Десять лет борьбы с кризисом в США и КНР

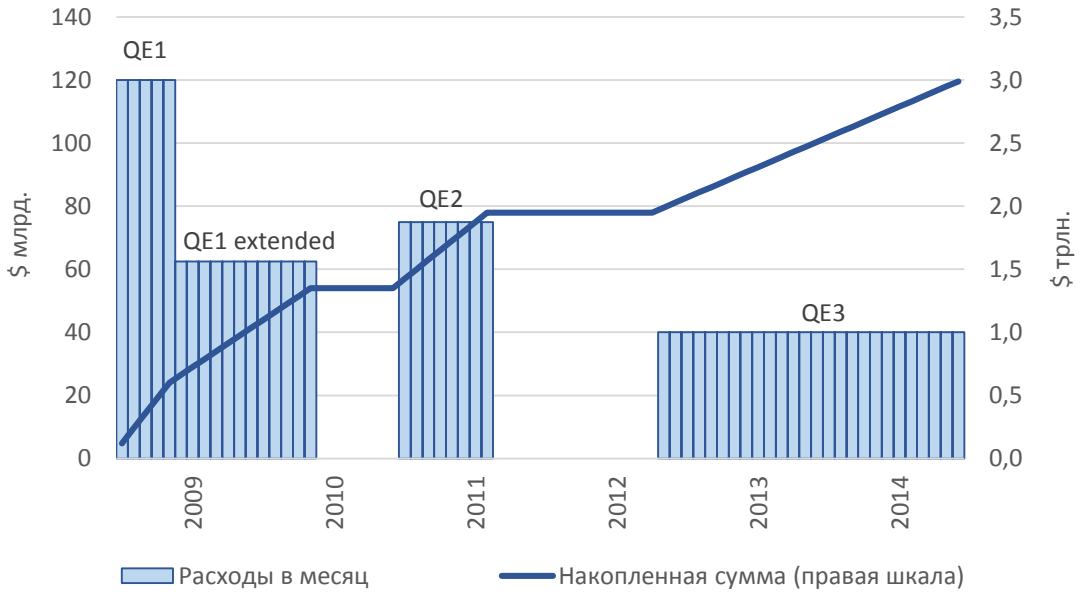
Кризис 2008 г. сильно повлиял на финансовые системы многих стран. Многие дисбалансы, накопленные из-за мер по борьбе с кризисом, не устранены до сих пор, даже спустя десятилетие после его начала. Наиболее ярко эти дисбалансы проявились в двух крупнейших экономик мира – США и Китае.

Количественное смягчение в США

США, как и многие другие западные страны, для борьбы с кризисом воспользовались т.н. нетрадиционными мерами монетарной политики, в частности программой Количественного смягчения (Quantitative easing, QE). К нетрадиционным мерам приходится прибегать, когда ключевая ставка достигает минимального уровня и её дальнейшее снижение сопряжено со значительными трудностями.

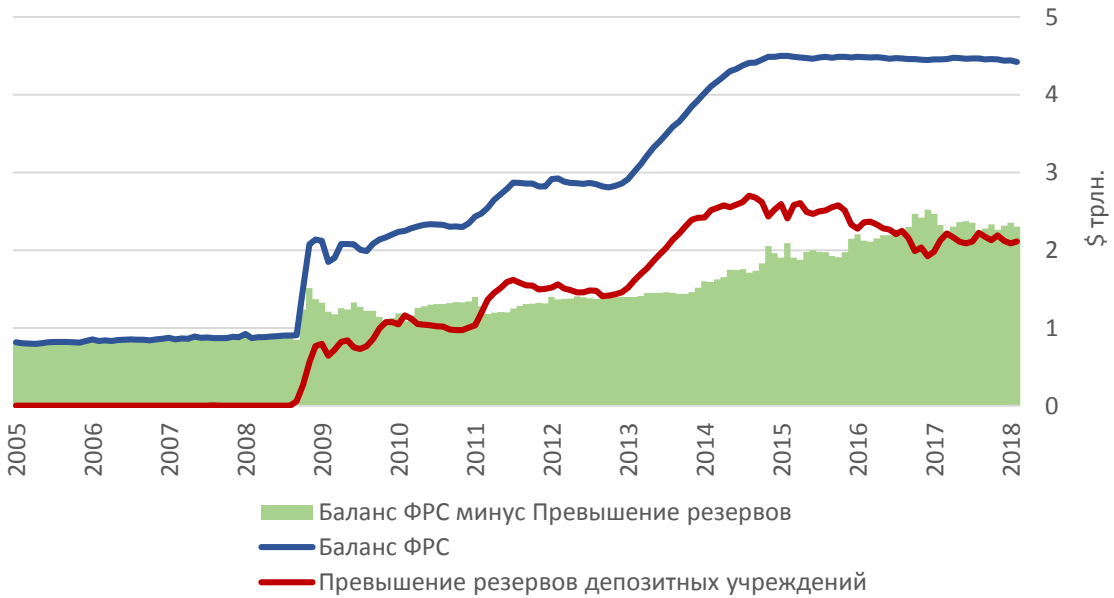
Начавшись в ноябре 2008 г., почти сразу же после начала острой фазы финансового кризиса, QE в США несколько раз продлевалась, пока не завершилась в октябре 2014 г. QE состояла из пяти волн (первая, первая расширенная, вторая, операция “Твист” и третья). Операция “Твист” состояла в покупке ФРС долгосрочных бумаг и одновременной продаже краткосрочных на одинаковые суммы, поэтому на денежную массу почти не оказала влияния.

