

Делеверджинг или снижение долговой нагрузки – в поисках оптимистического сценария кредитования частного сектора?

Оксана ОСИПОВА (руководитель группы анализа стран СНГ Центра развития)

Москва, февраль 2011 г.

Введение

Масааки Ширакава (Masaaki Shirakawa)¹ проанализировал развитие сценария снижения долга и его последствия для экономики на базе сопоставления кризиса в Японии в конце 90-х и кризиса в США в 2008 г. Хотя это поверхностная – техническая – оценка кризисов, интерес представляет результат сопоставлений и анализ последствий, который может быть дополнен пониманием фундаментальной основы кризиса. К тому же характерной чертой японского сценария является продолжительный банковский кризис и его основная отличительная особенность – снижение рычага в банковской системе. Правда, при этом сохраняется рост государственного долга, т.е. такой сценарий не предполагает развитие бюджетного (долгового) кризиса, с которым уже столкнулась Европа.

Бюджетный (долговой) кризис в еврозоне, по сравнению с японским сценарием, может привести к другим последствиям. Эти эффекты могут остаться локальными или управляемыми, если такая угроза не распространится на не менее уязвимую в отношении долга и бюджета экономику США. Такой сценарий несет в себе значительный негативный эффект, который не только достаточно хорошо описан в литературе (как модель кризиса первого поколения – Аргентина), но и известен нам из собственного опыта – кризиса 1998 г. Скорее всего, данный сценарий как альтернатива японскому варианту не реализуется в США. Тогда возникает вопрос: что можно считать альтернативой японскому сценарию?

Если пессимистическая альтернатива – это постепенное перерастание текущего кризиса в новый, связанный с бюджетным и долговым кризисом, то оптимистической можно считать сценарий, когда при сложившихся обстоятельствах текущий кризис не перерастет ни в какой иной из описанных в теории кризисов, по крайней мере, в среднесрочной перспективе.

Типизация кризисов, вклад в которую был внесен в работах Камински², позволяет хотя бы понять последовательность событий. Такая последовательность (как до, так и в процессе проявления и последующей адаптации) заметно отличается в зависимости от «вирусного штамма»: кризисы проблем счета текущих операций платежного баланса; кризисы «пузырей» финансового рынка; кризисы государственного долга; кризисы фискального дефицита; кризисы неожиданной остановки; самопроизвольные кризисы. Значительная мутация кризисов (в различных вариациях раннего предупреждения) и особенно появление кризисов «заражения», когда изменения в финансовой среде возникают при относительно хорошей макроэкономической ситуации, еще раз подтверждают, что «прививки против вируса» кризиса не существует. Но в настоящее время вопрос состоит не столько в том, как предотвратить или предвидеть болезнь, сколько в характере и сроках ее течения, а также результатах и последствиях, которые могут трактоваться как выздоровление. Собственно на результатах и последствиях для финансовой сферы кризиса как такового и хочется сделать основной акцент.

¹ Masaaki Shirakawa, «Deleveraging and growth – is the developed world following Japan's long and winding road?», Lecture, Governor of the Bank of Japan, at the London School of Economics and Political Science, co-hosted by the Asia Research Centre and STICERD, London School of Economics, London, January 10, 2011.

² Graciela L. Kaminsky, «Currency Crises: Are They All the Same?», November 2005.

Кроме этого, следует отметить, что подход, исследования поведения макроэкономических индикаторов достаточно активно используются в последнее время. Хотя такой анализ и не претендует на анализ системных изменений, представляя собой некую разновидность «технического» или, лучше сказать, эмпирического подхода к анализу экономических изменений, лишённую глубинного фундаментального причинно-следственного анализа. Такой подход привлекает к себе определенную и заслуженную долю критики со стороны академического сообщества, но получает вполне адекватную поддержку со стороны действующих экономистов, которым как раз привычны попытки понять и интерпретировать большой набор данных без анализа сущности явления. В силу высокой скорости происходящих событий, сменяющих друг друга, трудно акцентировать внимание и ресурсы на решении фундаментальных задач. Такие изменения в экономике, которые меняют стандартную интерпретацию динамики макропоказателей, происходят не часто, и для анализа среднесрочных тенденций ими вполне можно пренебречь.

Однако ощущение того, что последний кризис является свидетельством не просто флуктуаций деловой активности, а неким фундаментальным событием, которое будет влиять на экономические изменения в долгосрочной перспективе, все же присутствует. Причины этого кризиса и его фундаментальные предпосылки формировались длительное время – в течение последних полутора веков – и стали особенно заметными в начале нового века. В частности, таким фундаментальным изменением последних столетий, которое нельзя игнорировать и которое играет существенную роль, является глобализация мировой экономики. Глобализация экономики не просто влияет на развитые страны с точки зрения экономического роста, который все больше зависит от динамики ВВП развивающихся стран (прежде всего Китая). Эти процессы влияют и на все остальные параметры, в частности, на денежную политику, эффективность которой теперь определяется инфляцией не только в своей стране, но и за ее пределами – в странах, которые являются поставщиками базовых товаров – сырьевых и потребительских. Денежная политика в этих условиях должна быть ориентированной на возможность стимулирования роста в других странах.³

Процесс глобализации отделяет и традиционный тривиальный пессимистический сценарий адаптации развитых стран к высокой долговой нагрузке и процессов «снижения рычага» (deleveraging) от оптимистического сценария развития событий. Предпосылки для этого сценария в целом присутствуют в развитых странах. Среди них следующие факторы:

- влияние наднациональных компаний на мировых рынках и их участие в производстве доходов,
- влияние миграционных потоков на рост внутреннего спроса (адаптация к демографическому спаду),
- сохранение за деньгами развитых стран функций капитала – в части доступа к инновациям и технологиям,
- предпосылки для развития рынков услуг.

Все это дополняет возможное экспансионистское развитие в Северной Африке, предпосылки для которого были созданы в последнее время.

³ Masaaki Shirakawa, там же.

