

Будущий кредитный цикл: угроза новой «эвтаназии рантье»

Подругина А.В., Табах А.В.

В статье анализируется поведение кредитного цикла в период после глобального финансового кризиса, а также последствия изменений «межкризисного» периода 2010–2019 гг. для будущего кредитного цикла после экономической рецессии 2020 г., вызванной пандемией COVID-19.

Фаза «кредитного сжатия», определяемая как период сокращения кредитной активности на фоне низких и снижающихся процентных ставок, после глобального финансового кризиса затянулась во многих странах. Причиной тому были как некоторые ошибки монетарной политики, так и ужесточение финансового регулирования – в первую очередь банковского сектора. В конечном счете, это привело к замедленному экономическому росту, снижению эффективности кредитного канала монетарной политики, а также переходу нефинансовых компаний к альтернативным источникам финансирования и переносу финансовых рисков в небанковский финансовый сектор (в первую очередь в теневой банковский сектор).

По мнению авторов, новая мировая рецессия, вызванная пандемией COVID-19, станет причиной дальнейших изменений в модели кредитного цикла. Возможности фондирования под низкий процент будут еще более ограничены (за исключением государственного финансирования), а центральные банки будут выступать в роли «кредитора *основной* инстанции» и основного накопителя рисков. От уровня ставок процента будет зависеть обслуживание возрастающих долгов. Фактически, на фоне сверхнизких процентных ставок состояние кредитного сжатия может наступить и на долгом рынке (кроме высокорейтинговых компаний), а финансовые риски в еще большей степени будут накапливаться в теневом банковском секторе.

Результаты проведенного анализа позволяют сформировать «платформу» для дальнейшего исследования кредитного цикла после текущей экономической рецессии.

Ключевые слова: кредитный цикл; кредитное сжатие; низкие процентные ставки; рационализирование кредита; кредитные стандарты.

Подругина Анастасия Викторовна – преподаватель Департамента мировой экономики факультета мировой экономики и мировой политики Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики». E-mail: apodrugina@hse.ru

Табах Антон Валерьевич – к.э.н., доцент факультета экономических наук Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики». E-mail: atabah@hse.ru

Статья поступила: 28.05.2020/Статья принята: 11.11.2020.

DOI: 10.17323/1813-8691-2020-24-4-598-621

Для цитирования: Подругина А.В., Табах А.В. Будущий кредитный цикл: угроза новой «эвтаназии рантье». *Экономический журнал ВШЭ*. 2020; 24(4): 598-621.

For citation: Podrugina A.V., Tabakh A.V. Next Credit Cycle: Danger of New «Euthanasia for the Rentiers». *HSE Economic Journal*. 2020; 24(4): 598-621. (In Russ.)

Введение

Спустя 12 лет после Великой рецессии и на входе мировой экономики в новый еще более тяжелый кризис можно с уверенностью говорить, что и мировая экономика и глобальные финансы значительно изменились за этот период. «Великая рецессия», которую МВФ называет худшим кризисом со времен Великой депрессии, снизила темпы роста экономики как развитых, так и развивающихся стран, обновила представления о возможностях и ограничениях монетарной политики, трансформировала деятельность финансового сектора и мировую финансовую архитектуру.

Развитые экономики в 2010–2014 гг. восстанавливались сравнительно медленно, а в бедной части Еврозоны произошла повторная рецессия – так называемый «double dip» 2012 г. Для восстановления и, главное, предотвращения повторного кризиса было принято множество шагов: запущены новые инструменты монетарной политики, предпринято ужесточение финансового и в первую очередь банковского регулирования. В результате введенных мер риски кризиса банковской системы сократились, а мировая финансовая стабильность возросла, однако принятые меры также усилили давление на экономику и ее денежное «кровообращение». В частности, серьезно замедлилась кредитная и инвестиционная активность в развитых странах.