Программа Количественного смягчения в США



Источник: ФРС США

Баланс ФРС, превышение резервов банков и их разница



Источник: ФРС США

Шестилетняя программа QE обошлась ФРС приблизительно в $3 трлн. Однако далеко не все эмитированные средства попали в реальную экономику. Избыточные резервы банков сильно выросли (фактически с нулевого уровня), поглотив большую часть эмиссии. Банки не видели привлекательных целей для кредитования, а на избыточные резервы начислялась ставка ФРС (IOER). Соответственно, все программы QE влили в экономику около $1,5 трлн., причём в первые посткризисные годы в экономику попало менее $500 млрд.

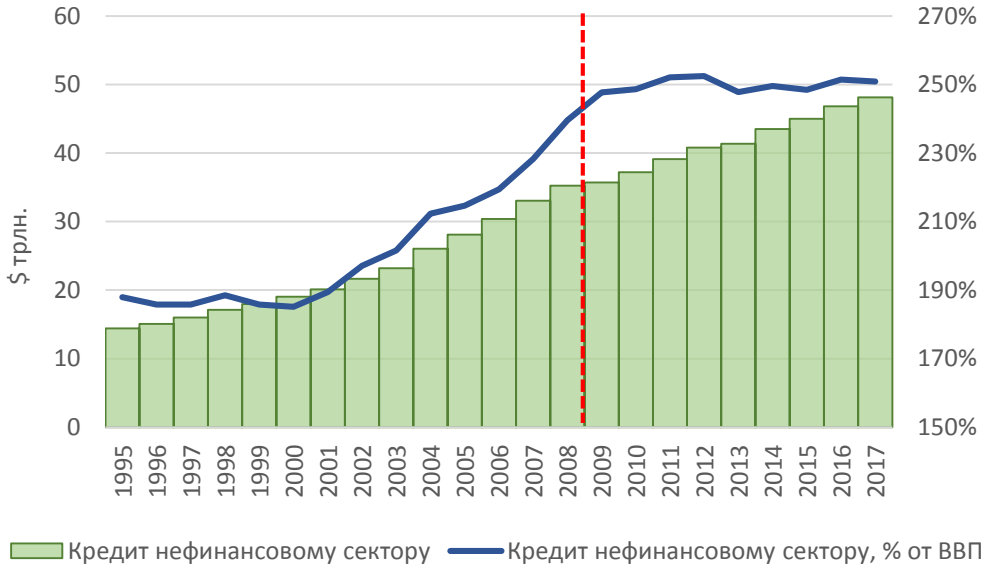
Но даже и эти средства далеко не все попали в реальный сектор. После смягчения монетарной политики ФРС на финансовых рынках начался долгосрочный рост, который отчасти и был вызван большим объёмом свободных средств у финансовых институтов. С начала 2009 г. фондовый индекс S&P 500 вырос к настоящему времени более чем в три с половиной раза. А кредит нефинансовому сектору[1] хотя и вырос в абсолютном выражении, но так и остался на уровне около 250% от ВВП.

Динамика фондового индекса США S&P 500 после кризиса 2008 г.



Источник: Standart & Poors

Кредит нефинансовому сектору, США



Источник: Банк международных расчётов (BIS)

