# Семь лет монетарных качелей: куда движется глобальная экономика

**Антон ТАБАХ,**
управляющий директор
по макроэкономическому
анализу
и прогнозированию,
«Эксперт РА»

**Анастасия ПОДРУГИНА,**
доцент факультета
мировой экономики
и мировой политики,
НИУ «ВШЭ»

Период с начала 2020 года стал для мировой экономики беспрецедентным: за неполные шесть лет мировые монетарные регуляторы прошли путь от экстренного сверхмягкого стимулирования в ответ на пандемию к самому быстрому с конца 1970-х годов циклу ужесточения денежно-кредитной политики (ДКП), а затем — к этапу осторожного смягчения на фоне дезинфляции. Колебания политики с учетом разной динамики в США, еврозоне и Китае существенно сказались на динамике мировой экономики.

Низкие ставки и избыточная ликвидность создали условия для бума инвестиций в технологический сектор, рекордных IPO и пиковой капитализации фондовых рынков

## ПАНДЕМИЯ: ТУШЕНИЕ ЛИКВИДНОСТЬЮ

Ответ ведущих центробанков на пандемический шок весной 2020 года был синхронным и беспрецедентно быстрым. ФРС США за март 2020 года обнулила ставку по федеральным фондам с 1.75 % и развернула масштабную программу количественного смягчения (QE), скупая казначейские и ипотечные облигации и впервые в истории корпоративный долг. ЕЦБ удерживал депозитную ставку на отрицательном уровне –0.5 % и запустил программу выкупа активов (PEPP) объемом 1.85 трлн евро. Банк Англии понизил ставку до 0.1 %, Банк Японии расширил выкуп ETF и государственных облигаций. Центральные банки Бразилии, Индии, ЮАР, Турции также резко снизили ставки. Банк России опустил ключевую ставку с 6.25 % до исторического минимума 4.25 % к июлю 2020 года параллельно с запуском специальной программы выпуска ОФЗ.

Стимулы поддержали глобальный спрос: мировой ВВП в 2021 году вырос на 6.3 % после спада 3.1 % в 2020 году, хотя часть роста можно отнести на эффект высокой базы. Низкие ставки и избыточная ликвидность создали условия для бума инвестиций в технологический сектор, рекордных IPO и пиковой капитализации фондовых рынков. Корпоративные заимствования резко подешевели: средняя доходность облигаций инвестиционного качества опускалась ниже 2 %, крупные компании смогли удлинить и удешевить свой долг. Одновременно были заложены и предпосылки будущей инфляционной волны: разрыв спроса и предложения,

нарушение цепочек поставок, рекордные госрасходы. Уже к концу 2021 года инфляция в США достигла многолетних максимумов.

### 2022–2024 ГОДЫ: ЗАКРУЧИВАНИЕ КРАНОВ

После осознания, что пандемия уходит, центральные банки агрессивно отреагировали на возврат высокой инфляции. С марта 2022 года по июль 2023 года ФРС подняла верхнюю границу ставки с 0.25 до 5.50 %. ЕЦБ, начав цикл в июле 2022 года, довел депозитную ставку до 4.0 % к сентябрю 2023 года. Параллельно ФРС и ЕЦБ перешли к количественному ужесточению (QT): баланс ФРС сократился с пикового значения около $8.9 трлн в 2022 году до $6.6 трлн к началу 2026 года.

Денежно-кредитные условия для бизнеса и граждан резко ужесточились. Реальные процентные ставки в развитых экономиках достигли максимумов за 15 лет, стоимость обслуживания долга вырос на 1.5–3.0 п. п. Ипотечные ставки в США превысили 7.5 % (35-летний максимум), что привело к падению объемов выдачи на треть.

Банковский мини-кризис марта 2023 года обнажил риски быстрого роста ставок: рыночные потери по бумагам, удерживаемым до погашения (held-to-maturity) в банковской системе США, достигли $620 млрд.

Жесткая ДКП заметно охладила инвестиционную активность в развитых экономиках. Особенно пострадали капиталоемкие секторы: коммерческая недвижимость в США потеряла 16 % от пиковой капитализации. Корпоративные инвестиции сместились в сторону секторов, имеющих право на казенные субсидии и льготы, что частично компенсировало негативный эффект ставок. Усиление регулирования также добавило разделения по нерыночным принципам.