Поведение кредитного цикла значительно изменилось в период восстановления после кризиса в 2010–2019 гг. В статье аномальное поведение кредитного цикла рассматривается в контексте затянувшейся фазы кредитного сжатия, впервые определенной после рецессии 1990–1991 гг. в США. Состояние кредитного и инвестиционного цикла в развитых странах было похоже на обычную фазу кредитного сжатия – объемы кредитной и инвестиционной активности снижались на фоне низких процентных ставок, однако восстановление кредита и инвестиций занимало значительно больше времени. Растяжение периода восстановления приводит к ряду негативных последствий.

Пандемия COVID-19, объявленная ВОЗ в 2020 г., и карантинные меры ведущих стран мира по ее пресечению запустили новую мировую рецессию, при этом сваливание в кризис началось до того, как был достигнут пик экономической активности в предыдущем цикле. То же можно сказать и про кредитный цикл – за прошедшие после предыдущего кризиса 10 лет наблюдался период продолжительного кредитного сжатия, нехарактерный для классического кредитного цикла, и даже на пороге новой рецессии кредитный цикл некоторых стран нельзя назвать полностью восстановившимся.

Мы предполагаем, что текущий глобальный экономический кризис значительно повлияет на кредитный цикл: резкое замедление экономической активности, беспрецедентное приближение к нулевой границе процентных ставок и даже ее пересечение, обширные программы выкупа активов, в том числе с ненулевым уровнем риска, запущен-

ные крупнейшими центральными банками, изменят модель последующего кредитного цикла в 2020-х годах.

Более детальный анализ текущего падения кредитного цикла может быть проведен через 2–3 года – необходимо появление качественной экономической статистики за достаточно продолжительный период. Однако уже сейчас можно задать «рамку» анализа нового кредитного цикла на основе анализа кредитного цикла 2010-х годов. Более того, понимание прошедших изменений позволит более качественно реализовывать программы поддержки, не допуская вздутия пузырей. Действия центральных банков развитых стран с марта 2020 г. не допустили полномасштабного финансового кризиса, но способствовали ненормальному по скорости и масштабу восстановлению цены многих финансовых активов на фоне усиливающегося спада реального сектора, роста безработицы и удара по доходам населения. Сложившаяся структура регулирования институциональных участников финансовых рынков сыграла в этом ключевую роль.

Целью нашей работы мы ставим анализ модели кредитного цикла в 2010-е, выявление факторов, которые окажут влияние на кредитный цикл в 2020-х годах и перспективы развития изменения цикла.

В первом разделе рассмотрена фаза кредитного сжатия с теоретической точки зрения и введено понятие «продолжительного кредитного сжатия». Во втором разделе представлена динамика кредитной и инвестиционной активности в ведущих странах в период после глобального финансового кризиса 2009–2019 гг. В третьем разделе проанализированы факторы новой экономической рецессии, влияющие на кредитный цикл.

1. Фаза кредитного сжатия: теоретические аспекты

«Кредитное сжатие» или «паралич кредита» – по мнению Бернанке и Лоун [Bernanke, Lown, 1991], представляет собой значительное сокращение предложения кредита при неизменной реальной ставке процента и качестве потенциальных заемщиков.

Существенная часть работ, посвященных теории кредитного сжатия, появилась после кризиса 1990–1991 гг. Кредитное сжатие после того кризиса было уже более ощутимо по сравнению с предыдущими кризисами. Например, Бернанке и Лоун в своей работе, посвященной кредитному сжатию в США в кризис 1990 г. [Bernanke, Lown, 1991], аргументируют нехарактерность рецессии 1990–1991 г. Авторы пишут, что отрицательные темпы прироста объема кредитов необычны для этой фазы, однако в рецессию 1990–1991 гг. наблюдалось падение номинального¹ объема выданных кредитов. Многие авторы связывают это с введением первых Базельских требований в 1988 г. [Brinkmann, Horvitz, 1995; Berger, Udell, 1994].

Авторы работы «Six Causes of the Credit Crunch (Or, Why Is It So Hard to Get a Loan?)» [Clair, Tucker, 1993] пишут, что употребление термина «кредитное сжатие» (*credit crunch*) используется в основном в отношении снижения предложения кредита в ответ на снижение банковского капитала или требований регулятора, а также предлагают в факторе сни-

¹ В работе [Bernanke, Lown, 1991] авторы намеренно используют темпы прироста номинальных объемов существующей задолженности (*loans outstanding*), так как считают, что такой показатель лучше аппроксимирует объем новых выданных долгосрочных кредитов (подробнее см.: [Bernanke, Lown, 1991, p. 209].

