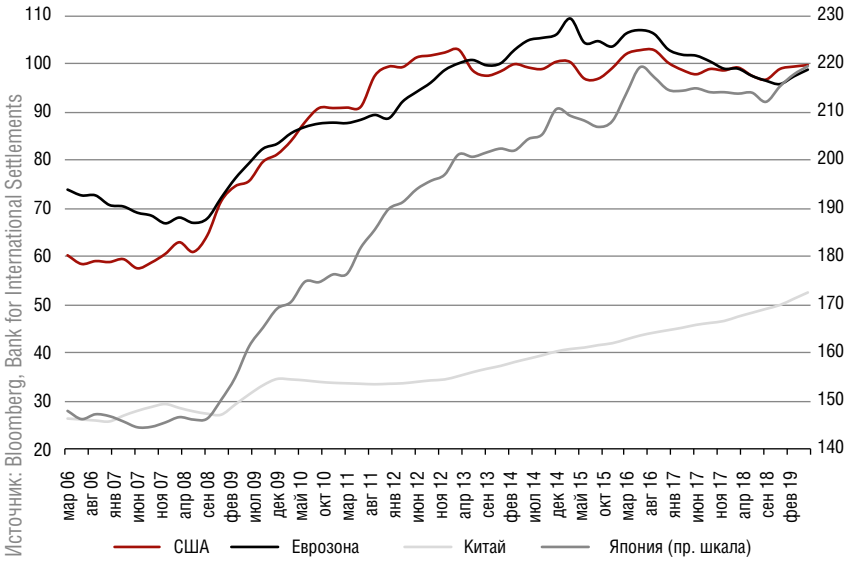
Анна МОРИНА,
начальник Аналитического управления — Открытие Research, Банк «Открытие»

Возможен ли экономический цикл без кризиса или это иллюзия?

Мировая экономика подвержена цикличности. По классике жанра есть несколько фаз цикла и для нового подъема нужен предшествующий спад, происходящий в том числе под влиянием сокращения излишних неэффективных мощностей, созданных на фазе гипероптимизма. Монетарные власти научились смягчать действия «простых кризисов», но из-за этого в экономике остается все больше и больше неэффективных игроков, которых более жесткие условия вытеснили бы с рынка.

Что же происходит, если на циклическое замедление накладываются дополнительные негативные факторы? И какие это могут быть факторы?

Рисунок 1
Объем госдолга к ВВП, %



Источник: Bloomberg, Bank for International Settlements

Причиной серьезных экономических кризисов, как правило, является раздувание пузыря активов с использованием заемных средств. Так, кризис 2000–2002 годов был вызван пузырем доткомов, а кризис 2008–2009 годов — пузырем на рынках недвижимости, в первую очередь рынке недвижимости США. Начавшееся замедление стремительного роста экономики Китая — локомотива всей мировой экономики и сырьевых цен 2000–2008 годов — усилило тот кризис.

В обоих случаях кризисы лечили смягчением денежно-кредитной политики. В 2008 году центральные банки применили новый инструмент: количественное смягчение, заключавшееся в значительном увеличении баланса центральных банков за счет выкупа активов (долговых обязательств государств) с рынка, направленного на снижение ставок на кривой доходностей долговых рынков, снизив таким образом ставки заимствования для

корпоративного сектора. Количественное смягчение также позволило государствам осуществить фискальное стимулирование экономик за счет увеличения дефицитов государственных бюджетов.

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ — ЭТО ЕЩЕ И КРИЗИСЫ ДОЛГА

Регуляторы и государства, решив проблему экономического роста после мирового кризиса 2008–2009 годов, не решили проблему стремительно растущего долга. Фактически рост долговой нагрузки корпоративного сектора и населения был замещен стремительным ростом долговой нагрузки государств (100% ВВП в США, 99% ВВП в ЕС, 219% ВВП в Японии) и ростом балансов центральных банков. Последние фактически начали исполнять нехарактерную для себя роль кредитора экономики, занижая своими действиями процентные ставки и тем самым — оценку долгосрочных рисков.