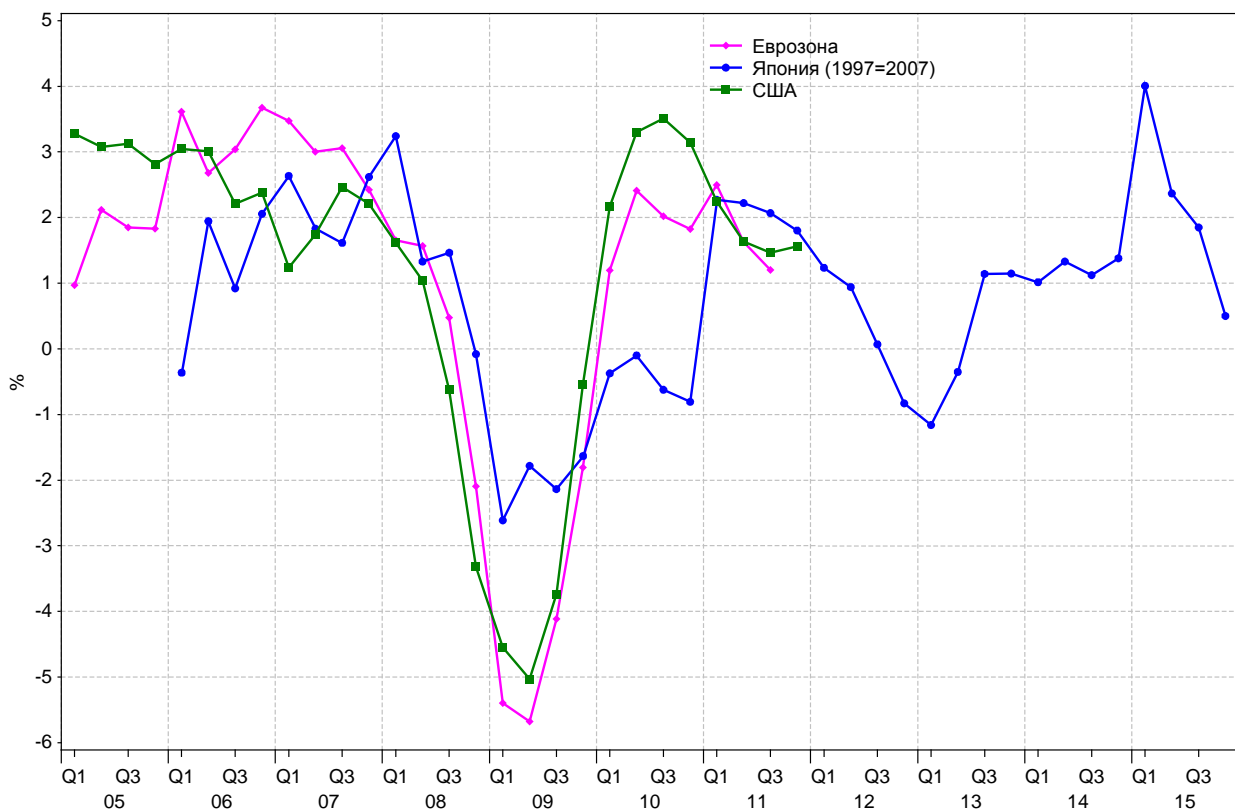
Снижение рычага (deleveraging) по японскому сценарию

Данный сценарий достаточно адекватно оценен в упомянутой выше работе. Поэтому хотелось уделить внимание только основным результатам, предложенным автором без дополнительной проработки вопроса. В связи с особым интересом к развитию финансовых рынков только обратим внимание на развитие ситуации на них (в части объемов кредитов и недвижимости – приводятся автором в статье), а также дополнить эти оценки соответствующими данными о динамике ставок – ключевого индикатора рынка облигаций, рынка товаров и фондового рынка.

Прежде всего, отметим *схожесть сценария* последнего кризиса в США и еврозоне с кризисом Японии в 90-е годы.

1. Динамика реального ВВП из исходной точки движется похожим образом. Исходная точка – реальный ВВП по пику соответственно: 1997 г. для Японии и 2007 г. США, еврозоны (см. Рисунок 1).

Рисунок 1. Динамика реального ВВП в США, еврозоне, Великобритании (пик – точка отсчета)



Примечание: реконструкция графика с продлением его до 2015 г.

Источник: Рейтер.

Хотя точка для сопоставления выбрана странным образом – по пику, а не по впадине, как это делается обычно, – такое сопоставление, тем не менее, имеет право на существование. К тому же именно в этом случае можно говорить о техническом сопоставлении двух кризисов, которое является основной для оценки японского сценария развития событий.

2. Совпадение мнений экономистов и политиков, которые старались не замечать первые симптомы кризиса. В Японии, когда цены на недвижимость стали снижаться, многие начали говорить о скором

их развороте. Даже продолжение снижения не изменило их позиций в отношении возможного замедления макроэкономических параметров.

В целом совпадение двух кризисов можно увязывать с тем, что основным симптомом, или болевой точкой, стали изменения на рынке недвижимости. Отсутствие быстрого выхода из кризиса также является чертой, присущей обоим кризисам.

3. Схожая политика реакции центральных банков на кризис. Банк Японии одобрил политику нулевых ставок, политику приверженности нулевым ставкам, выкуп рискованных активов, включая акции на балансах финансовых институтов.

4. Схожесть снижения реакции экономики на ослабление денежной политики в связи с проблемой высокого долга и необходимостью снижения уровня задолженности (снижения рычага – deleveraging). Если в докризисные времена при снижении ставок банки увеличивали кредитование малого и среднего бизнеса, а те в свою очередь увеличивали инвестиции и способствовали росту экономики, то после кризиса такой механизм денежной трансмиссии в экономике не работал.

Кроме схожести, кризисы имели и определенные *различия*, которые (коротко) выражались в следующем:

- Япония никогда не была эпицентром мирового кризиса, хотя он и привел к росту турбулентности в Азии и России.
- Различия в скорости развития кризиса и признании потерь. В Японии кризис затронул в основном банковские кредиты, которые не имели рыночной оценки, и осознание потерь от кризиса проявилось несколько позже.
- Уровень безработицы в Японии был ниже (5.4%) в связи с низкой адаптацией заработной платы. Люди сохраняли свои рабочие места, хотя это делало экономику неэффективной и в результате могло способствовать более медленному ее восстановлению.

Анализ возможных *вариантов выхода* из кризиса базируется на двух составляющих: долга, сформированного накануне (но это фактор, на который уже невозможно повлиять), а также потенциала экономического роста.

