996 гг. в основном завершился переход от централизованно управляемой к рыночной экономике, одновременно были достигнуты первые успехи в макроэкономической стабилизации. По всем признакам в 1997 г. должен был произойти поворот к быстрому восстановлению экономической активности. Действительно, после глубокого пятилетнего спада ВВП начал расти (на 1,4% по итогам года). Бюджетный дефицит все еще оставался очень большим (по данным официальной статистики, его величина для федерального бюджета составила в 1997 г. 4% ВВП, по международной ме-

тодике он был еще больше — 7,4% ВВП<sup>1</sup>), однако — важное достижение — он уже финансировался за счет рыночных заимствований, а не сеньоража. Благодаря этому, а также фиксации курса рубля удалось вдвое снизить инфляцию (до 11%). Как результат — повышение оптимизма инвесторов, о чем свидетельствует быстрое падение доходности ГКО (с 35% в реальном выражении в конце 1996 г. до 8% в июле–октябре 1997 г.).

**В. Внешние шоки.** Начавшийся в середине 1997 г. Азиатский финансовый кризис, как обычно в таких случаях, вызвал ухудшение отношения инвесторов к формирующимся рынкам. Еще важнее стало серьезное падение цен на нефть с начала 1998 г. (на 36% к соответствующему периоду прошлого года в январе и затем в целом по итогам года). В результате стоимость экспорта углеводородов (составлявшего половину всего товарного экспорта) упала на четверть, а курс рубля серьезно отошел от своего уровня, соответствующего фундаментальным условиям.

**С. Политика правительства и ЦБ.** Центральный банк оказался перед выбором: пойти на серьезную девальвацию рубля или защищать его всеми средствами. Очевидно, что при ограниченности ЗВР фактический курс без поддержки инвесторов мог сохраняться лишь очень короткое время. В силу этого правильный выбор критически зависел от того, как долго продлится кризис платежного баланса, и, еще важнее, какой длительности ожидают экономические агенты. ЦБ решил действовать, исходя из оптимистических предположений о скором восстановлении цен на нефть (официально объявленная позиция состояла в том, что восстановление условий торговли ожидается не позже чем через 3–4 месяца). С 1 ноября 1998 г. ЦБ скорректировал границы валютного коридора вверх и расширил их (в результате предельный курс доллара повысился на 15%), однако, отказался от более серьезной девальвации или перехода на плавающий курс. За таким решением стояли опасения нанести серьезный удар по банковской системе, имевшей значительный дисбаланс между валютными активами и обязательствами, но проблема состояла в том, что оптимистические ожидания ЦБ не разделялись инвесторами, которые были уверены, что цены на нефть будут достаточно долго оставаться низкими, поэтому избавлялись от рублевых активов. Растущее давление на рубль поначалу сдерживалось за счет продажи ЗВР, однако начавшееся их сокращение могло дополнительно подорвать доверие к российской валюте, поэтому вскоре ЦБ перешел к политике защиты обменного курса с помощью повышения стоимости денег. Ставка рефинансирования последовательно повышалась, достигнув в мае 1998 г. (хотя и ненадолго) запределного уровня 150% (по сравнению с 21% осенью 1997 г.). Соответственно росла доходность облигаций ГКО (до 55% в мае 1998 г. и 81% в июле 1998 г.), и вместе с ней — реальная стоимость обслуживания государственного долга.

Правительство тем временем пыталось повысить налогообложение для сокращения размеров дефицита, но Дума не приняла такое предложение. После этого основные усилия были направлены на замещение дорогих краткосрочных внутренних заимствований «дешевыми» долгосрочными внешними и на получение кредитов МВФ для восстановления доверия инвесторов.

<sup>1</sup> Григорьев 1998.

**Д. Механизмы.** В российскую экономическую историю кризис 1998 г. вошел прежде всего как долговой («дефолт»). Представляется, однако, что с точки зрения механизма его развития правильнее было бы говорить о двух неразрывно взаимосвязанных кризисах. Среди экономистов широко принят термин «парный кризис» (twin crises), обозначающий сочетание банковского и валютного кризисов<sup>2</sup>. По аналогии с этим в российском случае можно говорить о «двойном» (чтобы отличить от «парного») кризисе, сочетающем валютный и долговой.

Как отмечают Гурвич, Андрияков (2006), несмотря на резкое повышение в первом полугодии 1998 г. доходности рублевых гособлигаций, процентные ставки на сопоставимые валютные облигации возросли сравнительно незначительно: с 8–9% до 9–12%. При этом доля нерезидентов на рынке ГКО, также как номинальная стоимость ГКО/ОФЗ в долларовой выражении в портфеле нерезидентов росли в течение всего кризисного периода. Это позволяет сказать, что, вопреки распространенному мнению, инвесторы не опасались дефолта правительства, но ожидали значительной девальвации рубля — вполне естественно в условиях резкого падения экспортных доходов страны. Высокая доходность рублевых облигаций отражала девальвационные ожидания (при меньшей доходности облигаций они становились непривлекательными по сравнению с активами в других валютах). При этом правительство не имело возможности существенно снизить заимствования, поскольку, с одной стороны, должно было финансировать бюджетный дефицит, а с другой — рефинансировать значительные (в силу преобладания краткосрочного долга) объемы ранее выпущенных облигаций. Вплоть до августа 1998 г. месячные объемы погашения ГКО превышали суммарные доходы федерального бюджета.