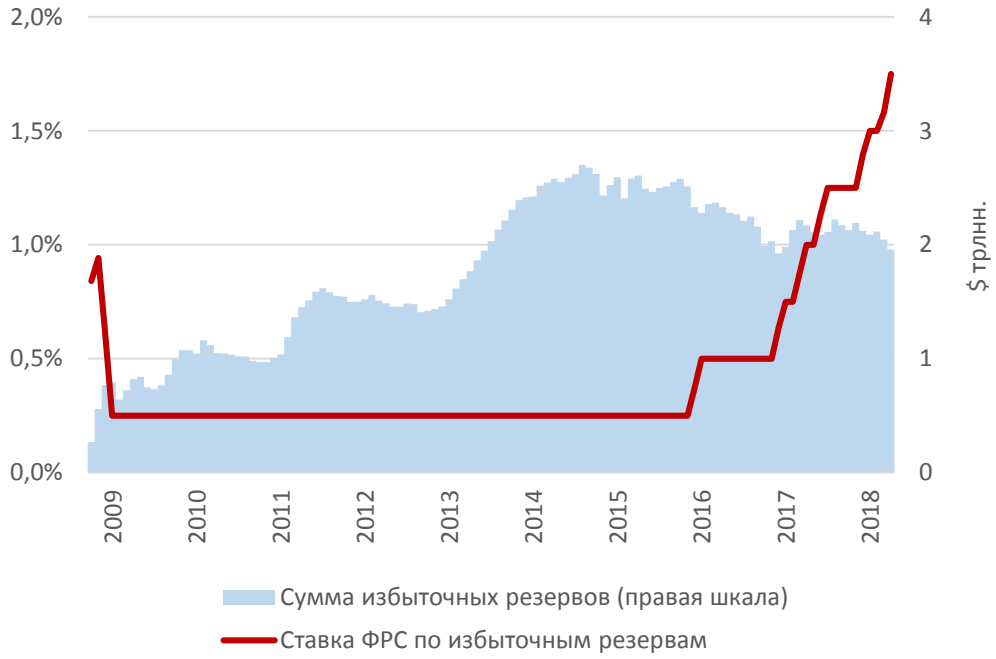
[1] *Здесь и далее – кредит нефинансовому сектору включает в себя как банковские кредиты, так и корпоративные облигации.*

Проблема разморозки резервов

Таким образом, несмотря на огромные суммы Количественного смягчения большая часть денег осталась в избыточных резервах банков и не попала в экономику. На них начисляется ставка, привязанная к ключевой ставке ФРС. Банки накапливали избыточные резервы даже когда ставка была на минимуме. С началом улучшения экономической ситуации в США банки стали постепенно сокращать резервы, но подъём ставки ФРС прекратил эту тенденцию, и с конца 2016 г. по настоящий момент объём резервов практически не изменился.

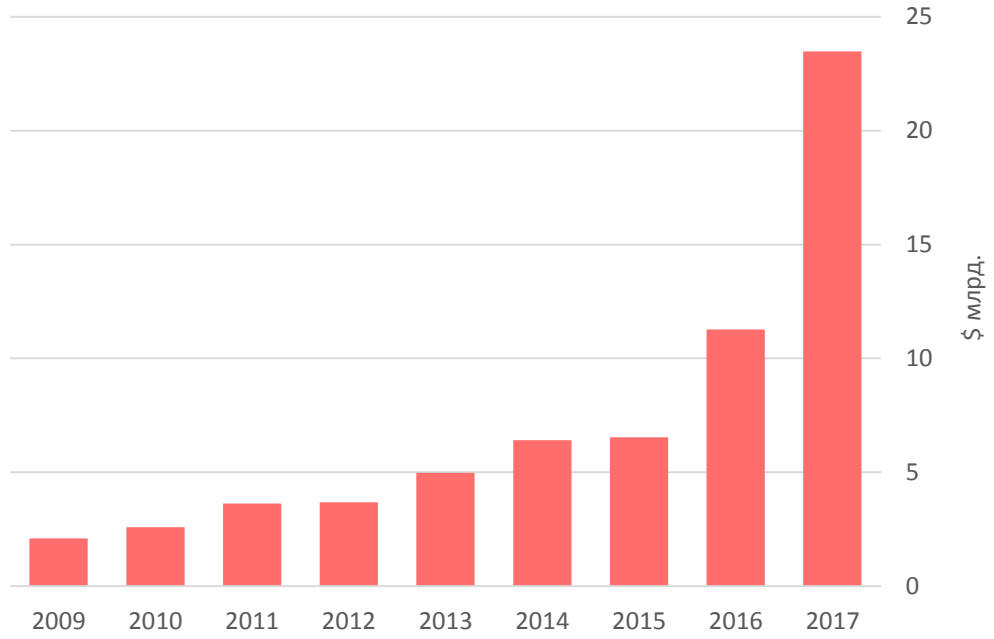
В настоящее время ФРС находится в достаточно непростом положении. С одной стороны, перевод банками избыточных резервов в экономику грозит резким увеличением денежной массы, которая может вызвать высокую инфляцию. ФРС может воспрепятствовать этому поднимая ставку, но в таком случае сильно растут расходы на обслуживание избыточных резервов (в 2017 они превысили $27 млрд.).

Динамика фондового индекса США S&P 500 после кризиса 2008 г.



Источник: ФРС США

Расходы ФРС на выплату процентов по избыточным резервам



Источник: ФРС США

Фактически в США повторился японский сценарий начала 2000-х. Тогда Япония впервые в мире применила Количественное смягчение для борьбы с дефляцией и стагнацией экономики, выкупив большой объём облигаций и резко увеличив денежную базу. Однако это не привело к аналогичному росту банковского кредитования и, соответственно, денежной массы. Банки предпочитали создавать дополнительные резервы, а не кредитовать реальный сектор.