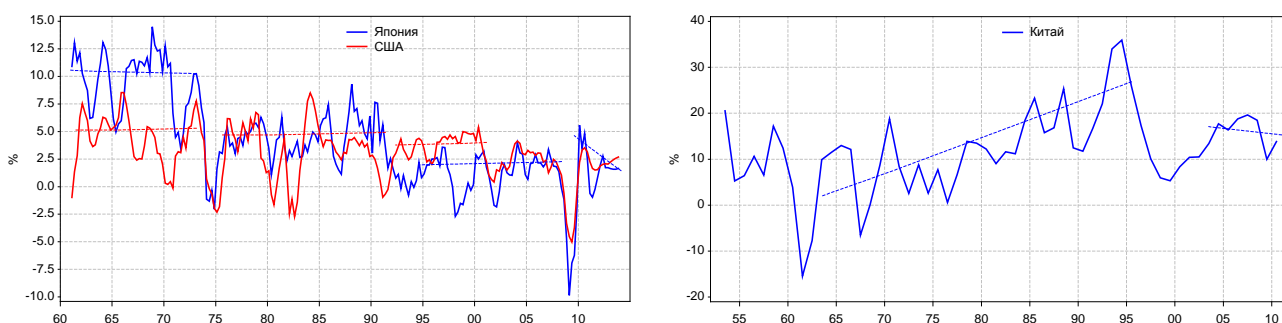
Фактор глобализации (риски и потенциалы)

Среда для выхода из кризиса и параметры мирового роста - основной фактор потенциальных угроз экономического роста. В частности, сегодня основная ставка делается на Китай, который имеет высокие темпы роста и в последнее время вытягивал экономики из кризиса.

На этот счет следует иметь в виду, что пример Японии демонстрировал постепенное снижение темпов роста экономики в течение последних тридцати лет до последнего кризиса (см. Рисунок 2). Это вполне может затронуть и Китай в долгосрочной перспективе (в частности, в процессе завершения цикла демографического роста к 2025 г.). Возможно, то, что наблюдается в ходе посткризисной динамики в экономике Китая, уже является проявлением этой тенденции. В этих условиях без появления новых локомотивов роста вряд ли можно ожидать сохранения хрупкой стабильности последнего времени.

Влияние других стран на возможности роста требует проведения глобальной денежной политики, которая позволила бы обеспечить дальнейшее проникновение низких процентных ставок в страны, которые могут способствовать развитию денежной трансмиссии. Целью такой политики должно стать обеспечение низкой глобальной инфляции и обеспечение роста.

Рисунок 2. Переход к снижению темпов роста в Китае



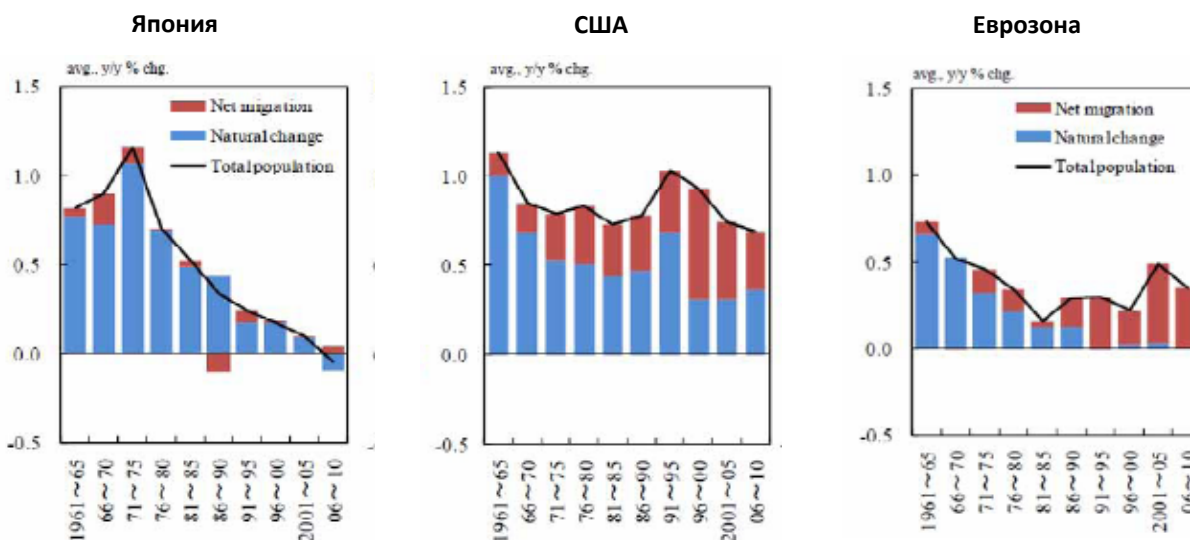
Примечание: реконструкция графиков с продлением истории и добавлением динамики в США, которая также демонстрирует постепенное замедление роста экономики.

Источник: Рейтер.

Фактор демографии

Внутренние причины замедления роста в развитых странах могут быть связаны с демографией. Поэтому если сравнивать рост подушевого дохода, то он был сопоставим с другими странами. Хотя в Европе и США значительную роль играет приток мигрантов, их вклад уменьшится, если продолжится стагнация и сохранится высокая безработица (см. Рисунок 3).

Рисунок 3. Динамика населения и ВВП



Примечание: копия графиков ⁴.

Источник: Мировой Банк.

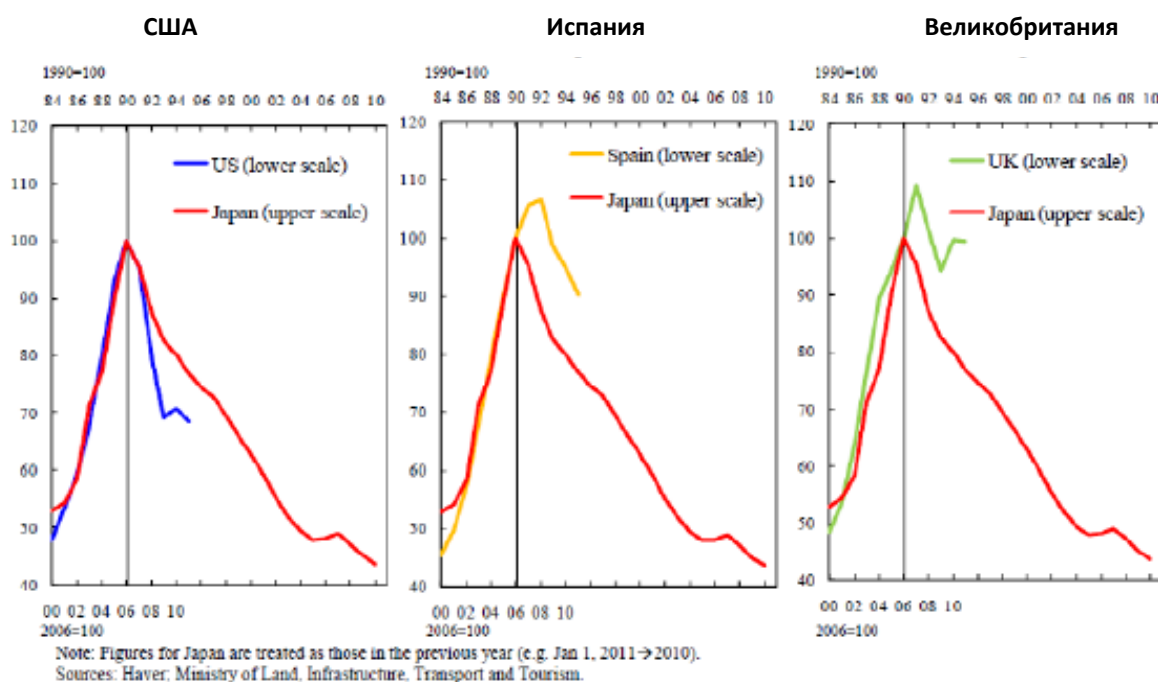
⁴ Masaaki Shirakawa, там же.