Если рассматривать развитие российского финансового кризиса через призму кризисных моделей, то наиболее близко, как представляется, он описывается двумя:

- «Медленный кризис» (постепенно растет стоимость заимствований для правительства, вслед за этим — процентные расходы, что увеличивает дефицит и т.д.).
- «Игра на разорение» (правительство надеется на скорое восстановление «нормальных» условий, инвесторы оценивают ситуацию более пессимистически). Российское правительство рассчитывало, что сможет переждать период дешевой нефти, но у него не хватило для этого валютных резервов. Эта ситуация иллюстрирует, насколько правительству опасно начинать подобную игру против инвесторов, не имея на руках серьезных козырей в виде бюджетных и валютных резервов.

**Е. Загадка.** Вопрос, на который по-прежнему нет ясного ответа: почему «дефолт» произошел немедленно после получения в июле и начале августа кредитов от МВФ и других международных организаций на сумму более 6 млрд долл. Вопреки ожиданиям эта поддержка не только не привела к смягчению кризиса, но скорее приблизила развязку, которая наступила почти немедленно после получения кредитов. В других случаях (например, после объявления ЕЦБ о программе

<sup>2</sup> Известные примеры — «Текила-кризис», Азиатский кризис 1997 г., турецкий финансовый кризис 2000–2001 г. и др.

«прямых денежных операций») результат оказывался обратным: доверие инвесторов восстанавливалось и кризис удавалось предотвратить.

Гурвич, Андрияков (2006) выдвинули предположение, что получение кредита МВФ привело в действие механизм, аналогичный банковской панике: если вкладчики ожидают, что банк вскоре не сможет рассчитываться по вкладам, они торопятся снять вклады раньше остальных, пока ликвидность банка не иссякла. По всей вероятности, сумма кредита, по оценкам инвесторов, была недостаточна для полной защиты рубля от девальвации.

Подводя итоги, можно сделать вывод, что финансовый кризис в России определялся сочетанием ряда фундаментальных слабостей экономики (большой бюджетный дефицит, высокая зависимость от сырьевого экспорта, слабости банковской системы) с крайне негибкой (по разным причинам) макроэкономической политикой: ЦБ не стал приводить обменный курс в соответствии с ожиданиями инвесторов, правительство не имело возможности ни снизить бюджетный дефицит, ни сократить заимствования на рынке ГКО. В итоге возникло серьезное расхождение курсовых ожиданий инвесторов и правительства (за которым стояли разные предположения о будущей динамике цен на нефть). Фактически прогноз правительства был даже более точным: через год после «дефолта» цены на нефть вернулись к среднему уровню 1997 года, после чего еще многократно выросли. Данный случай показывает, что в «игре на разорение» близость к ожиданиям инвесторов и наличие достаточных резервов важнее чем правильность ожиданий.

### ***Международный финансовый кризис 2008 г.***

Главной особенностью самого крупного финансового кризиса после Великой Депрессии (благодаря чему он получил «почетное» неформальное название Великая Рецессия) представляется удивительное несоответствие между незначительностью исходного события — проблем на рынке субстандартного ипотечного кредитования США — и колоссальными масштабами потрясений, испытанных мировой финансовой системой, а затем и всей мировой экономикой. Потребовалось время для того чтобы перейти от лежащих на поверхности объяснений этого кризиса к выявлению его глубинных корней. Разумеется, кризисный механизм включал большое количество дополняющих и связанных между собой факторов, тем не менее в некоторых работах была сделана попытка выявить первичные, наиболее глубокие из них.

Анализ влияния широкого набора из 200 переменных на производство, рынок труда и другие ключевые макроэкономические показатели США в 2007–2009 гг. показал, что кризисный спад производства в основном определялся двумя группами факторов: нарушением работы финансовой системы и повышенной неопределенностью (Stock, Watson 2012). Ведущую роль ухудшения финансовых условий и неопределенности подтверждают и другие работы. Так, Caldara et al (2016) рассматривали в качестве характеристики финансовых шоков предложенный Gilchrist, Zakrajsek (2012) показатель «дополнительной доходности корпоративных облигаций», показывающий изменение среднего по представительной выборке спреда корпоративных облигаций по сравнению с безрисковыми гособлигациями