В развивающихся экономиках МВФ зафиксировал двойственную динамику. Страны с высоким долгом и слабыми экономическими показателями столкнулись с оттоком капитала и ростом стоимости заимствований (Аргентина, Турция, Египет, Гана). Страны с дисциплинированной макроэкономической политикой, не заливавшие рынки ликвидностью в пандемию (Индия, Индонезия, Бразилия), сохранили доступ к рынкам и темпы роста инвестиций 5–7 % в год.

Замедление кредитования стало одним из ключевых каналов трансмиссии ДКП. Темпы прироста кредита частному нефинансовому сектору в еврозоне снизились с 6.4 % в 2022 году до отрицательных значений (–0.3 %) к III кварталу 2023 года — впервые с 2014 года. В США корпоративный кредит банков замедлился с 13 % (середина 2022 года) до близких к нулю темпов в 2023 году. Параллельно вырос рынок private credit, заместивший часть банковского кредитования в США: его объем превысил $1.7 трлн в 2024 году, превратившись в самостоятельный источник рисков к настоящему моменту.

### 2024–2026 ГОДЫ: КРАТКОЕ РАЗВЯЗЫВАНИЕ СМИРИТЕЛЬНОЙ РУБАШКИ

По мере снижения инфляции в направлении целевых уровней регуляторы перешли к снижению ставок. ФРС снизила ставку трижды во второй половине 2024 года и еще дважды в 2025 году, опустив диапазон до 3.50 % к началу 2026 года. Однако в 2026 году цикл смягчения был приостановлен: эскалация конфликта на Ближнем Востоке вызвала рост нефтяных цен и повторное усиление инфляционных рисков. ФРС удерживает ставку на двух подряд заседаниях, ожидая лишь одно снижение в течение 2026 года. Базовая инфляция остается выше целевых 2 % уже пять лет, совсем исключать повышение ставки к концу 2026-го нельзя. Смена руководства ФРС на более лояльное к администрации США может само по себе стать фактором риска. Инвестиционная активность в реальном секторе подавлена, предприятия откладывают капитальные расходы до появления определенности с траекторией ставок.

Ситуация в еврозоне несколько иная. ЕЦБ начал цикл смягчения в июне 2024 года и провел восемь снижений до июня 2025 года, доведя депозитную ставку до 2.0 %. Европейский центральный банк тоже сохраняет ставки без изменений. Повышение ставки возможно уже летом, если инфляционное давление не ослабеет.

Китай проводит иную ДКП в силу другой природы проблем китайской экономики: мировая инфляционная волна не проникла внутрь, основной риск — это дефляция, вызванная кризисом на рынке недвижимости, своего рода ремейк «потерянных десятилетий» Японии 1990-х и нулевых. Поэтому ставки и без того невысокие на входе менялись на меньшие. Внутреннее потребление остается слабым, отток капитала также не улучшает ситуацию.

> Эффект мягкой ДКП на инфляцию проявился через полтора года, а эффект жесткой — на инвестиции — через 9–12 месяцев

### МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА НА ГРАНИ

Анализ семилетнего монетарного цикла позволяет прийти к нескольким выводам.

Во-первых, лаги политики оказались длиннее, чем предполагали стандартные модели. Эффект мягкой ДКП на инфляцию проявился через полтора года, а эффект жесткой — на инвестиции через 9–12 месяцев.

Во-вторых, синхронность действий крупнейших центробанков уменьшила, но не устранила возможность «финансовых аварий» — мини-кризис 2023 года показал, что резкое повышение ставок почти неизбежно обнаруживает скрытые уязвимости в банковской системе, а современные технологии их усугубляют. То, что стресс был погашен практически мгновенно, показывает выросшие ресурсы регуляторов.

В-третьих, геополитические шоки (военный конфликт в Европе, взаимные санкции и торговые войны, фрагментация цепочек поставок) модифицировали стандартную трансмиссию: канал обменного курса работает иначе, а импортозамещение становится самостоятельным фактором инвестиционного спроса.

На момент написания статьи мировая экономика находится в точке хрупкого монетарного равновесия — высоких рисков и рецессии — и новой инфляционной волны. Главный глобальный финансовый риск — повторное ускорение инфляции из-за сырьевых шоков. Это вынудит центробанки вновь пойти на ужесточение ДКП. В случае успеха его ценой будут низкий рост и дальнейшая сегментация мировых рынков, в случае провала нас ждет стагфляция. Выбор не из приятных.