жения банковского капитала учитывать и повышение требований к минимальному капиталу.

Другое определение кредитного сжатия задействует микроэкономические основания поведения фирм в условиях дефицита – в случае, если при текущей рыночной цене спрос превышает предложение, то предложение было ограничено какими-либо неценовыми методами. Неценовое кредитное рacionamento может наблюдаться даже на рынке, для которого нельзя говорить о кредитном сжатии [Stiglitz, Weiss, 1981]. Оуэнс и Шрефт [Owens, Schreft, 1992] определяют кредитное сжатие как период резкого роста объемов неценового кредитного рacionamento (ограничение выдачи кредитов с помощью неценовых требований).

Хэнкок и Вилкоккс [Hancock, Wilcox, 1998] определяют понятие кредитного сжатия как следствие «капитального сжатия» – сокращение банковского кредита в краткосрочном периоде с целью повышения уровня капитала до требуемых регулятором уровней.

В целом, определения, данные авторами после рецессии 1990–1991 гг., похожи и в основном сфокусированы на ограничении банковского предложения. Некоторые авторы связывают это ограничение с требованиями финансового регулятора, некоторые – с негативным шоком ликвидности.

Таблица 1.

**Определения периода кредитного сжатия
в академической литературе**

Авторы	Определения
[Bernanke, Lown, 1991]	Аномальное сокращение предложения кредита при неизменной реальной ставке процента и качестве потенциальных заемщиков
[Clair, Tucker, 1993]	Снижения предложения кредита в ответ на снижение банковского капитала или требований регулятора
[Owens, Schreft, 1992]	Период резкого роста объемов неценового кредитного рacionamento
[Berger, Udell, 1994]	Значительное снижение предложения кредита, доступного коммерческим заемщикам
[Iyer R. et al., 2013]	Статистически значимое снижение предложения кредита из-за негативного шока ликвидности
[Brinkmann, Horvitz, 1995]	Нежелание банков давать займы, независимо от уровня ставок

Источник: составлено авторами.

После кризиса 2008–2009 гг. научная дискуссия также обсуждала произошедшее кредитное сжатие, однако авторы в основном ссылались на определения статей 1990-х годов. Эксперты международных организаций – МВФ, ЕЦБ и ЕБРР – в работах после 2008 г. определяют «кредитное сжатие» как любое сокращение кредитной активности – как из-за факторов со стороны предложения, так и из-за факторов со стороны спроса [Armour et al., 2015; ECB, 2012; Presbitero et al., 2014].

Можно выделить следующие факторы со стороны спроса и предложения.

Таблица 2.

**Факторы кредитного сжатия со стороны предложения кредитов
и спроса на кредиты**

Факторы со стороны предложения кредитов	Факторы со стороны спроса на кредиты
Сокращение капитала кредитора (в частности, вследствие повышения требований регуляторов к капиталу кредиторов)	Механизм финансового акселератора – снижение стоимости залога из-за повышения стоимости финансирования и последующего снижения инвестиций заемщиком
Повышение неприятия риска кредиторами (нежелание выдавать займы неблагонадежным заемщикам)	Сокращение деятельности и переход на внутреннее финансирование, сокращение инвестиционной активности
Сокращение ликвидности кредиторов или повышение требований к ликвидности	Переход на альтернативное финансирование (например, на долговой рынок)
Сдерживающая монетарная политика	

Источник: составлено авторами.

Достаточно сложно достоверно разделить факторы со стороны спроса и предложения. Изменение одного и того же показателя может влиять как на кредиторов, так и на заемщиков.