с аналогичными графиками выплат. При этом неопределенность описывалась шестью индикаторами разного типа, включая волатильность фондового рынка, неопределенность экономической политики, расхождение между макроэкономическими прогнозами экспертов и другие. Проведенный анализ позволил сделать следующие выводы о влиянии рассматриваемых факторов на экономическую активность и финансовые рынки США в период Великой рецессии:

1. Финансовые шоки оказывали значительное негативное действие на промышленное производство и фондовые индексы.
2. Все шесть индикаторов неопределенности демонстрировали негативное влияние на эти же показатели, однако, существенно улучшал точность описания по сравнению с использованием только финансовых шоков лишь один индикатор – разработанный Jurado (2015).
3. В сумме финансовые шоки и неопределенность по Jurado (2015) практически полностью объясняли падение промышленного производства и фондовых индексов, наблюдавшееся в ходе Великой рецессии.
4. Влияние этих двух факторов было примерно одинаковым.
5. Влияние неопределенности на экономику особенно велико в периоды тяжелых финансовых условий (иными словами, финансовые стрессы и шоки неопределенности имеют синергетический негативный эффект).

Подводя итог, можно сделать вывод, что возросшая неопределенность объясняла примерно половину негативных последствий Великой рецессии в США.

### **Финансовые кризисы и эволюция российской макроэкономической политики**

Проведенное рассмотрение, а также анализ факторов, демонстрирующих наиболее тесную связь с последующим наступлением кризиса, позволяет выделить следующие основные механизмы и условия развития финансовых кризисов.

- A. Существенные макроэкономические диспропорции (значительный дефицит бюджета или счета текущих операций, избыточный госдолг, преобладание в нем краткосрочных или внешних заимствований, завышенный обменный курс и т.п.).
- B. Несостоятельная макроэкономическая политика (такая, как финансируемый за счет сеньоража бюджетный дефицит).
- C. Кредитные бумы и финансовые пузыри.
- D. Шоки условий торговли.
- E. Внешнее «заражение».
- F. Самосбывающиеся негативные ожидания инвесторов (включая панику).
- G. Негативные шоки неопределенности.
- H. Негибкие макроэкономические механизмы (например, фиксированный обменный курс, не реагирующий на внешние шоки или изменение настроений инвесторов).
- I. Низкое доверие к проводимой правительством (центральным банком) бюджетной (денежно-кредитной) политике.

- J. Неопределенность экономической политики.
- K. Низкий запас бюджетных или валютных резервов.

L. Слабости банковской системы (например, несбалансированность валютных активов и обязательств).

Как правило кризис возникает при сочетании некоторых из «активных источников» (пункты А–G) с какими-то «благоприятными условиями» (Н–L). Соответственно, задача предотвращения финансового кризиса состоит в устранении как источников, так и условий для его развития. Принципиальный момент состоит в том, что если в моделях существуют значения фундаментальных показателей, при которых невозможен кризис самосбывающихся ожиданий, то в реальной жизни одновременно действует несколько потенциальных каналов развития кризиса, поэтому невозможно обеспечить полную защищенность страны усилением позиций по отдельным направлениям. В частности, сильные фундаментальные показатели не могут компенсировать проводимую в стране несостоятельную макроэкономическую политику, а доверие инвесторов не может защитить от кризиса при слабых фундаментальных показателях. Сказанное подтверждается многими рассмотренными выше кейсами, а также последствиями международного кризиса 2008–2009 гг. для России.

Сосредоточимся далее на проблемах российской антикризисной политики. Какие из перечисленных механизмов играли значимую роль в крупнейших российских финансовых кризисах последнего времени? В период с 1998-го по 2019 г. российская экономика испытала три серьезных финансовых кризиса: в 1998, 2008–2009 и 2014–2015 гг.<sup>3</sup> Во всех трех случаях исходным шоком служило резкое падение цен на нефть. При этом во всех случаях период от начала спада ВВП до его завершения занимал около года. В Таблице 3 на с. 19 приведены масштабы внешнего шока и основные экономические последствия кризиса в пределах четырех кварталов кризисного спада.

**Таблица 3.** Размеры нефтяного шока, испытанного российской экономикой, и последствий кризиса

	1-4 кв. 1998	3 кв. 2008 – 2 кв. 2009	3 кв. 2014 – 2 кв. 2015
Изменение цен на Юралс*	-44%	-50%	-42%
Спад ВВП*	-9,1%	-11,2%	-3,1%
Размах колебаний курса долл. за период**	246%	52%	105%

\* Последний квартал кризисного периода к последнему кварталу перед началом кризиса

\*\* Максимальное изменение в кризисный период

Согласно проведенному выше анализу кризиса 1998 года, к значимым элементам его общего механизма относились пункты А, С, G, H, I, K. С учетом анализа, содержащегося в Гурвич, Прилепский (2010), Гурвич (2016), к существенным эле-

<sup>3</sup> Кризис 2020 г. имел не экономическую первопричину, т.е. не вполне сопоставим с остальными, поэтому не включается в наш краткий сравнительный анализ.