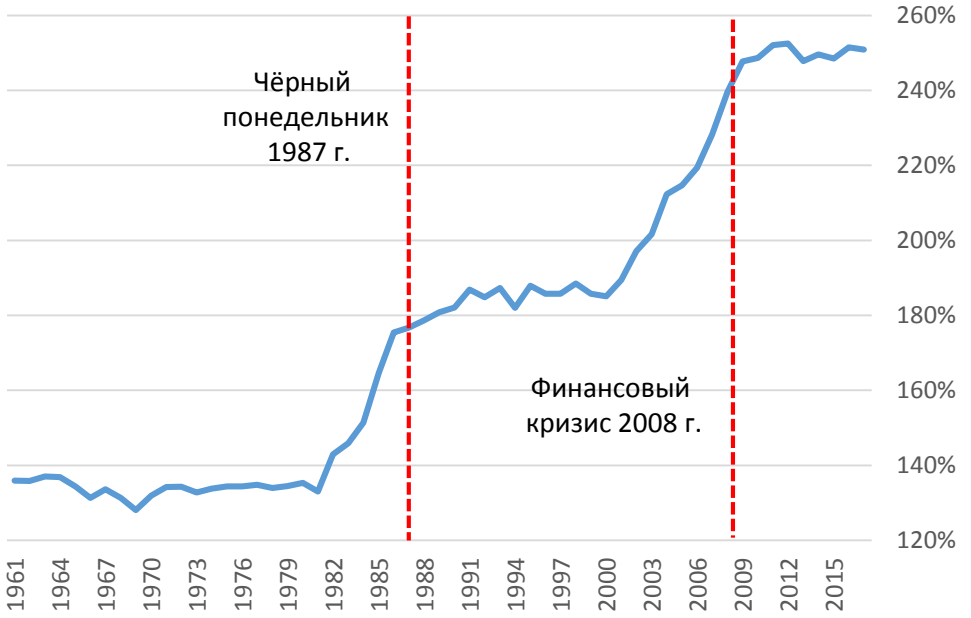
Таким образом, QE фактически не оказало значимого влияния на рост кредитования в США. Банки не стремились кредитовать бизнес внутри страны, предпочитая хранить деньги в ФРС, на финансовом рынке или инвестировать за границей. Отношение кредитов нефинансовому сектору по отношению к ВВП уже десять лет остаётся на одном уровне.

Помогло ли QE экономике США восстановится от финансового кризиса? Или восстановление экономики произошло из-за других причин? На это сложно дать однозначный ответ. Но можно сказать с уверенностью, что резкое раздутие баланса ФРС создало не имеющей аналогов в монетарной истории США дисбаланс между денежный базой и массой, разрешить который ФРС не может уже десять лет.

Если посмотреть на историческую динамику кредита нефинансовому сектору США в процентах от ВВП, то можно заметить два этапа, когда кредит сильно отрывался от ВВП, что неизбежно заканчивалось финансовым кризисом. В начале 80-х из-за активного развития финансовых инструментов показатель вырос с 135% до 175% от ВВП, что закончилось т.н. “Чёрным понедельником”, финансовым кризисом 1987 г. И сильный рост в начале 2000-х (также связанный с процессом секьюритизации), с 185% до 240%, завершённый кризисом 2008 г.

В Китае сейчас наблюдается похожая ситуация, с тем отличием, что ускорение роста объёма кредитов по сравнению с ВВП произошло уже после 2008 г.

Кредит нефинансовому сектору, % от ВВП, США



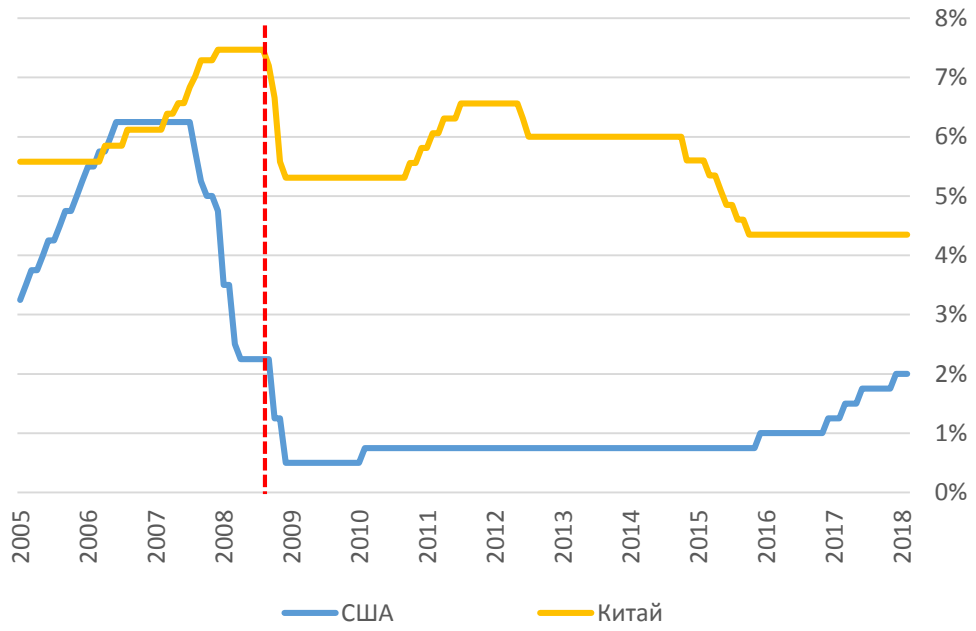
Источник: Банк международных расчётов (BIS)

Кредитное стимулирование в Китае

Китаю, в отличие от развитых стран, не пришлось прибегать к нетрадиционным методам монетарной политики. Ключевая ставка играет в Китае небольшую роль, монетарные власти влияют на политику банков с помощью других инструментов.