Вклад демографического фактора незначителен (в пределах 0.5–1 п.п.), но при малых и снижающихся темпах роста демография и приток мигрантов играет значимую роль. Следует учитывать, что потенциал миграции будет снижаться, поскольку многие развивающиеся страны подходят к демографической точке перелома, за которой не ожидается значительный естественный прирост населения.

Динамика финансовых показателей

Схожесть кризисов пока вполне работает на похожую динамику изменения финансовых показателей. Прежде всего, следует обратить внимание на показатели основного рынка, вызвавшего финансовый кризис, – рынка недвижимости. В случае развития японского сценария цены на рынке недвижимости не просто не восстановятся, но и продолжают падать в среднесрочной перспективе. При этом следует обратить внимание, что близость к японскому сценарию финансовых индикаторов не совпадает с реальными. Если по ВВП сопоставимость возникает при принятии за точку отсчета 1997 г., то для финансовых индикаторов за точку отсчета принимается пик на финансовых рынках, который значительно опережал кризис в Японии, – чего не было в США. Поэтому для финансовых рынков пики соответствовали точкам отсчета 1990 г. в Японии и 2006 г. в США.

Рисунок 4. Динамика долгосрочных процентных ставок



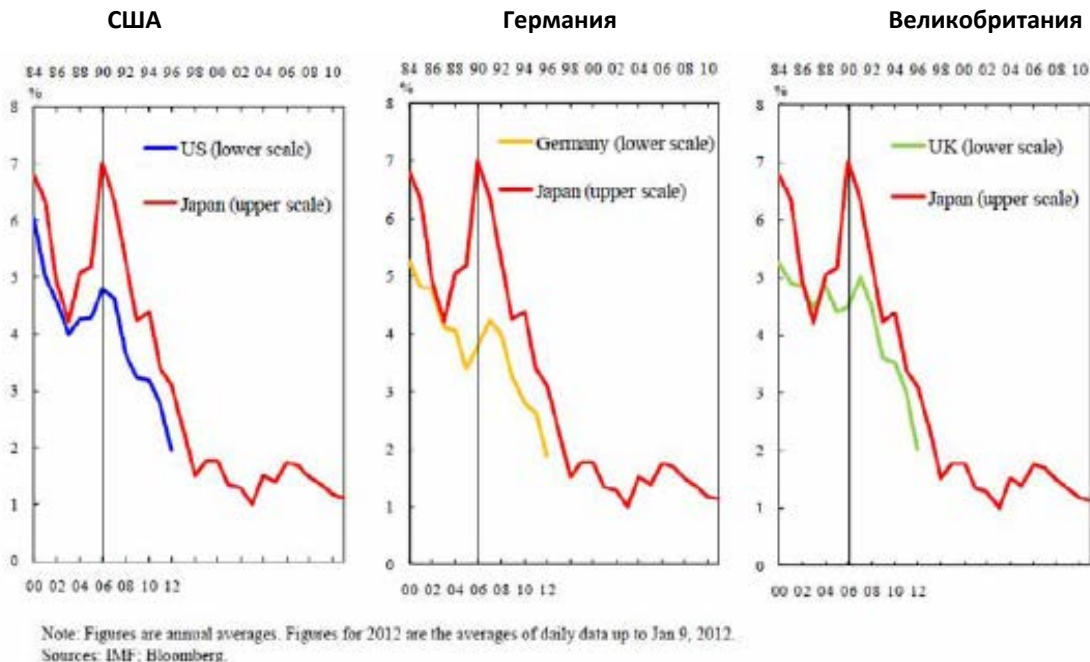
Примечание: копия графиков⁵.

Японский сценарий, как известно, характеризовался сохранением в долгосрочной перспективе низких процентных ставок. При этом, несмотря на кажущееся отсутствие потенциала снижения,

⁵ Masaaki Shirakawa, там же.

большинство основных стран не достигло еще минимума ставок, характерного для Японии после кризиса в конце 90-х годов (см. Рисунок 5).

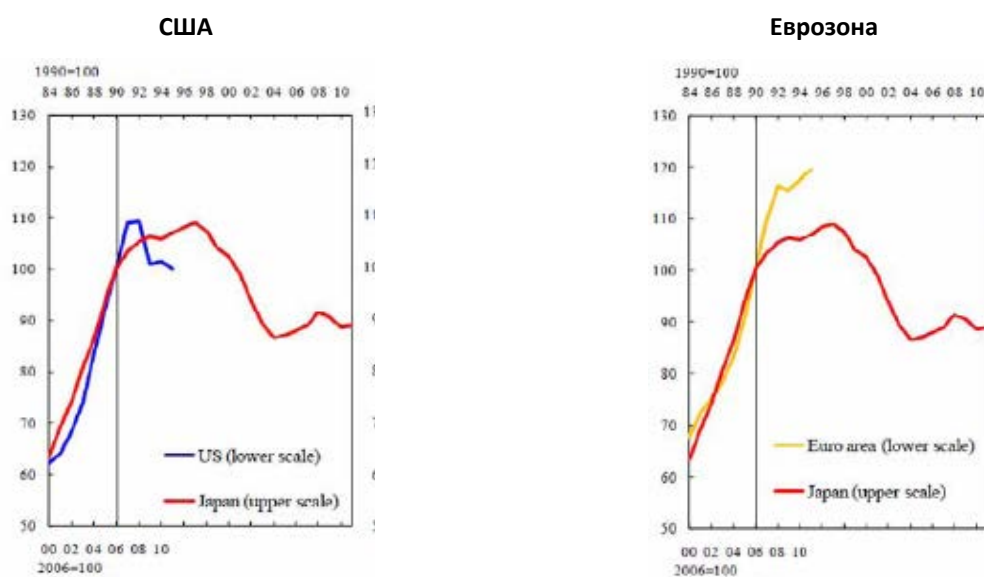
Рисунок 5. Динамика долгосрочных процентных ставок



Примечание: копия графиков⁶.