Фазу «кредитного сжатия» выделяет посткейнсианский экономист Хайман Мински в своей гипотезе финансовой нестабильности (*financial instability hypothesis, FIH*). Согласно ей, финансовая структура экономики становится все более и более хрупкой с течением периода подъема. На этапе подъема экономика «вознаграждает» компании в прибыльных отраслях за увеличение инвестирования с помощью кредитного финансирования, что в свою очередь ведет к увеличению объемов инвестирования во всей отрасли. Рост прибылей обеспечивает уверенность кредиторов в возврате займов [Minsky, 1977]. На подъеме делового цикла экономика растет и предприятия увеличивают долг.

Рост цен в фазе подъема обеспечивает обесценение долга. К концу подъема займами для финансирования существующего долга вытесняются традиционные займы. В некоторый момент крупные компании начинают продавать активы для совершения платежей. Наступает так называемый «момент Мински» – кредиторы понимают, что займов выдано уже очень много, а заемщики не всегда надежны, с финансовыми трудностями сталкиваются уже не только компании с чрезмерным долговым бременем. С этого момента требования кредиторов становятся намного более строгими. Наступает кризис ликвидности, кредитная и инвестиционная активность замедляются, а затем может наступить фаза кредитного сжатия – т.е. снижение кредитной активности на фоне снижающихся процентных ставок.

Таким образом, у фазы кредитного сжатия как фазы кредитного цикла можно выделить следующие характерные признаки:

- сокращение объема выданных кредитов;
- постоянные низкие или снижающиеся процентные ставки;
- повышение кредитных стандартов банками;
- стагнирующие капиталовложения;
- увеличение неприятия риска кредиторами.

В кризис 1990–1991 гг. в США восстановление после падения объемов выданных кредитов нефинансовым компаниям заняло три года – к 1994 г. объем выданных кредитов превысил объем 1990 г. Столько же заняло восстановление после кризиса 2000–2001 гг. – к 2004 г. объем выданных кредитов превысил предкризисный уровень. Похожим образом происходило восстановление во Франции после кризиса 2000–2001 гг. – до уровня 2000 г. кредит восстановился только в 2006 г., однако если учесть кредитный бум 2000 г. и рассматривать уровень кредитов в 1999 г. как базовый, то окажется, что восстановление произошло уже в 2004 г.

После глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. восстановление объемов кредита происходило аномально медленно, особенно в случае кредитов реальному сектору. Состояние, характерное для фазы кредитного сжатия, продолжалось, по крайней мере, в течение семи лет после кризиса. Предлагается определить это явление как *продолжительное кредитное сжатие* – долгосрочное сокращение кредитной активности на фоне низких процентных ставок в ответ как на факторы предложения, так и на факторы спроса, растянувшееся на весь период.

2. Кредитное сжатие в период 2009–2019 гг.

Перед мировым финансовым кризисом мировая экономика находилась на подъеме, инвесторы сохраняли оптимизм. Уровень инвестиционной и кредитной активности были высоки. Наблюдался значительный рост инвестиций в основной капитал в предкризисный период в США (рис. 1) и в странах Еврозоны (рис. 2). Однако инвестиции нефинансовых компаний значительно сократились после кризиса.

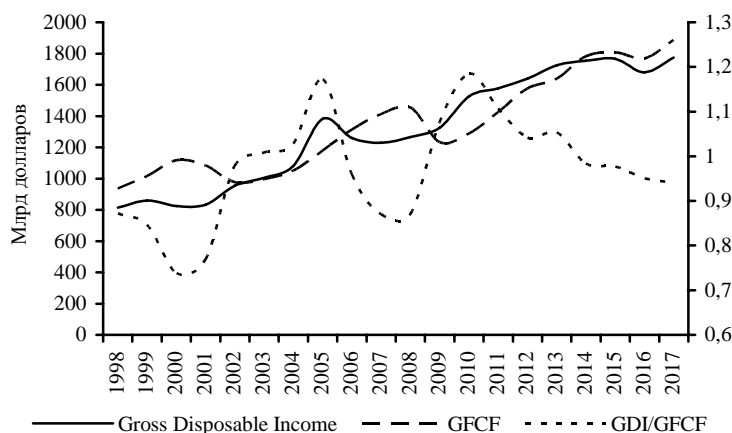


Рис. 1. Располагаемый доход нефинансовых компаний США и их инвестиции в основной капитал

Источник: United Nations Statistics Division.