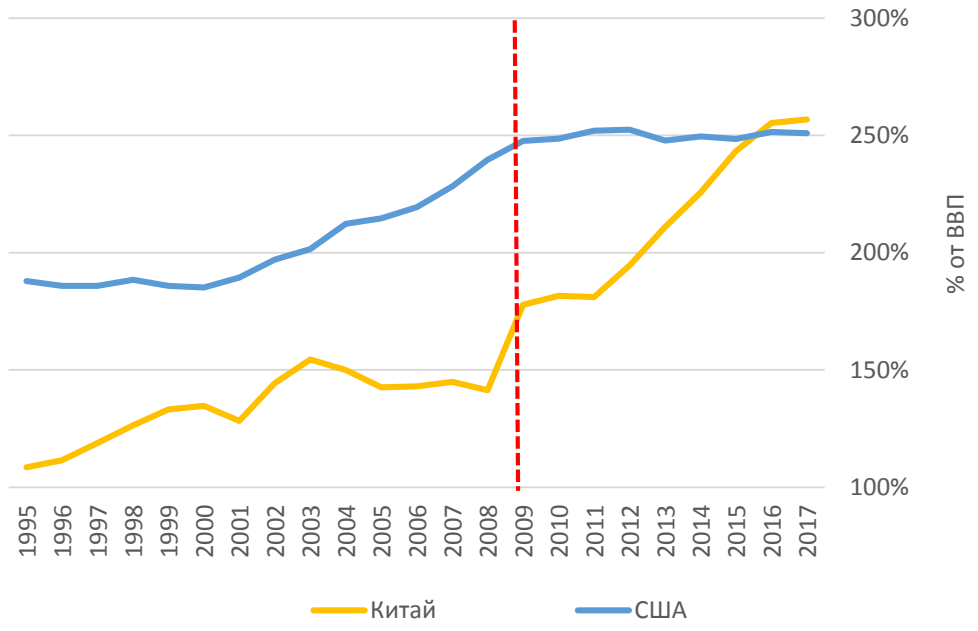
Кроме того, за счёт большого присутствия государства в экономике Китай смог напрямую стимулировать кредитование. Деньги не задерживались на счетах у банков, а сразу же направлялись в экономику. После 2008 г. объём кредитов нефинансовому сектору в Китае принялся резко расти, превысив в 2016 г. аналогичный показатель США.

Ключевые ставки ФРС США и Народного банка Китая



Источник: ФРС США, Народный банк Китая

Кредит нефинансовому сектору, % от ВВП

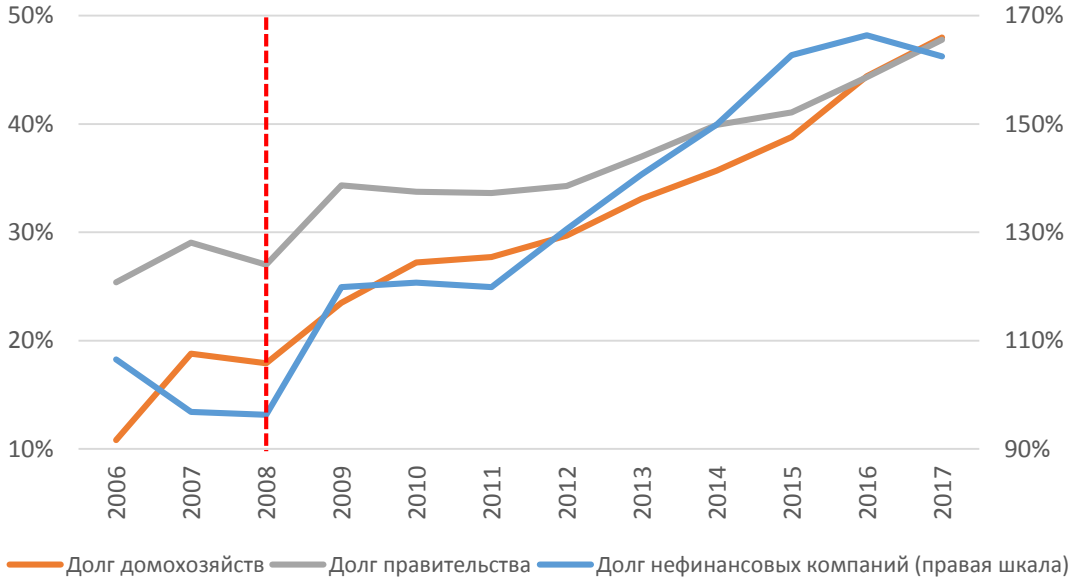


Источник: Банк международных расчётов (BIS)