ментам кризиса 2008–2009 гг. можно отнести пункты С, D, H, I, а третьего кризиса — только пункт H (шок условий торговли). Постепенное устранение потенциальных источников кризиса позволило снизить размеры кризисного спада ВВП.

Сравнение условий, в которых российская экономика находилась накануне трех этих кризисов, и их последствий показывает, что правительство и Банк России извлекли серьезные уроки и внесли в свою политику ряд изменений, которые сделали экономику менее уязвимой для новых шоков. Кратко перечислим изменения, которые вносились в макроэкономическую политику после каждого из кризисов.

### 1999–2008 гг.

- Всего за два года проведена бюджетная консолидация, причем за счет сокращения госрасходов, а не повышения налогов: расходы российской бюджетной системы по данным МВФ упали с 39,7% в 1998 г. до 30,7% ВВП в 2000 г. (т.е. на 9 процентных пунктов!). Вместо дефицита в 7,4% ВВП консолидированный бюджет был исполнен с профицитом 3,1% ВВП. В дальнейшем лишь один раз (в год Великой Рецессии) бюджет имел дефицит выше 4% ВВП, в среднем же за 2000–2022 гг. бюджетный баланс был положителен, составляя 0,9% ВВП.
- Введены бюджетные правила, защищающие экономику от колебаний внешней конъюнктуры. Это достигается за счет накопления излишков нефтегазовых доходов бюджета при высоких ценах на нефть в Стабилизационном (позже Резервном) фонде и их использовании при низких ценах. Правда, бюджетные правила претерпели многочисленные изменения, и в кризисные периоды их применение несколько раз приостанавливалось.
- Повышена гибкость курсовой политики: режим валютного коридора заменен на управляемое плавание.
- Размеры госдолга существенно снижены (с 51,5% ВВП в конце 1997 г. до всего 8,0% ВВП на конец 2007 г.)<sup>4</sup>,
- Накоплены значительные бюджетные и валютные резервы.

В начале международного финансового кризиса 2008 г. казалось, что Россия имеет все шансы оказаться «тихой гаванью» среди кризисной бури. В реальности экономика испытала глубокий спад (на 7,8% в 2009 г.), войдя в выборке из 172 стран в десятку худших по критерию спада ВВП по сравнению с докризисной траекторией (Гурвич, Прилепский 2010). Главной причиной этого представляется все еще низкая гибкость курсовой политики в первые месяцы кризиса: несмотря на трехкратное падение цен на нефть в августе–декабре 2008 г., ЦБ все это время сдерживал ослабление рубля. Это помогло банкам дешево купить валюту и защитить свои балансы от потерь при последующей девальвации рубля. Но оборотной стороной подобной политики стало кредитное сжатие из-за взлета «альтернативной стоимости» денег. Как и в 1998 г., инвесторы ожидали последующей девальвации. В результате в декабре 2008 г. расчетная доходность шестимесечных фьючерсных контрактов на поставку долларов составляла 29% годовых — в таких условиях ставка кредитования реального

<sup>4</sup> По данным МВФ.

сектора не могла быть ниже этой доходности практически безрисковых спекулятивных операций. Трудно судить, насколько велики были риски банковской системы, но негативное воздействие курсовой политики ЦБ на производство явно было значительным — неудивительно, что именно в рамках второго кризиса был зафиксирован наибольший спад производства. По сути, несмотря на изменение режима, курсовая политика была аналогична проводившейся в ходе первого кризиса: ЦБ искусственно поддерживал курс, не соответствовавший условиям торговли (Гурвич 2016). Кроме того, Банк России потерял за кризисный год треть (почти 200 млрд долл.) своих золотовалютных резервов. Отметим также, что правительство не только покрыло за счет Резервного фонда весь недобор бюджетных доходов, но и значительно увеличило расходы. Однако профицит бюджета не обеспечил доверия инвесторов, и цели были достигнуты только за счет расходования ЗВР и Резервного фонда.

## 2009–2014 гг.

- Центральный банк объявил о постепенном переходе к политике плавающего валютного курса и таргетирования инфляции (переход был завершён в ноябре 2014 г.).
- Правительство скорректировало бюджетное правило, благодаря чему консолидированный бюджет исполнялся с профицитом или небольшим (в пределах 1% ВВП) дефицитом.
- Постепенно вводились стандарты Базель II, повышающие стабильность банковской системы.

В 2014 г. против России были введены финансовые и секторальные санкции, а в августе 2014 г. началось резкое падение цен на нефть, в итоге которого всего за 6 месяцев нефть подешевела более чем вдвое. Однако проводимая макроэкономическая политика на этот раз радикально отличалась по сравнению с предыдущими кризисными периодами. В целом можно охарактеризовать эволюцию макроэкономической политики в кризисные периоды следующим образом. В 1998 г. правительство пыталось, несмотря на резкое падение цен на нефть, сохранить неизменными основные макроэкономические показатели (обменный курс, размеры бюджетного дефицита). В 2008–2009 гг. правительство и Банк России преследовали схожие цели, но принципиальная разница состояла в том, что они имели большой «запас прочности» — профицит бюджета, положительное сальдо счета текущих операций, большие резервы.

