Николай КАЩЕЕВ,
директор аналитического
департамента, Промсвязьбанк

Дважды в одну реку: гид по результатам борьбы с Великой рецессией

Кризис происходит по объективным причинам, но обретает смысл только в том случае, если из него извлекаются уроки, которые тут же применяются на практике; к этому можно добавить всем хорошо известные силлогизмы о «созидательном разрушении», «новых возможностях» и всем таком прочем. В противном случае кризис оказывается началом хронической болезни, обычно, как и практически все хронические болезни, долгой и беспокоящей. А иногда и просто фатально опасной: применительно к национальным экономикам — ведущей к состоянию failed state.

Примеров такого хронического недуга немало. Это Аргентина, некогда звездная экономика Латама. Но есть случаи похуже: Афганистан, Зимбабве, Судан, отчасти Иран и тому подобные. Кризисы, запустившие болезнь, как видим, могут быть и экономического, и политического характера — одно без другого почти не встречается. Военные кризисы мы тут не рассматриваем. В известном смысле, Россия также является сложным примером совершенно особенного, гигантского по масштабам и последствиям кризиса начала XX века, приведшего в конечном итоге из-за неверных лекарств к затяжному, изнуряющему социально-экономическому заболеванию. Однако мы здесь рассматриваем иные события.

Уже восемь лет финансовый кризис-2008, который изначально считался «кризисом ипотеки» или даже просто «кредитным сжатием», и последовавшая Великая рецессия показывают нам: дело здесь, вероятно, не только в делеверидже. В самом деле: 8 лет нулевых ставок в крупнейших экономиках мира (в еврозоне долгое время уровень ставки был 1%), массированная политика количественного смягчения, именуемая также неконвенциальной — то есть необычной. Почему так получилось? Каковы результаты восьми лет борьбы с кризисом? Какие дисбалансы нужно было исправить и исправлены ли они на самом деле?

Если нас интересует то, что лежит «на поверхности» кризиса — уровень долга, то тут

картина неравномерная и зависит от сектора экономики и, собственно, страны. Например, в стране-эпицентре, США, в третьем квартале 2008 года долг домохозяйств составлял $14.3 трлн, корпоративного нефинансового бизнеса (в инструментах кредитного рынка) — примерно $7 трлн и финансового сектора (с его многократным счетом) — $18 трлн. К первому полугодию 2015 года (чтобы быть точным) долг домохозяйств составляет чуть менее $14 трлн, нефинансового бизнеса — почти $8 трлн, финсектора — $15 трлн. Объем долга домохозяйств по отношению к их доходам составляет 107% против 132% перед кризисом 2008 года, а обслуживание долгов отнимает от доходов физлиц в среднем 10% против 13% на предкризисном пике. По уровню общего долга — это аналог 2003 года, а вот расходы на обслуживание относительно доходов не были такими низкими как минимум с 1980 года (по данным ФРС Сент-Луиса). Делеверидж частного сектора США за вычетом нефинансового бизнеса, привлеченного небывало низкими ставками на всей кривой, был достаточно осязаем.

Иначе обстоят дела с госсектором. По данным Маккинзи, охватывающим период с 2007 года по конец первого полугодия 2014 года, долг бюджета США за это время вырос на 35 п.п. ВВП, хотя Америка тут, конечно, далеко не чемпион. Общий долг в экономике США вырос на 16 п.п. ВВП. Далеко впереди Ирландия, Сингапур и — какая неожиданность! — Португалия с Грецией, где совокупный долг вырос на величину от 100 до 170 (!) п.п. ВВП (последняя цифра огромного прироста — это Ирландия). Общий долг в Китае вырос на 83 п.п., причем корпоративный долг — на 52 п.п., долг домохозяйств — на 18 п.п., а долг финансового сектора — на 40 п.п. Примеры противоположной динамики, чемпионы делевериджа: Словакия (общий долг — минус 22 п.п.), Саудовская Аравия (–14 п.п.), Аргентина (–11 п.п.), Египет (–9 п.п.), Румыния (–7 п.п.).

Всего в развитых экономиках долг частного сектора ко второй половине 2014 года по сравнению с 2007 годом снизился с 158% до 156% ВВП, иными словами, почти не изменился, а вот госдолг вырос с 69% до 104% ВВП. В начале века совокупный долг во всех странах мира с доступной статистикой составлял 246% их суммарного ВВП, или $87 трлн, в конце предкризисного 2007 года — 269%, или $142 трлн, в конце первого полугодия 2014 года — 286% ВВП, или $199 млрд — постоянных (с поправкой на инфляцию) 2013 года. Если темпы роста негосударственного долга, кроме корпоративного, после кризиса упали практически в три раза, то темп прироста госдолга увеличился примерно на 40%, без малого наполовину.