Динамика кредитования в ходе адаптации к кризису по-японски может также демонстрировать новый виток снижения после небольшого восстановительного роста (см. Рисунок 6).

Рисунок 6. Динамика кредитования

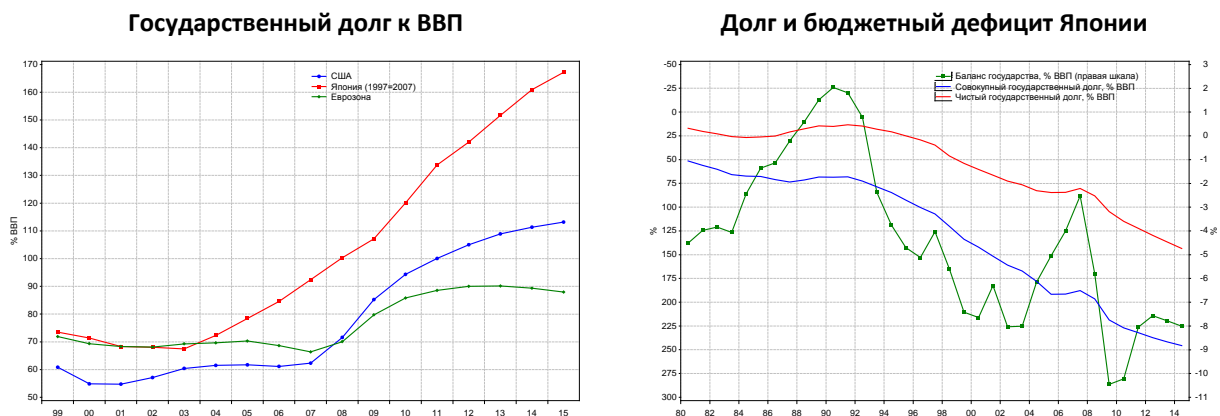


Примечание: копия графиков⁷.

⁶ Masaaki Shirakawa, там же.

По сути, это снижение кредитования частного сектора банками и касается снижения рычага по-японски. Относительно бюджетного долга терминология deleveraging не работала. Япония наращивала долг, начиная с 90-х годов, что было следствием бюджетного дефицита. О снижении рычага в отношении государства можно говорить только в период до 90-х, когда бюджет был профицитным. Похоже, что этого не ожидается и в отношении США и еврозоны. Во всяком случае, МВФ не прогнозирует значительного сокращения госдолга к ВВП в еврозоне и США, хотя и ожидает замедления его роста в противовес более активному росту госдолга Японии в период после кризиса конца 90-х (Рисунок 7).

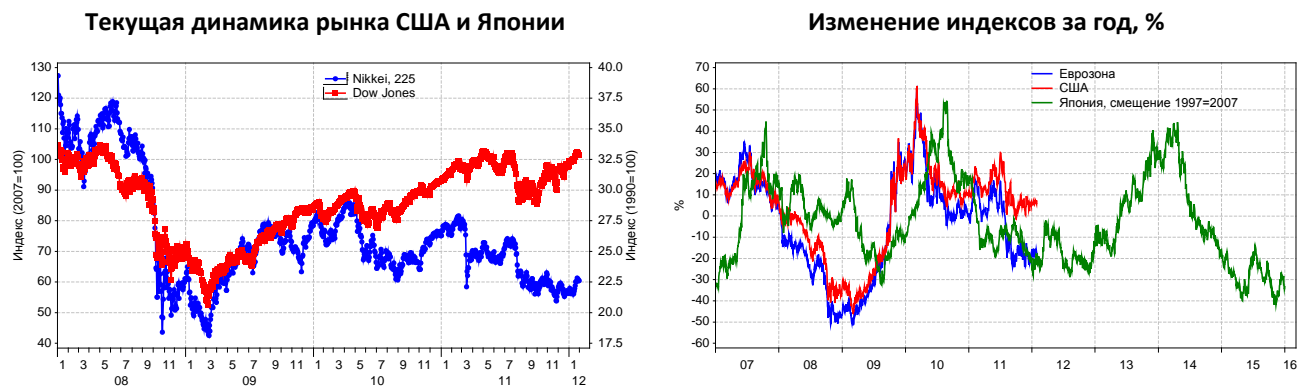
Рисунок 7. Динамика госдолга



Источник: МВФ, WEO.

Динамика фондовых рынков при наложении на японский сценарий как раз демонстрирует глобальный характер кризиса. От своих пиковых значений (1990 г. – Япония, начало 2007 г. – США, еврозона) фондовые рынки падали значительно сильнее в период последнего кризиса и это падение было более резким. Соответственно, отскок или коррекция рынка также был более быстрым. В целом динамика фондовых индикаторов демонстрирует достаточно большое совпадение со сценарием кризисной адаптации в Японии.

Рисунок 8. Динамика фондового рынка



Источник: Рейтер.

⁷ Masaaki Shirakawa, там же.

Особенно отличается в период адаптации динамика спроса на нефтепродукты, которая значительно отстает в развитых странах после кризиса 2008 г. по сравнению с японским сценарием. Эта динамика отличается и от спроса на газ, который линейно растет в ходе посткризисной адаптации, что соответствует периоду посткризисной адаптации Японии в ходе кризиса конца 90-х гг.

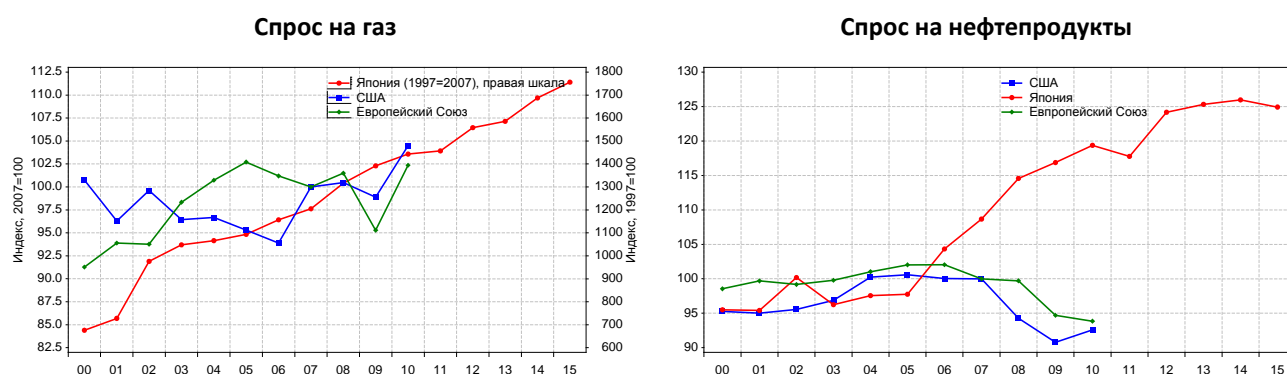
Динамика спроса на нефтепродукты более или менее адекватно сказывалась на динамике цен на нефть в период накануне кризиса и первые годы посткризисной адаптации. В ходе последнего кризиса колебания цен на нефть оказываются существенно больше: цены растут намного заметнее накануне кризиса (не отражая изменения спроса со стороны основных развитых стран), что приводит к их значительному падению в ходе кризиса по сравнению с менее значительными колебаниями нефтяных цен в период, когда с кризисом столкнулась экономика Японии.