В 2014–2015 гг. власти следовали совершенно другому подходу. Вместо попыток сохранять неизменными макроэкономические параметры, несмотря на кардинальное изменение фундаментальных условий, они поставили задачу как можно быстрее перейти к новому равновесию, соответствующему новым условиям. Такой подход обеспечил значительно большее доверие инвесторов, что, как показано выше, отразилось в умеренном по сравнению с предыдущими кризисами спаде ВВП.

В целом за период после 1998 г. макроэкономическая политика стала значительно более зрелой: она стала сочетать поддержание достаточного «фискального



пространства» с гибкостью, ее цели и подходы активно доводятся до инвесторов. Как правительство, так и Банк России лишь в чрезвычайных обстоятельствах отступают от объявленных ориентиров политики, тем самым повышая эффективность принимаемых ими мер. При этом, правда, остается нерешенной проблема сохраняющейся зависимости экономики от экспорта углеводородов.

Начало специальной военной операции в 2022 году и волны последующих экономических санкций значительно повысили неопределенность экономических условий и политики (иллюстрацией этого могут служить приведенные выше оценки геополитической неопределенности). При этом, однако, резко уменьшилась открытость российских финансовых рынков для трансграничных операций, что не способствует экономическому росту, но (при прочих равных) снижает вероятность кризиса. Таким образом, одним из приоритетов российской экономической политики должно стать восстановление доверия к политике Минфина и ЦБ и снижение возросшей неопределенности.

## Выводы

Для предотвращения потенциальных финансовых кризисов и смягчения последствий кризисов в случае их возникновения критически важно учитывать роль неосязаемых факторов. Фундаментальные и неосязаемые факторы дополняют и усиливают друг друга, при этом особенно сильный эффект возникает при сочетании финансовых шоков с ростом неопределенности. Ниже сформулированы некоторые уроки из проведенного выше анализа.

- Доверие инвесторов к политике правительства и ЦБ не менее важно для предотвращения ФК, чем улучшение фундаментальных показателей экономики.
- Это, в частности, требует от властей систематического проведения последовательной, прозрачной и предсказуемой политики, минимизации дискреционных мер.
- Важную роль в повышении доверия может играть введение и строгое выполнение бюджетных правил, правил монетарной политики, разработка долгосрочных макроэкономических прогнозов и т.п.
- Центральный банк должен предотвращать «кредитные бумы» и «пузыри» (часто возникающие в периоды мягкой денежной политики), как наиболее типичные источники финансовых кризисов.
- При повышенных кризисных рисках в число приоритетов должна включаться защита экономики от внешнего заражения. Необходимо также по возможности не создавать дополнительные внутренние источники неопределенности экономических условий и экономической политики.
- Сильные фундаментальные показатели важны не только как «запас макроэкономической прочности», но и как сигнал инвесторам о бесперспективности спекулятивных атак.
- Ключевую роль для профилактики кризисов и адаптации к ним играет гибкость макроэкономической политики (МП): использование автомати-

ческих стабилизаторов и возможность быстрого реагирования на внешние и внутренние шоки.

- При планировании антикризисных мер нельзя забывать о том, что эффективность МП критически зависит от уровня неопределенности и доверия экономических агентов. В условиях высокой неопределенности действие любых мер поддержки экономики резко ослабляется.
- Следует прилагать все усилия для координации МП с оценками и ожиданиями инвесторов. Проведение в кризисный период политики, идущей вразрез с ожиданиями инвесторов, крайне опасно даже при наличии значительных фискальных и валютных резервов и тем более при их ограниченности (как это было в 1998 г. в России).
- Необходимо создание широкого набора индикаторов, характеризующих важнейшие неосязаемые факторы, и мониторинг на их основе состояния неопределенности экономических условий, экономической политики, доверия экономических агентов и т.п. Ухудшение таких показателей должно служить основанием для оперативного принятия серьезных ответных мер.

## Библиография

Григорьев Л., Иващенко А. Теория цикла под ударом кризиса // Вопросы экономики. 2010. № 10. С 31–55.

Гурвич Е.Т., Андрияков А.Д. Механизмы российского финансового кризиса // Экономика и математические методы. 2006. Том 42. № 2.

Гурвич Е., Прилепский И. Чем определялась глубина спада в кризисный период? // Журнал Новой экономической ассоциации. 2010. №8. С 55-79.

Гурвич Е.Т. Эволюция российской макроэкономической политики в трех кризисах // Журнал Новой экономической ассоциации. 2016. №1. С. 174-181.