Совокупный долг столь интересующего всех Китая, как видим, продолжил разрастаться ударными темпами и в первом квартале 2016 года достиг почти 240% ВВП (против 148% в 2007 году). Средний уровень по развивающимся рынкам в 2015 году — 175% ВВП (данные BIS). Китай по долговой нагрузке практически догнал ЕС (270% ВВП) и США (250% ВВП). И это, между прочим, разумеется, при заметно более высоких ставках, чем у последних: например, доходность 5-летней гособлигации КНР составляет 2.5% против доходности аналогичной долларовой бумаги менее 1.1%.

Итак, в мировом масштабе делеверидж после кризиса 2008 года прошел в целом не особенно убедительно. Кроме того, полностью подтвердился и, прямо скажем, достаточно избитый тезис о перекладывании долга с плеч частного сектора на плечи государства, которое в итоге не только взяло на себя объем долга частного сектора, но и вполне успешно продолжило занимать на собственные нужды.

Таким образом, важнейшим завоеванием мировой экономики в результате кризиса — по крайней мере, на настоящем этапе — стало не столько сокращение общей номинальной величины долга, сколько впечатляющее снижение стоимости его обслуживания в результате антикризисных мер Центробанков. Это справедливо в значительной степени и для США, которые в целом показали заметный делеверидж части негосударственного сектора.

Далее посмотрим на еще один аспект мирового кризиса — дисбаланс в области межгосударственной торговли.

В 2006 году счет текущих операций США достигал своего минимума: минус $807 млрд. В ноябре 2006 года дефицит торгового баланса США достиг в годовом выражении минус $860 млрд, без учета нефти и нефтепродуктов — $820 млрд. В 2013 году счет текущих операций США показал дефицит, снизившийся более чем вдвое по сравнению с антирекордом 2006 года: примерно минус $377 млрд. По итогам июня 2013 года дефицит торгового баланса США в годовом выражении составил минус $700 млрд, без учета нефти и нефтепродуктов — минус $420 млрд в годовом выражении. (Чтобы не осложнять восприятие текста, но для исключения сильных сезонных и прочих колебаний, помесячные значения выше даны не фактически за месяц, а согласно 9-месячной скользящей средней, что, впрочем, не сильно изменяет приведенные значения.)

КИТАЙ ПО ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКЕ ПРАКТИЧЕСКИ ДОГНАЛ ЕС (270% ВВП) И США (250% ВВП)

Год	США				Китай		
	Инвестиции в ОК, % ВВП	Счет тек. операций, % ВВП	Норма сбережений домохозяйств	Валовые сбережения, % ВВП	Инвестиции в ОК, % ВВП	Счет тек. операций, % ВВП	Валовые сбережения, % ВВП
2005	23.2	–5.7	4.6	17.9	40.5	5.8	46.2
2006	23.3	–5.8	2.6	19.1	40.0	8.4	48.5
2007	22.4	–5.0	3.3	17.3	40.7	10.0	50.6
2008	18.1	–4.7	3.0	15.4	42.6	9.2	51.8
2009	14.7	–2.7	4.9	14.3	45.7	4.8	50.5
2010	15.5	–3.0	6.1	15.1	47.2	4.0	51.2
2011	15.5	–3.0	5.6	15.7	47.3	1.8	49.2
2012	19.2	–2.8	6.0	17.7	46.5	2.5	49.0
2013	19.3	–2.3	7.6	18.2	46.5	1.6	48.0
2014	19.8	–2.2	5.5	18.8	45.9	2.1	48.0
2015	19.8	–2.7	5.6	18.7	43.3	2.7	46.0

Источники: Всемирный банк, FRED

Таблица 1
Глубина посткризисной коррекции - США и Китай в 2005–2015 гг.

Дефицит счета текущих операций в США сократился с минус 5.8% ВВП в 2006 году до минус 2.3% в 2013-м. Счет текущих операций важнейшего партнера США — и источник дефицита внешней торговли последних — Китая в 2006 году составлял аж 8.4% ВВП, а в 2007 году – и все 10%, а в 2013 году составил 1.6%; все — со знаком плюс, разумеется. Впечатляет!

Сокращение дефицита счета текущих операций США более чем вдвое давало надежду на исправление важнейшего дисбаланса, сопровождавшего мировой кризис 2008 года: дело в том, что, согласно уравнению ВВП, внешний дефицит является отражением сокращения сбережений в экономике, каковые являются источником инвестиций в основной капитал. Если сбережения несущественны — обычно это происходит из-за того, что доходы домохозяйств почти полностью уходят на потребление, то инвестиции производятся из заемных средств. Что мы и видели.