Рост государственного долга и отрицательные ставки ограничивают расходы будущих поколений — выплаты по госдолгу потребуют роста налоговой нагрузки или снижения расходов, отрицательные ставки напрямую и косвенно стимулируют текущее потребление в ущерб будущему.

Если посмотреть на Китай, то там из всех видов долга более или менее остановился рост долга корпоративного, хотя и на очень высоких уровнях — 150–160% от ВВП. Долг домохозяйств и государственный долг продолжают

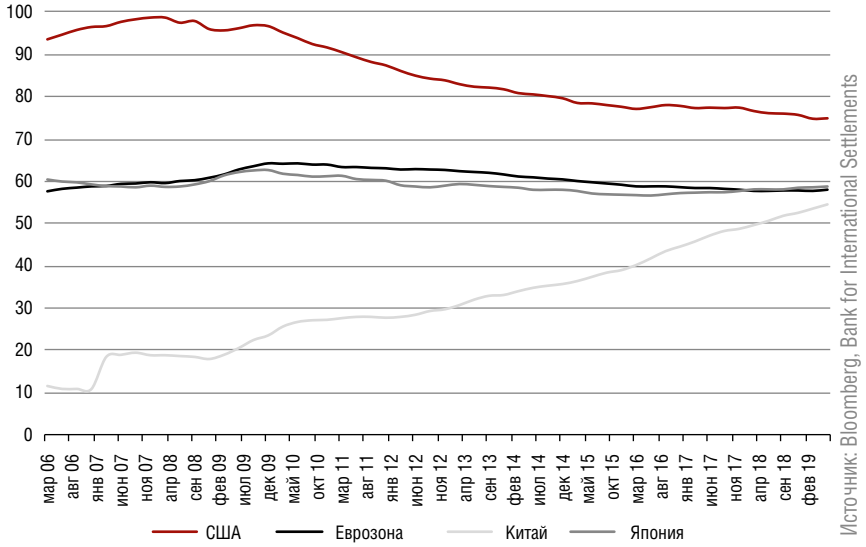


Рисунок 2
Объем долга домохозяйств к ВВП, %

ИЗ ИСТОРИИ НЕДАВНИХ КРИЗИСОВ: ЧТО УЖЕ ПРОБОВАЛИ?

• **Азиатский финансовый кризис 1997 года** затронул Таиланд, Индонезию, Филиппины, Малайзию и Южную Корею. Кризису предшествовал быстрый рост долга в иностранной валюте — впечатляющий рост экономик и режим фиксированного валютного курса способствовали притоку капитала. Постепенное ослабление притока капитала сократило поддержку национальных валют, и в результате череды спекулятивных атак страны поочередно вынужденно перешли к режиму плавающего курса. Курсы валют к доллару выросли в течение года от 50% до 500%.

Восстановление устойчивости валют потребовало существенного улучшения торгового баланса (импорт сократился в результате девальвации), роста уровня процентных ставок, введения валютного контроля, а также внешней помощи — экстренного финансирования МВФ.

Воздействие кризиса на крупные экономики было ограниченно негативным, хотя вызванное кризисом снижение мировых цен на энергоносители вызвало в 1998 году финансовый кризис в России.

• **Кризис 2000–2002 годов** был вызван надуванием пузыря доткомов вследствие переоценки положительных эффектов от внедрения IT–технологий. Резкое падение стоимости акций интернет–компаний привело к спаду инвестиционной активности и росту плохих долгов. Кризис был усилен событиями 9 сентября 2001 года.

Кризис был преодолен за счет снижения ставки ФРС с 6.5% до 1% и поддержания ликвидности в экономики. Коррекция пузыря не сопровождалась выраженным экономическим кризисом: годовые темпы роста ВВП оставались выше нуля.