Обзор экономической политики России за 1997 год / Григорьев Л.М. (ред.). Бюро экономического анализа, 1998.

Прилепский И. В. Построение индикаторов макроэкономической неопределенности для России // Вопросы экономики. 2022. №9. С. 34–52.

Федорова Е., Мусиенко С., Федоров Ф. Индекс политической неопределенности для российской экономики: текстовый анализ // Экономическая наука современной России. 2019. № 2. С. 52–64. Режим доступа: [https://doi.org/10.33293/1609-1442-2019-2\(85\)-52-64](https://doi.org/10.33293/1609-1442-2019-2(85)-52-64).

Aastveit K., Natvik G., Sola S. Economic uncertainty and the influence of monetary policy // Journal of International Money and Finance. 2017. Vol. 76. P. 50-67.

Ahir H., Bloom N., Furceri D. The World Uncertainty Index. NBER Working Paper 29763. 2012.

Akinci O., Kalemli-Özcan Ş., Queralto A. Uncertainty Shocks, Capital Flows, and International Risk Spillovers. NBER Working Paper. 2022. No w30026.

Alessandri P., Bottero M. Bank lending in uncertain times // European Economic Review. 2020. Vol. 128. Issue C.

- Alexopoulos M., Cohen J. The power of print: Uncertainty shocks, markets, and the economy // *International Review of Economics and Finance*. 2015. 40. P. 8–28.
- Allen M., Rosenberg C., Keller C. et al. A Balance Sheet Approach to Financial Crisis. IMF Working Paper. 2002. No 02/210.
- Altig D., Barrero J., Bloom N. et al. Surveying business uncertainty // *Journal of Econometrics*. 2022. Vol. 231. Issue 1. P. 282-303.
- Anzuini A., Rossi L., Tommasino P. Fiscal policy uncertainty and the business cycle: Time series evidence from Italy // *Journal of Macroeconomics*. 2020. Vol. 65, 103238.
- Ayres J., Navarro G., Nicolini J., Teles P. Sovereign default: The role of expectations // *Journal of Economic Theory*. 2018. Vol. 175. P. 803-812.
- Bahmani-Oskooee M., Harvey H., Niroomand F. On the Impact of Policy Uncertainty on Oil Prices: An Asymmetry Analysis // *IJFS*. 2018. Vol. 6. Issue 1.
- Baker S., Bloom N., Davis S. Measuring Economic Policy Uncertainty // *The Quarterly Journal of Economics*. 2016. 131(4). Pp 1593-1636.
- Baker S., Bloom N., Davis D., Terry S. COVID-Induced Economic Uncertainty. NBER Working Papers 26983. 2020.
- Bauer M. Monetary Policy and Interest Rate Uncertainty. Federal Reserve Board San Francisco Economic Letter. 2012. 2012-38.
- Beaudry P., Willems T. On the Macroeconomic Consequences of Over-Optimism // *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2022. Vol. 14. No 1. Jan. Pp 38-59.
- Beckmann J., Czudaj R. Fiscal policy uncertainty and its effects on the real // *Oxford Economic Papers*. 2021. Vol. 73. Issue 4. Pp. 1516–1535.
- Belke A., Goemans P. Uncertainty and nonlinear macroeconomic effects of fiscal policy in the US: a SEIVAR-based analysis // *Journal of Economic Studies*. 2022. Vol. 49 (4). P. 623-646.
- Berger T., Richter J., Wong B. A unified approach for jointly estimating the business and financial cycle, and the role of financial factors // *Journal of Economic Dynamics and Control*. 2022. Vol. 136. March.
- Bernanke B. The real effects of disrupted credit: evidence from the global financial crisis // *Brookings Papers on Economic Activity*. 2018. No 2. Pp 251–342.
- Bhattarai S., Chatterjee A., Park W. Global spillover effects of us uncertainty // *Journal of Monetary Economics*. 2020. No 114. Pp 71–89.
- Bloom N. The Impact of Uncertainty Shocks // *Econometrica*. 2009. No 77. Pp 623–689.
- Bloom N. Fluctuations in Uncertainty // *Journal of Economic Perspectives*. 2014. Vol. 28. No 2. Pp 153–176.
- Brunnermeier M., Rother S., Schnabel I. Asset Price Bubbles and Systemic Risk // *Review of Financial Studies*. 2020. Vol. 33. Issue 9. Pp 4272–4317.
- Caldara D., Fuentes-Albero C., Gilchrist S., Zakrajšek S. The macroeconomic impact of financial and uncertainty shocks // *European Economic Review*. 2016. Vol. 88. Pp 185-207.
- Caldara D., Iacoviello M., Molligo P. et al. The economic effects of trade policy uncertainty // *Journal of Monetary Economics*. 2020. Vol. 109. Pp 38-59.
- Caldara D., Iacoviello M. Measuring Geopolitical Risk // *American Economic Review*. 2022. Vol. 112. No 4. Pp 1194-1225.