Чистые сбережения домохозяйств в США в 2006 году снизились до примерно 3% доходов, что, впрочем, было характерно для всех 2000-х. Это примерно в два с половиной раза ниже средней нормы сбережения 1990-х годов, в течение которых произошло снижение показателя с 7% до 5%. После острой фазы кризиса произошел возврат нормы сбережения домохозяйств до 7% и выше в 2012 году, а в 2013 году эта величина составляла около 5%, на каковом уровне сохраняется и сейчас.

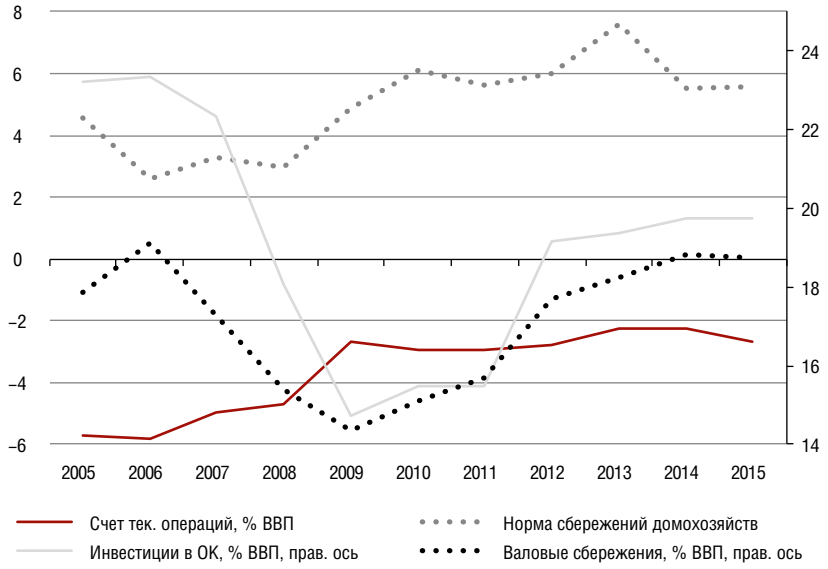
В абсолютном выражении торговый баланс США стабилизировался, начиная с 2012 года, на уровне примерно минус $60–70 млрд в месяц, однако это произошло из-за значительного уменьшения нефтяного дефицита, который снизился до уровня порядка минус $6 млрд в месяц (минус $28 млрд в месяц в 2012 году).

Налицо стабилизация макроэкономических коррекционных процессов, от которых, возможно, следовало ожидать большего, но, может быть, и не следовало... После коррекции 2009–2011 годов, в период с 2012 по 2015 год, основные показатели дисбалансов в США стабилизировались на уровнях, которые в два с лишним раза отличаются от предкризисного пика (в лучшую сторону), а коррекция таких показателей, как доля сбережений и инвестиций (обе до сих пор «заоблачные») в КНР, все еще продолжается. То, на что еще можно обратить внимание: наметившееся в 2015 году ухудшение динамики перечисленных «дисбалансовых» показателей в США в сторону той динамики, которая была характерна для их экономики перед кризисом. Но это пока всего лишь данные одного года.

Так успешна или не успешна коррекция? Не то и не другое. Почему?

Помимо того, что Китай все еще в процессе трудной коррекции с точки зрения мировых дисбалансов, с точки зрения долговой нагрузки делеверидж заключался в перекладывании долго-

Рисунок 1
Глубина посткризисной коррекции в США в 2005–2015 гг.



вых обязательств из сектора домохозяйств и финансового сектора на государство. Корпоративный бизнес брал все больше долга. И нет пока предпосылок к тому, чтобы этот груз начал уменьшаться в весе.

В результате этих процессов инфляция в США находится большую часть времени в диапазоне 1–2%, а в еврозоне — и того ниже. В 2004–2007 годах инфляция в США превышала 2.5%, в ЕС находилась чуть ниже 2.5%. С точки зрения темпов ВВП картину труднее отследить из-за высокой волатильности. США достигли пика роста в первом квартале 2015 года, когда ВВП вырос на 3.2% год к году, «докризисный» пик 2004 года — 4.4%. Темпы роста экономики в 1990-е годы были намного выше и большую часть периода превышали 4% в квартал. ЕС так и не вернулся к докризисным показателям, но его собственный пик кризиса пришелся лишь на 2012 год. Показатель ВВП, что называется, tricky — довольно замысловатый. Между тем индекс промпроизводства в США все еще на 5 п.п. ниже докризисного пункта, соответствующий индекс ЕС — более чем на 10 п.п. ниже 2008 года. Если к этому добавить индекс мировой торговли, который растет, начиная с 2012 года, темпами в среднем около 2.5% в год против 6–7% в 2003–2008 годах и свыше 8–9% во второй половине 1990-х, — картина будет почти полной.