Кредит нефинансовому сектору более-менее равномерно рос по всем трём основным компонентам – компаниям, правительству и домохозяйствам. Последний сегмент продемонстрировал наиболее впечатляющий рост в относительном выражении – с 20% до 50% от ВВП. Кризис 2008 г. стал для Китая хорошей возможностью перевести фокус своей экономики с экспорта на внутренний рынок. В частности это означало стимулирование потребительского кредитования.

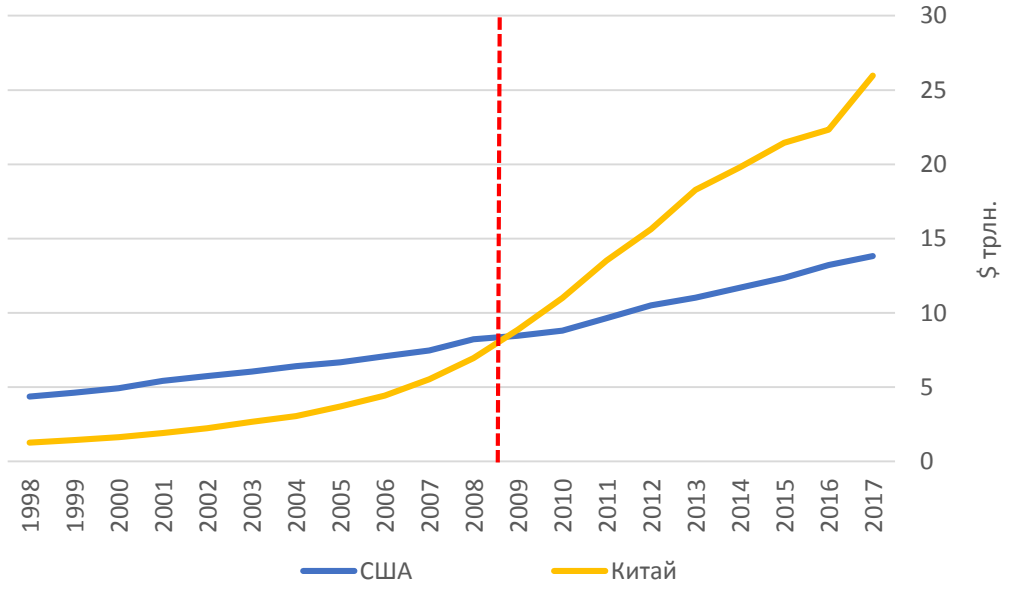
Как уже было показано в США антикризисные меры практически не привели к росту денежной массы. В Китае же за счёт того, что воздействие проходило напрямую через кредитный механизм, денежная масса чрезвычайно сильно раздулась. На 2017 г. она уже превосходила американскую почти вдвое. Отчасти такой рост объясняется особенностями финансовой системы КНР (где большая часть денежного потока проходит через банки), но даже с учётом этого объём денежной массы выглядит непропорционально огромным. Настолько сильное увеличение денежной массы оказывает влияние на всю экономику Китая, в частности на отток капитала и инфляцию.

Кредит нефинансовым компаниям, домохозяйствам и правительству, % от ВВП, КНР



Источник: Банк международных расчётов (BIS)