- Calvo G. Servicing the Public Debt: The Role of Expectations // *American Economic Review*. 1988. Vol. 78. No 4. Pp 647–661.
- Carrière-Swallow Y., Marzluft J. Macrofinancial Causes of Optimism in Growth Forecasts. 2021. IMF Working Paper WP/21/275.
- Castelnuovo E., Pellegrino G. Uncertainty-dependent effects of monetary policy shocks: A new-Keynesian interpretation // *Journal of Economic Dynamics and Control*. 2018. Vol. 93, 277-296.
- Cerra V., Fatas A., Saxena S. Hysteresis and Business Cycles // *Journal of Economic Literature*. 2023. Vol. 61. No 1. Pp 181-225.
- Chen W., Mrkaic M., Nabar M. The Global Economic Recovery 10 Years After the 2008 Financial Crisis. IMF Working Papers WP/19/83. 2019.
- Claessens S., Kose M., Terrones M. The Global Financial Crisis: How Similar? How Different? How Costly? // *Journal of Asian Economics*. 2010. Vol. 21. No 3, pp. 247-264.
- Claessens S., Kose A. Financial Crises: Explanations, Types, and Implications. IMF Working Papers WP/13/28. 2013.
- Claveria O. Measuring and assessing economic uncertainty. IREA Working Papers 202011. University of Barcelona, 2020.
- Cole H., Kehoe T. Self-Fulfilling Debt Crises // *Review of Economic Studies*. 2000. Vol. 67. Issue 1. Pp 91-116.
- Conesa J., Kehoe T. Gambling for redemption and self-fulfilling debt crises // *Economic Theory*. 2017. Vol. 64. No (4). Pp 707-740.
- Corsetti G., Maeng S. Debt crises, fast and slow. Robert Schuman Centre for Advanced Studies, Research Paper No. 2023/15. 2023.
- Cuaresma J., Slacik T. Determinants of Currency Crises: A Conflict of Generations? // *Focus on European Economic Integration*. 2008. Issue 1. Pp 126-141.
- David A., Veronesi P. A Survey of Alternative Measures of Macroeconomic Uncertainty: Which Measures Forecast Real Variables and Explain Fluctuations in Asset Volatilities Better? // *Annual Review of Financial Economics*. 2022. Vol. 14. Issue 1. Pp 439-463.
- Dell’Ariccia G., Igan D., Laeven L. Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market // *Journal of Money, Credit and Banking*. 2012. Vol. 44. No 2-3. Pp 367-384.
- Diamond D. W., Dybvig P. H. Bank runs, deposit insurance, and liquidity // *Journal of Political Economy*. 1983. Vol. 91. No 3.
- Draghi M. Introductory statement to the press conference, Frankfurt, 6 September 2012. Режим доступа: [www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html).
- Drehmann M., Juselius M., Korinek A. Going with the flows: New borrowing, debt service and the transmission of credit booms. NBER Working Paper 24549. 2018.
- End N., Hong G. Trust What You Hear: Policy Communication, Expectations, and Fiscal Credibility. IMF Working Paper No. 2022/036. 2022.
- Ennis H., Keister T. On the Fundamental Reasons for Bank Fragility // *Economic Quarterly*. 2010. Vol. 96. No 1. Pp 33–58.
- Flood R., Garber P. Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples // *Journal of International Economics*. 1984. Vol. 17. Pp 1-13.