Для того чтобы выйти на эти, прямо скажем, довольно скромные показатели, крупнейшим экономикам потребовалось, напомним, восемь — еще раз, восемь! — лет нулевых процентных ставок и политики количественного смягчения. Что совершенно беспрецедентно.

Вполне резонно возникают вопросы: а стоит ли вообще стараться вернуть докризисные темпы роста и иные подобные показатели? Они ведь знаменовали собой тренд, ведший к самому обвалу 2008 года? Какова роль Китая в стабилизации таких важных показателей, как оборот мировой торговли? Ведь это влечет за собой пересмотр отношения экспертов и инвесторов к целому ряду экономик, сделавших ставку не только на бурный рост самой КНР, но и ее модель роста. Прошла ли коррекция весь необходимый путь, или сколько-то еще осталось? И наконец, не наблюдаем ли мы как раз тот самый феномен new normal, который может оказаться преддверием действительно новой экономики?

На мой взгляд, это именно последний случай. Два кризиса, связанных с пузырем инвестиций не в отдельные объекты или регионы, как в ЮВА в 1997 году, а в две очень емкие отрасли развитых экономик с промежутком всего в 4 года и для лечения которых были применены схожие методы, на самом деле очень разные. Если первый — кризис dot.com — еще один пример чрезмерного хайпа, вроде хорошо известной «золотой лихорадки», или бумаг американских железных дорог в XIX веке, или голландских тюльпанов, то крах ипотеки знаменовал собой, судя по всему, исчерпание (на том самом уровне долга свыше 200% ВВП) кредитной парадигмы роста. Потребовалась совершенно искусственная государственная реанимация кредитного рынка, чтобы хотя бы вот так стронуть с места увязшую машину мировой экономики, основанной на кредитном потреблении.

Часть кредитной экспансии отправилась на развивающиеся рынки, но, как мы увидели, и они приближаются к «роковой» черте 200% ВВП. Изменилось и поведение регуляторов, естественно, вынужденных реагировать на события 2008 года, и они наложили на финансовые учреждения серьезные обременения в плане левериджа и управления рисками. Изменилось поведение заемщиков: см. склонность к сбережению американских домохозяйств, что тоже естественно после такой встряски. Любая кредитная экспансия не бесконечна, ибо не бесконечно число платежеспособных заемщиков: особенно это ясно видно, если обратить внимание на, скажем так, неблестящее материальное положение среднего класса в развитых странах.

Добавим к этому назревающую / уже происходящую технологическую революцию с ее разноречивыми последствиями — и вот вам скорее картина медленно проявляющейся новой экономической реальности, нежели трудного возвращения к парадигме business as usual.

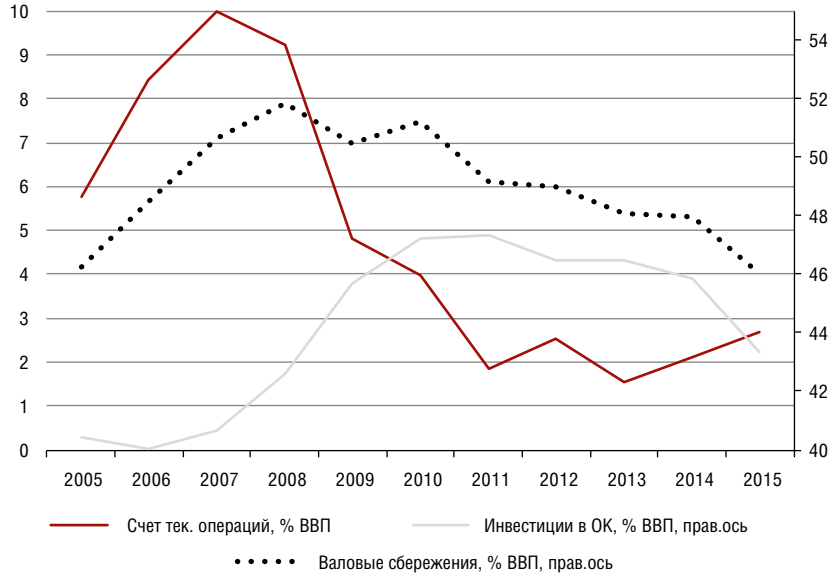


Рисунок 2
Глубина посткризисной коррекции в КНР в 2005–2015 гг.

В АБСОЛЮТНОМ ВЫРАЖЕНИИ ТОРГОВЫЙ БАЛАНС США СТАБИЛИЗИРОВАЛСЯ, НАЧИНАЯ С 2012 ГОДА, НА УРОВНЕ ПРИМЕРНО МИНУС $60–70 МЛРД В МЕСЯЦ