В силу специфики продукта и отсутствия организованного рынка продажи динамика цен на газ на рынке США практически никак не отражает изменение спроса, которое происходит в развитых странах. Цены газа на рынке США определяются растущим уровнем предложения на американском рынке и низкой значимостью биржевых оборотов по сравнению с реальным потреблением газа (неадекватностью рынка).

В целом слабая динамика цен на энергоресурсы является одной из важных составляющих низкой инфляции. Рост экономики Китая пока не способен повлиять на изменение энергобалансов и усилит инфляционное давление на сырье. Преобладания в Китае потребления угля, запасы которого позволяют не выходить на внешний рынок, является дополнительным фактором сдерживания роста цен на энергоносители на мировых рынках.

В целом анализ сопоставления кризисов не позволяет адекватно оценить перспективы адаптации сырьевых цен.

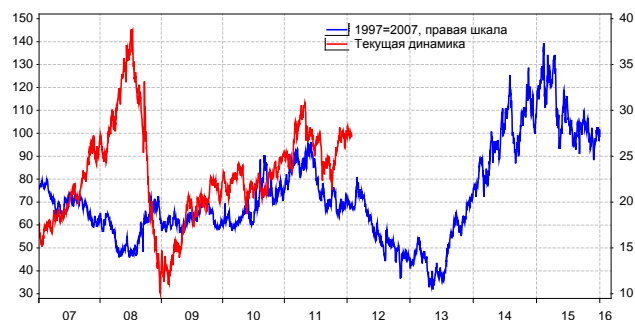
Рисунок 9. Динамика спроса на энергетические товары и цены



Цена на газ (NYMEX)



Цена на нефть (WTI), долл./баррель



Источник: Рейтер.

Что может быть альтернативой японскому сценарию?

Японский сценарий достаточно хорош как противопоставление сценариям апокалипсиса доллара, которые имели большое распространение в ходе острой фазы кризиса 2008 г. Этим сценариям не суждено было сбыться, что отчасти «похоронило» надежды скептиков не только на резкое ослабление доллара, но и на рост инфляции, который рассматривался как единственно возможный вариант обесценения долга США и других развитых стран. В этом смысле японский сценарий – низкой инфляции, управляемых низких ставок, не препятствующих росту сбережений – несет в себе некоторые черты оптимизма, но не является в полной мере оптимистическим. В основном это связано с длительным замедлением кредитования, снижением стоимости активов, включая недвижимость, и низкими темпами роста экономики. Все эти негативные составляющие, которые характерны для Японии, пока не в полной мере материализовались. Вопрос в данном случае состоит в том, а какой другой «оптимистический» сценарий может реализоваться и каковы будут его последствия?

Если взять за точку отсчета основную проблему развитых стран – долговую нагрузку, то этот оптимистический сценарий должен отвечать на вопрос о том, что будет с ней происходить. В японском варианте, как показано выше, долговая нагрузка на частный сектор снижалась, чего нельзя сказать про нагрузку на бюджет. Так что это не отвечает в полной мере на главный вопрос: как будет реализован процесс снижения рычага и какова будет динамика долговой нагрузки по основным секторам экономики – государственному и частному.

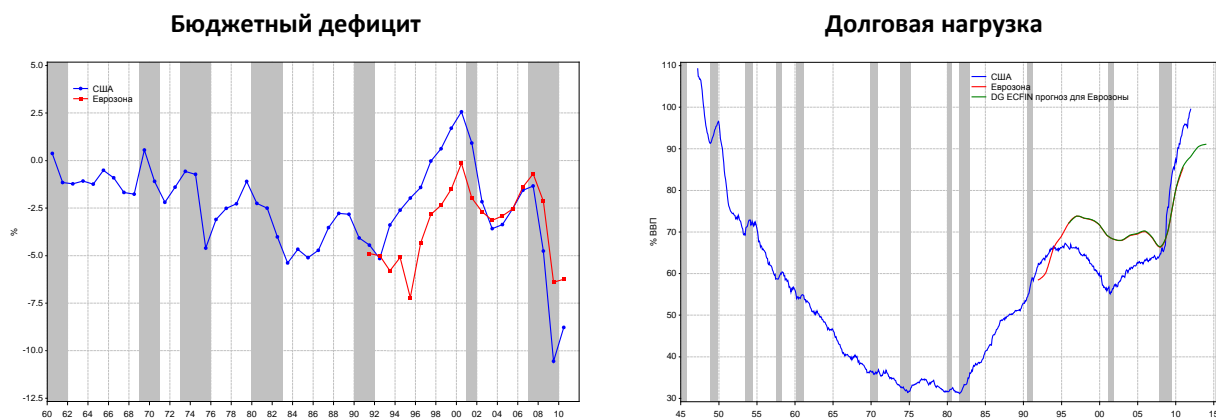
Долговой кризис в еврозоне, при сравнении базовых индикаторов с США, выглядит довольно необычно. Бюджетный дефицит и долговая нагрузка в экономике США существенно больше, чем в еврозоне, но при этом не наблюдается острой фазы кризиса.

Для этого есть несколько причин, в том числе политическая: в США долг рассматривается как единое целое и не существует конфликта между распределением долговой нагрузки между сильными и слабыми штатами. Возможно, сказывается и факт владения долгом (в США большая его часть находится на балансе ФРС и местных властей), а также играют роль проекты сокращения расходов, которые озвучены в рамках бюджетной программы.

Видно, что долговая нагрузка в еврозоне была выше накануне кризиса, при этом еврозона не имела такого коллапса в секторе гарантированной недвижимостью активов. Скорее, в 2008 г. еврозона была заложником эффекта заражения, а материализующийся сегодня долговой кризис имеет более ранние корни.