Абсолютный объём в долларах США денежной массы (M2) в США и КНР, на конец года



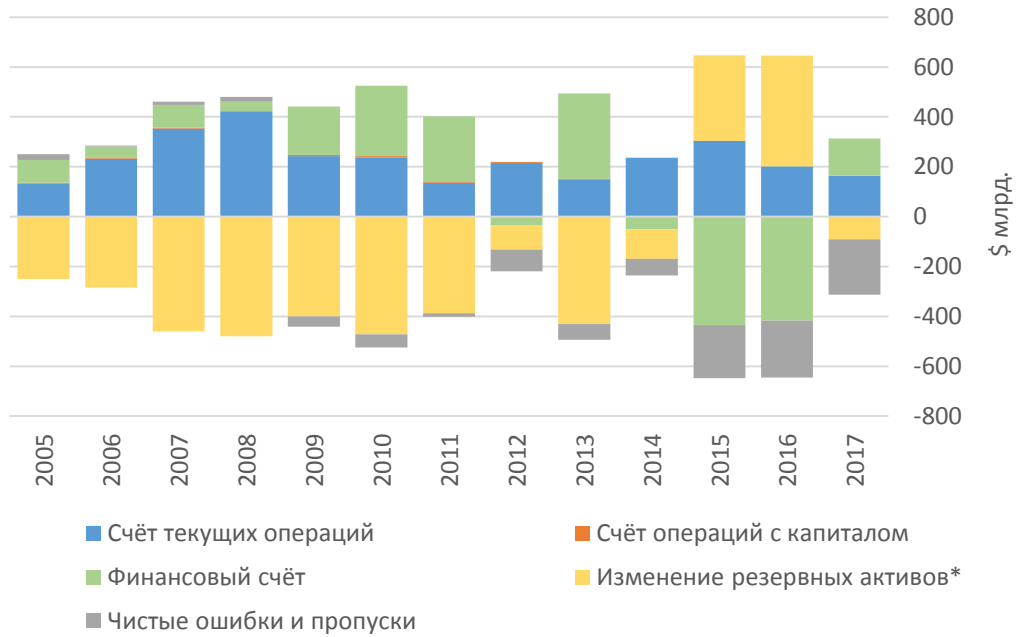
Источник: МВФ

Отток капитала наиболее сильно проявился в 2015-16 гг. Официальных данных по этому показателю нет, но можно оценить масштабы с помощью платёжного баланса – чистое отрицательное изменение финансового счёта за два года составило $850 млрд., к нему же можно приплюсовать и ставшей как раз с 2015 г. подозрительно большую статью “Чистые ошибки и пропуски” – свыше $200 млрд в год. Итого $1,3 млрд. за два года. Насколько резкие изменения в платёжном балансе Народный банк Китая был вынужден балансировать с помощью распродажи резервных активов – почти $800 млрд. за два года.

Отток капитала удалось остановить, по крайней мере официально – в 2017 г. финансовый счёт оказался положительным, $150 млрд. Правда чистые ошибки и пропуски остались на прежнем уровне – минус $220 млрд., что может означать, что отток капитала всё ещё остаётся, но в любом случае его масштабы уже не те.

Однако остановка оттока капитала произошла с помощью жёстких административных мер, что, конечно же, не лечит саму проблему.

Платёжный баланс, КНР

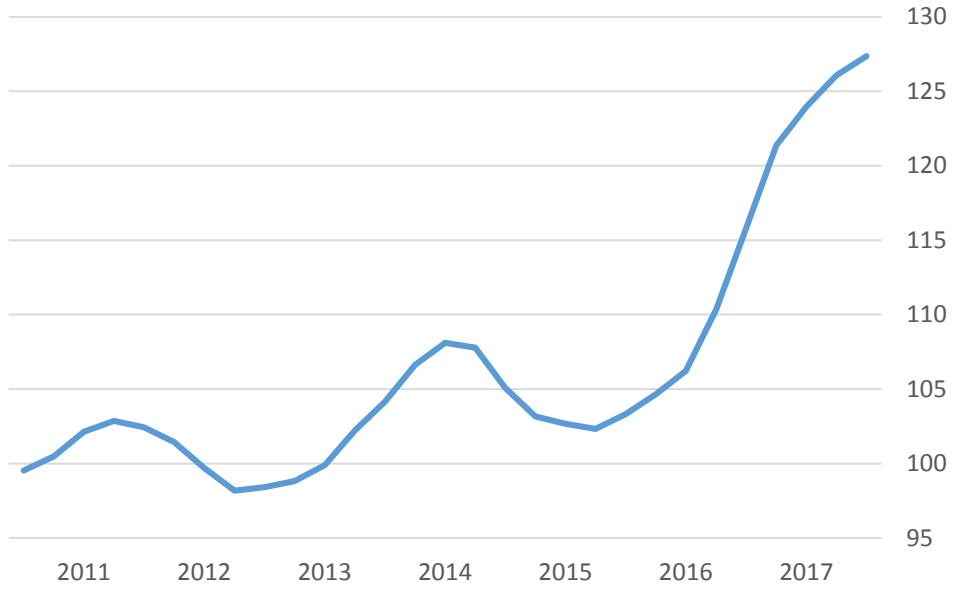


Источник: Народный банк Китая
** положительное значение резервных активов означает их уменьшение, и наоборот*

После закрытия путей для оттока капитал вновь принялись расти цены на недвижимость, которую китайцы стали рассматривать как один из наиболее перспективных активов для долгосрочного инвестирования. Власти предпринимают самые разнообразные меры по борьбе с ценами на недвижимость, вплоть до установки максимальной цены за квадратный метр. Пока остановить рост цен не удалось, но, скорее всего, власти КНР с ним справятся, имея насколько широкий арсенал административных мер.