• **Кризис 2008–2009 годов** был вызван ипотечным бумом и пузырем на рынке недвижимости США. Низкие процентные ставки, ставшие следствием пузыря доткомов, и высокая доступность ипотечных кредитов способствовали быстрому росту стоимости недвижимости в США. При этом значительная часть ипотечных кредитов выдавалась по плавающим ставкам, а ипотечные кредиты упаковывались в сложные финансовые инструменты, которые затем размещались на фондовом рынке. Рост ставки ФРС привел к росту стоимость как новых, так и старых ипотечных кредитов. В результате цены на недвижимость прекратили рост, а количество необслуживаемых ипотечных кредитов резко возросло. Сложные финансовые инструменты (MBS/CDO), в которые был «зашит» риск по ипотечным кредитам, обесценились, что спровоцировало обвал на финансовых рынках.

Замедление темпов роста экономики Китая спровоцировало резкое снижение цен на сырьевые товары, вызвав цепную реакцию на товарных и финансовых рынках.

В ответ на кризис ФРС снизила ставку с 5.25% до 0.25%, ЕЦБ снизил ставку с 4.25% до 1%. ФРС также нарастила свой баланс с уровня около $900 млрд до $2 трлн, а ЕЦБ — с 1.5 трлн евро до 2 трлн евро. Впоследствии баланс ФРС был расширен до $4.5 трлн, баланс ЕЦБ — до 4.6 трлн евро.