Проблема долга в США до настоящего времени не переросла в столь острую фазу кризиса, как в еврозоне. При этом наблюдается рост долговой нагрузки в большем объеме, чем в еврозоне в результате кризиса. Тот факт, что рынки не реагируют на эти изменения, позволяет предположить, что долговой кризис в США может и не материализоваться, как это было в ходе адаптации к кризису в начале 90-х годов. Это снижает вероятность пессимистического сценария материализации бюджетного и долгового кризиса в США, который мог иметь самые негативные последствия как для доллара, так и для экономики, вплоть до известных нам по опыту кризиса 1998 г. в России.

Рисунок 10. Динамика государственной долговой нагрузки и бюджетного дефицита



Примечание: серым цветом отмечены кризисы в США.

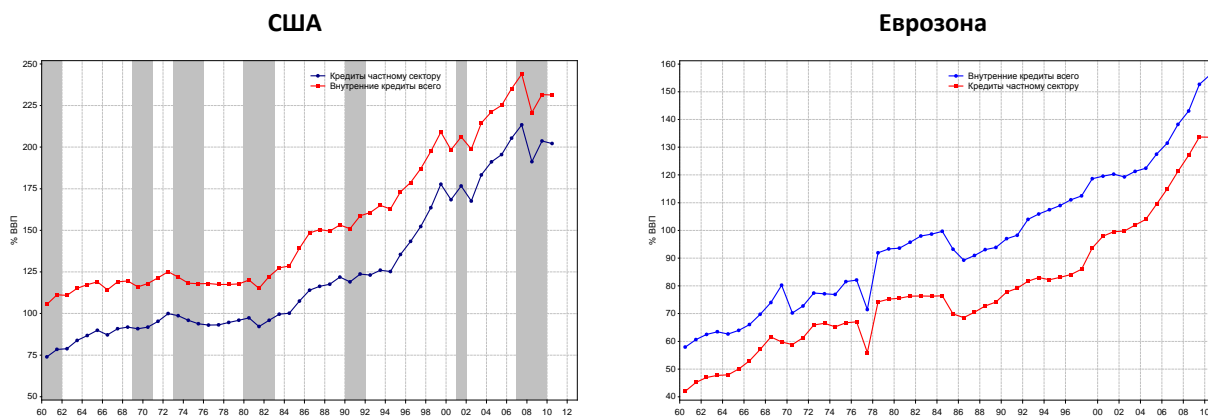
Источник: Рейтер.

Наиболее любопытным является вариант оптимистического сценария выхода. Из динамики долговой нагрузки можно увидеть, что, во-первых, до 1975 г. продолжался так называемый эффект снижения рычага в государственном секторе. Во-вторых, временное снижение рычага наблюдалось также накануне практически всех кризисов в США. В период кризиса долговая нагрузка росла (хотя не так катастрофически, как в последний период), а вот в период между кризисами динамика не столь одинакова – долговая нагрузка могла и расти, и падать. В последнее время (после 1975 г.) наиболее характерным было либо увеличение государственного долга (что корреспондирует с японским вариантом выхода из кризиса), либо его волновое движение – некоторый рост после кризиса с последующим небольшим снижением. При этом особенно выделяется сценарий длительного снижения долговой нагрузки, характерный для 1945–1975 г.

В рамках динамики долговой нагрузки государства могут быть самые различные сценарии. Выбрать одну из гипотез развития событий достаточно сложно, тем более из-за отсутствия картины возвратных колебаний долговой нагрузки в среднесрочной перспективе и достаточно ясной картины завершения или приближения к завершению одного большого периода циклических колебаний с точки зрения долга. В этом движении нас, возможно, еще ждет некоторый промежуточный этап, похожий на период после кризиса 1975 г. или после 1991 г.

Наряду с неопределенностью динамики государственного долга, еще более непонятен вопрос о снижении рычага в частном секторе. С точки зрения кредитования банками частного сектора долговая нагрузка также отличается не в пользу США. В еврозоне долговая нагрузка по банковским кредитам частному сектору составляет около 130% против 202% в США. При этом в последние годы в США она немного снижалась, а в еврозоне продолжала расти. В целом за длительный период (который, правда, может относиться к фазе роста долговой нагрузки) периодов ее значительного снижения не наблюдалось. В периоды послекризисного восстановления на этом отрезке времени долговая нагрузка, как правило, росла. Исключением является период между 1975 и 1980 гг. и конец восстановительного периода после кризиса 1990–1992 гг. Последний сценарий также характеризовался в США продолжающимся ростом спроса на кредиты в ходе кризиса и поэтому не очень подходит для сравнения.

Рисунок 11. Внутренние кредиты и кредиты частному сектору



Основной вопрос выбора точки отсчета для оптимистического сценария заключается не только в том, будет снижение рычага или нет, а в том, в каком сегменте это наиболее вероятно, если предположить, что рост долговой нагрузки в развитых странах достиг некоторой критической точки.

Вероятность материализации оптимистического сценария в этих условиях, как это ни парадоксально, кроется в спросе на деньги и облигации развитых стран. Если этот спрос по тем или иным причинам будет сохраняться, то долговая нагрузка при всех ее высоких значениях будет оправданна. Если спрос на деньги останется, а на облигации – снизится, то можно ожидать снижения долговой нагрузки в государственном секторе при продолжении ее роста в частном секторе со стороны банков и наоборот. В настоящее время происходит естественное снижение спроса на облигации развитых стран, что скорее свидетельствует в пользу снижения рычага в государственном секторе, а не в частном.

Наиболее вероятным для среднесрочной перспективы развития процессов снижения рычага является сценарий восстановления между 1975–1980 гг. Данный сценарий предполагает следующее:

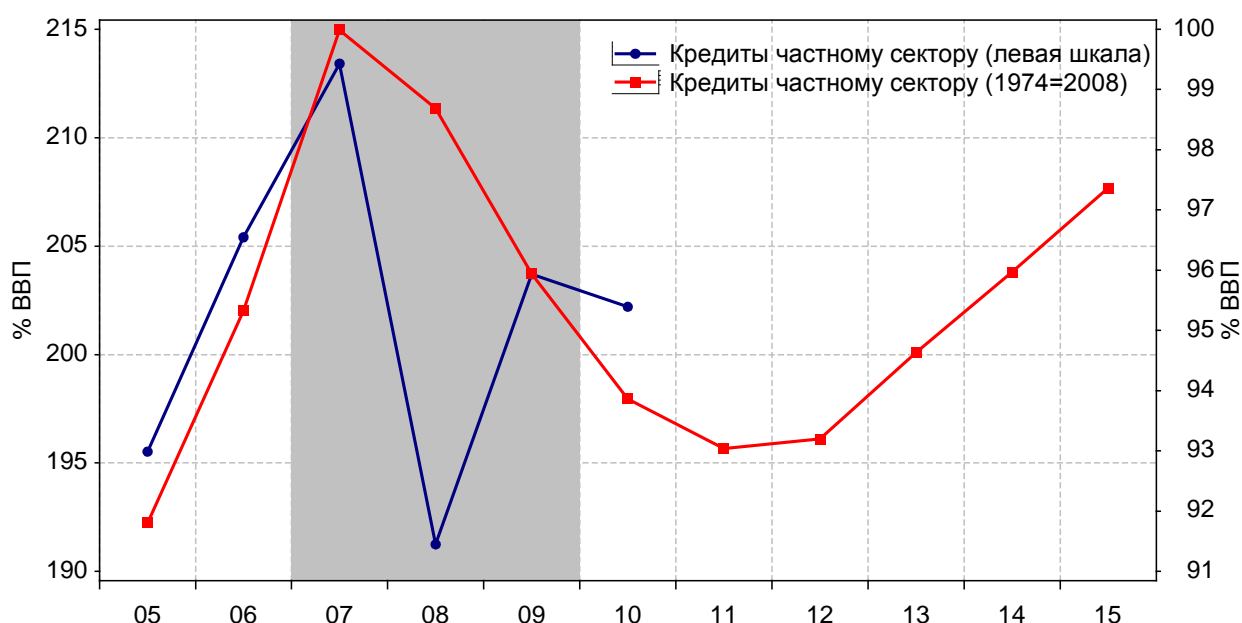
- снижение рычага в государственном секторе не сопровождается падением долговой нагрузки в частном секторе. Несмотря на ее высокий уровень, необходимо сказать, что спрос на кредиты может исходить от предприятий, работающих за рубежом, в связи с их экспансией на новые рынки, которые постепенно формируются в рамках политических

процессов на Ближнем Востоке, протекающих не без участия США. Вклад доходов таких предприятий в ВВП США не учитывается, и поэтому долговая нагрузка относительно ВВП может не являться хорошим индикатором;

- спрос на государственный долг восстанавливается в процессе медленного и управляемого повышения ставок в конце периода восстановления после этого кризиса. В результате восстанавливается возможность и для экономической и политической экспансии за счет государства;
- после некоторого периода укрепления доллара восстанавливается его девальвация, которую удается остановить в конце периода восстановления и перед новым кризисом 80-х годов.

Динамика кредитной активности в этом случае может начать повышаться, несмотря на высокие показатели долговой нагрузки.

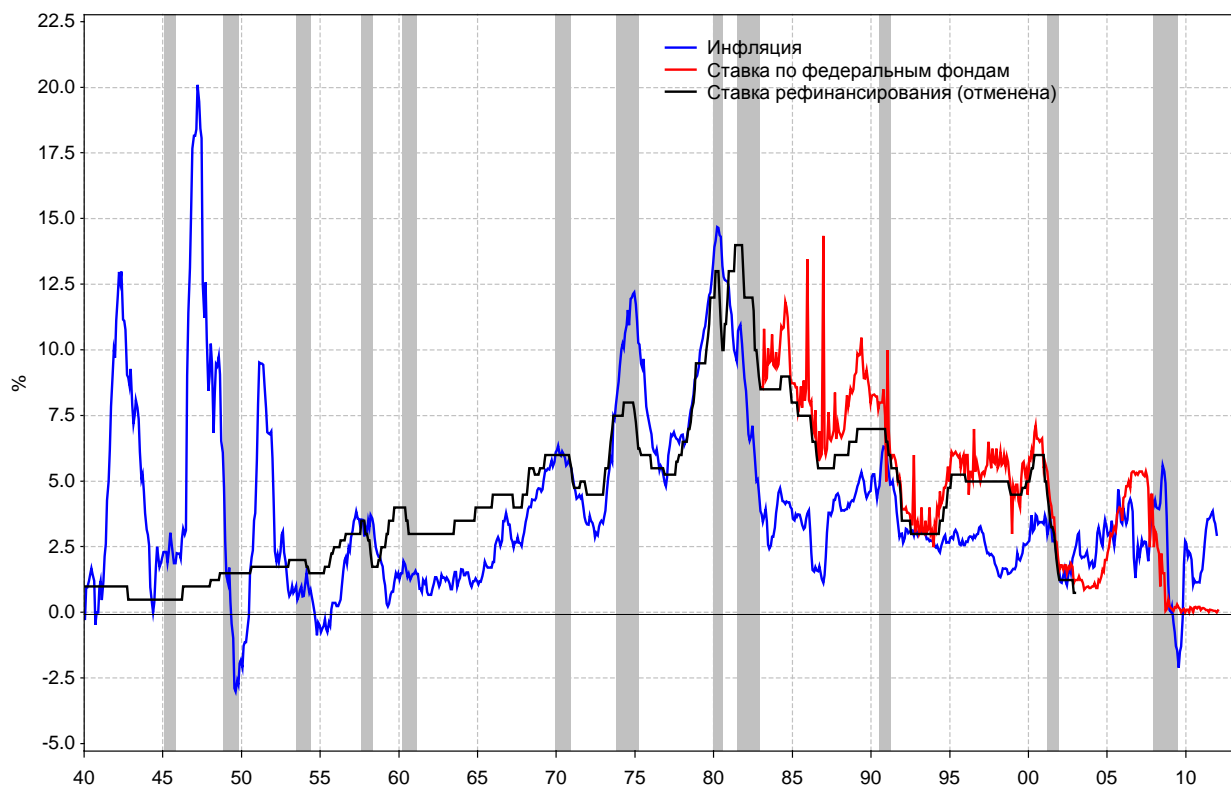
Рисунок 12. Кредиты частному сектору к ВВП в США (сценарий повторения 1975 г.)



Источник: Рейтер.

Отличительной особенностью текущего процесса снижения рычага является низкая инфляция и рекордно низкие ставки. Эта «особенность» является уникальной для экономики США настоящего времени. При этом рост колебаний инфляций пока указывает на выход из дефляционной волны или снижение вероятности повторения дефляционной динамики в ближайшее время. В пользу применения в качестве аналогии сценария 1975–1980 гг. выступает в данном случае не столько уровень инфляции, сколько отрицательный уровень реальной ставки из-за ее резких колебаний в период кризиса и послекризисного восстановления экономики.

Рисунок 13. Инфляция и процентные ставки в США



Источник: Рейтер.