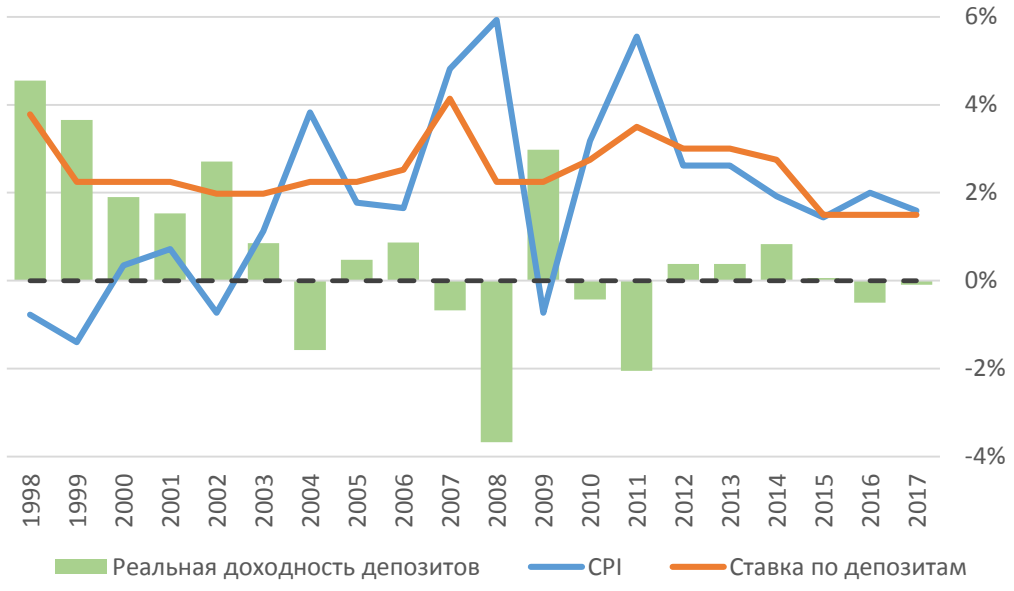
Ситуация усугубляется тем, что китайские власти удерживают ставки по депозитам недалеко от уровней инфляции, что заставляет китайцев искать альтернативные пути для вложения денег. Кроме того, низкие ставки по депозитам удешевляют стоимость банковского кредита.

Индекс цен на недвижимость, реальный, 2010 = 100, КНР



Источник: ОЭСР

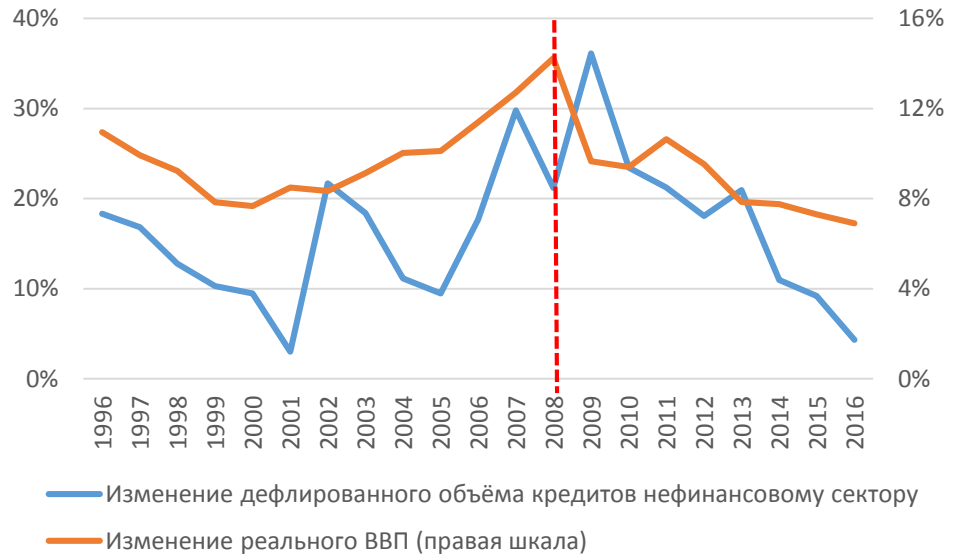
Ставка по депозитам, инфляция и их разница, КНР



Источник: МВФ, ОЭСР

Обильное кредитование как антикризисная мера, возможно, и принесло свои плоды – темпы роста ВВП Китая после 2008 оставались весьма высокими, хотя и снижались. Но вызванные им проблемы могут иметь серьёзные последствия для экономики Китая – огромная денежная масса уже создаёт сильные дисбалансы в экономике Китая. Правительство купирует последствия, но саму проблему пока вылечить не может.

Темпы изменения дефлированного объёма кредитов нефинансовому сектору и реального ВВП, КНР



Источник: МВФ, Банк международных расчётов (BIS)

В России после 2014 г. довольно популярно мнение, что разогнать экономику вполне возможно с помощью увеличения предложения дешёвых кредитов реальному сектору. Однако примеры США и КНР свидетельствуют о том, что попытки “накормить” экономику кредитами свыше её реальных потребностей создают дополнительные проблемы – деньги или не уходят в реальный сектор (как в США), или приводят к нерациональным инвестициям и прочим дисбалансам в экономике (как в Китае). Тем более, что в России нет настолько ёмкого внутреннего финансового рынка как в США, и настолько жёсткого госконтроля экономики как в Китае.

Дата публикации: 15.06.2018