Рисунок 3. Объем корпоративного долга к ВВП, %

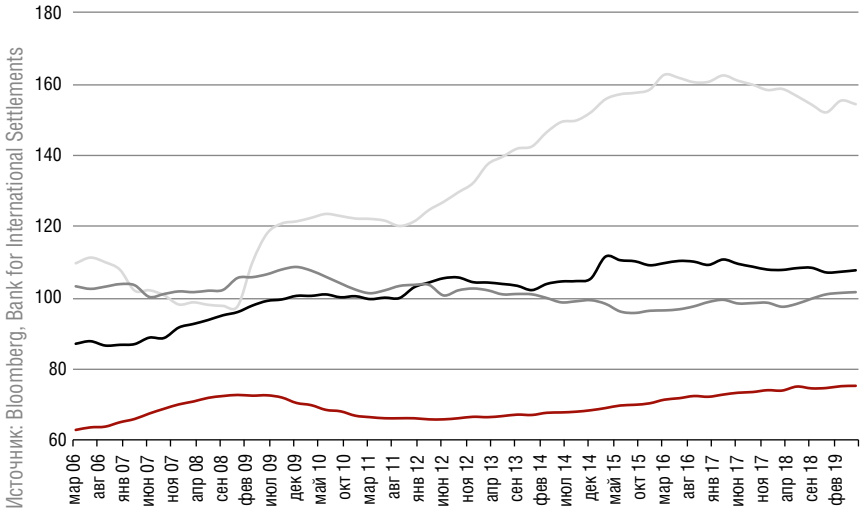


Рисунок 4. Баланс ФРС

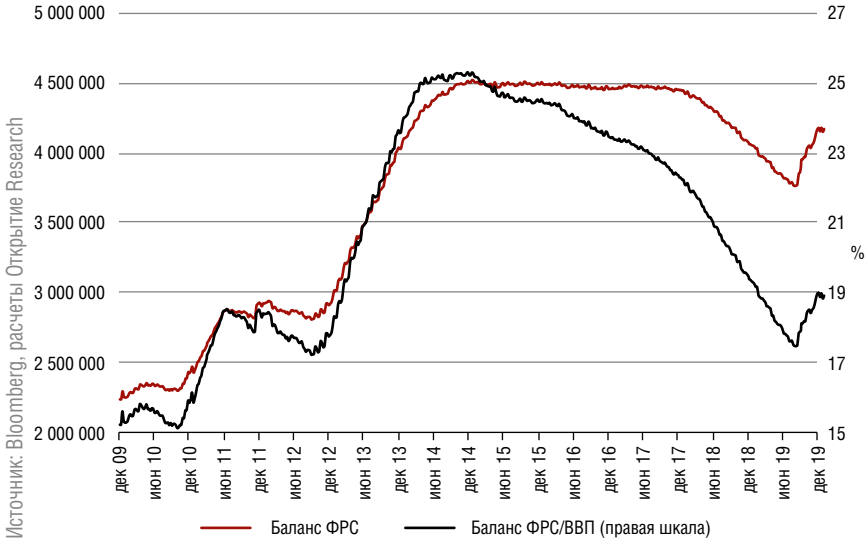
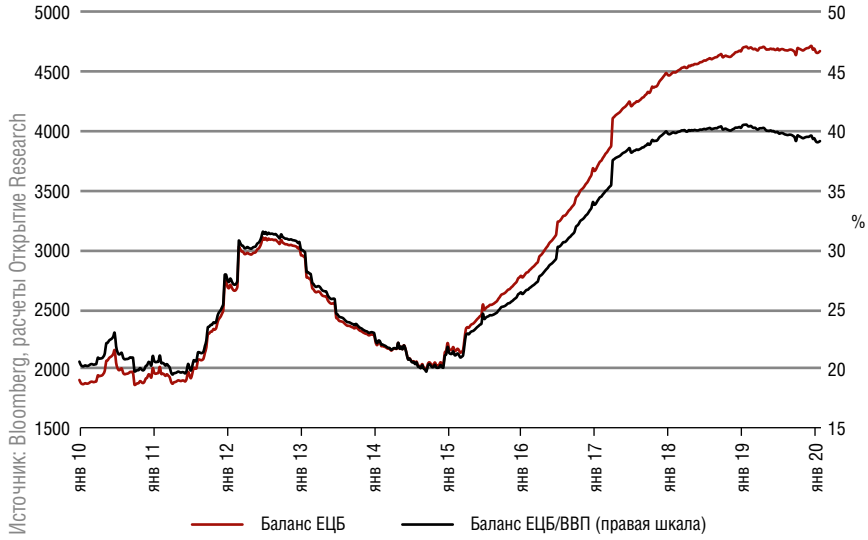


Рисунок 5. Баланс ЕЦБ



уверенный рост. В свете замедления темпов роста китайской экономики (даже без воздействия коронавируса) проблемы с обслуживанием долга могут запустить серию банкротств.

ТРАДИЦИОННЫЕ МЕТОДЫ

В настоящее время мировые центральные банки применяют ставшие уже традиционными методы поддержки экономик:

- **предоставление ликвидности** путем операций РЕПО, овернайт или используя другие формы;
- **снижение ставок** — для уменьшения стоимости краткосрочных заимствований;
- **покупка на баланс ЦБ долговых активов разной дюрации** в целях регулирования всей кривой процентных ставок — для уменьшения стоимости средне- и долгосрочных заимствований.

Среди уже старых, но еще не ставших традиционными для большинства центральных банков методов предоставления ликвидности — покупка недолговых активов (Банк Японии покупает паи фондов акций и фондов недвижимости), а также выдача целевых долгосрочных кредитов банкам (ЕЦБ).

В то же время, несмотря на столь существенные меры поддержки, регуляторам не удается добиться роста ощутимых темпов кредитования экономики, которые остаются слабыми. Так, темпы роста кредитования в ЕС, США и Японии находятся на уровне 2–4% г/г. Слабая динамика кредитования обусловлена планомерным ужесточением регулирования финансового сектора — в целях контроля рисков. Примером ужесточения регулирования является последовательная работа над стандартами банковского регулирования Базель III и Базель IV.

Предыдущий опыт показывает, что монетарными действиями удается либо сгладить глубину и последствия кризиса, либо отложить кризис во времени. Последнее время все больше и больше экономистов сходятся во мнении, что из-за действий монетарных властей циклы стали длиннее, а отсутствие кризисов в классические сроки 4–12–20 лет не является гарантией того, что их не будет вовсе. Структурные проблемы в экономике монетарными методами не решаются, а традиционный рост долговой нагрузки на замедляющемся рынке создает потенциальные проблемы будущим поколениям.