- Furceri D., Zdzienicka A. How Costly Are Debt Crises? // *Journal of International Money and Finance*. 2012. Vol. 31. No 4. Pp 726–742.
- Gilchrist S., Zakrajsek E. Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations // *American Economic Review*. 2012. No 102. Pp 1692–1720.
- Greasley D., Madsen J. Investment and Uncertainty: Precipitating the Great Depression in the United States // *Economica*. 2006. Vol. 73. No 291. Pp 393-412.
- Greenwood R., Hanson S., Shleifer A., Sorensen J. Predictable Financial Crises // *The Journal of Finance*. 2022. Vol. 77. Issue 2. Pp 863-921.
- Gumus I. Fiscal Uncertainty and Currency Crises // *Review of Development Economics*. 2016. Vol. 20. Issue 3. Pp 637-650.
- Handley K., Limao N. Trade Policy Uncertainty // *Annual Review of Economics*. 2022. Vol. 14. Pp 363-395.
- Husted L., Rogers J., Sun B. Monetary policy uncertainty // *Journal of Monetary Economics*. 2020. Vol. 115, Pp 20-36.
- Jackson L., Kevin L. Owyang M. The Nonlinear Effects of Uncertainty Shocks. Working Papers 2018-035. Federal Reserve Bank of St. Louis, 2018.
- Jeanne O. Are currency crises self-fulfilling? A test // *Journal of International Economics*. 1997. Vol. 43. No 3-4. Pp 263-286.
- Jerow S., Wolff J. Fiscal policy and uncertainty // *Journal of Economic Dynamics and Control*. 2022. Vol. 145. 104559.
- Jimenez G., Ongena S., Peydró J.-L., Saurina J. Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking? // *Econometrica*. 2014. No 82. Pp 463–505.
- Jurado K., Ludvigson S., Ng S. Measuring Uncertainty // *American Economic Review*. 2015. No 105. Pp 1177-1216.
- Kang W., Ratti R., Vespignani J. Impact of global uncertainty on the global economy and large developed and developing economies // *Applied Economics*. 2020. Vol. 52. Issue 22.
- Knight F. Risk, Uncertainty, and Profit. New York: Houghton Mifflin, 1921.
- Krugman P. A Model of Balance-of-Payments Crises // *Journal of Money, Credit and Banking*. 1979. Vol. 11. No 3. Pp 311-25.
- Leblang D., Satyanath S. Politically generated uncertainty and currency crises: Theory, tests, and forecasts // *Journal of International Money and Finance*. 2008. Vol. 27. No 3. Pp 480-497.
- Londono J., Ma S., Wilson B. The Global Transmission of Real Economic Uncertainty. International Finance Discussion Papers 1317. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2021.
- Lorenzoni G., Werning I. Slow Moving Debt Crises // *American Economic Review*. 2019. Vol. 109. No 9.
- McKinnon R., Pill H. Credible liberalizations and international capital flows: the 'overborrowing syndrome' // *Financial Deregulation and Integration in East Asia* / Ito T., Krueger A.O. (eds.). Chicago: University of Chicago Press, 1995.
- Masson P., Agenor P.-R. The Mexican Peso Crisis: Overview and Analysis of Credibility Factors. IMF Working Paper No. 1996/006. 1996.

- Mathy G. How much did uncertainty shocks matter in the Great Depression? // *Cliometrica. Journal of Historical Economics and Econometric History*, 2020. Vol. 14. Issue 2. Pp 283-323.
- Meinen P., Roehle O. On measuring uncertainty and its impact on investment: Cross-country evidence from the euro area // *European Economic Review*. 2017. Vol. 92. Pp 161-179.
- Miyao R. Economic Fundamentals or Financial Panic? An Empirical Study on the Origins of the Asian Crisis. Discussion Paper Series 151. Research Institute for Economics & Business Administration, Kobe University. 2004.
- Moramarcio G. Measuring Global Macroeconomic Uncertainty and Cross-Country Uncertainty Spillovers // *Econometrics*. 2023. Vol. 11. No 2.
- Nguyen T. Economic policy uncertainty: The probability and duration of economic recessions in major European Union countries // *Research in International Business and Finance*. 2022. Vol. 62. Issue C.
- Obstfeld M. Rational and self-fulfilling balance-of-payments crises // *American Economic Review*. 1986. Vol. 76. No 1. Pp 72-81.
- Obstfeld M. Models of currency crises with self-fulfilling features // *European Economic Review*. 1996. Vol. 40. Issues 3–5. Pp 1037-1047.
- Radelet S., Sachs J. The East Asian financial crisis: Diagnosis, remedies, prospects. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1998. No 1.
- Reinhart C., Rogoff K. This time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. NBER Working Paper 13882. 2008.
- Richter B., Zimmermann K. The Profit-Credit Cycle // SSRN. 2019 (<https://ssrn.com/abstract=3292166>).
- Sachs J., Tornell A., Velasco A. The Mexican peso crisis: Sudden death or death foretold? // *Journal of International Economics*. 1996. 41. No P. 265-283.
- Scherbina A., Schlusche B. Asset price bubbles: A survey // *Quantitative Finance*. 2014. No 14. P. 589-604.
- Smiech S., Papież M., Rubaszek M., Snarska M. The Role of Oil Price Uncertainty Shocks on Oil-Exporting Countries // *Energy Economics*. 2021. Vol. 93.
- Stangebye Z. Beliefs and long-maturity sovereign debt // *Journal of International Economics*. 2020. Volume 127, 103381.
- Stock J., Watson M. Disentangling the Channels of the 2007–2009 Recession. NBER Working Paper 18094. 2012.
- Sufi A., Taylor A. Financial crises: A survey. NBER Working Paper 29155. 2021.
- Suh J.-H. Self-fulfilling feature of the currency crisis in Korea // *The Korean Economic Review*. 2001. Vol. 17. No 1. P. 25-40.
- Tamborini R. Heterogeneous Market Beliefs, Fundamentals and the Sovereign Debt Crisis in the Eurozone // *Economica*. 2015. Vol. 82. P. 1153–1176.
- Tarashev N. Are speculative attacks triggered by sunspots? A new test. BIS Working Papers No 166. 2004.
- Xiong W. Bubbles, crises, and heterogeneous beliefs. NBER Working Paper 18905. 2013.