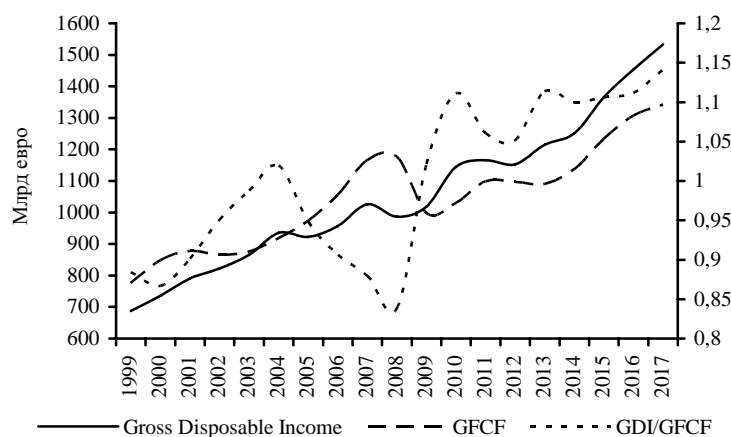


Рис. 2. Располагаемый доход нефинансовых компаний стран Еврозоны и их инвестиции в основной капитал

Источник: United Nations Statistics Division.

В идеале для оценки кредитной активности хотелось бы использовать показатель объема новых выданных займов без учета погашений. Однако такой статистики с единой методологией для всех стран не существует. Существуют два унифицированных показателя для оценки кредитной активности – накопленный объем задолженности, который публикуется Банком международных расчетов, а также данные о займах из системы национальных счетов (СНС), публикуемые ООН. Накопленный объем задолженности – показатель, который обладает низкой чувствительностью к любым изменениям, это так называемая переменная запаса (при этом период кредитного сжатия видно и по этим данным). Поэтому в данной работе был использован показатель, отражающий изменения в объеме займов из СНС, которые могут быть как положительными – что говорит о чистом наращивании кредитов нефинансовыми компаниями, так и отрицательным – что говорит о чистом погашении кредитов.

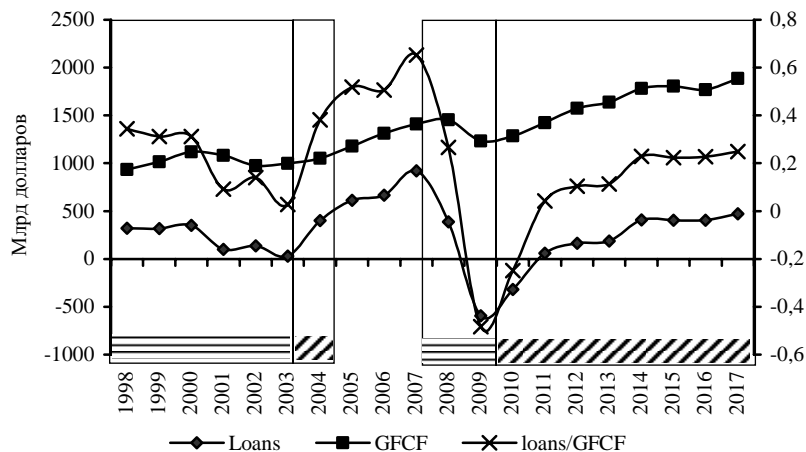
Поток займов нефинансовых компаний сократился в кризис очень резко и существенно. До кризиса чистый поток займов нефинансовых компаний рос достаточно быстрыми темпами, однако уже в 2009 г. поток стал отрицательным. Восстановление использования внешнего финансирования началось в 2009 г., на 2015 г. уровень использования банковских займов не восстановился.

Характерной особенностью кредитного цикла стран Еврозоны можно считать повторное падение объема кредитов и стагнацию инвестиций на фоне долгового кризиса в 2012 г. – поток займов сократился на 121%.

На рис. 3–4 изображены объемы инвестиций в основной капитал и чистый объем кредитов, полученных нефинансовыми компаниями, за год. В предыдущий период кредитного сжатия – после кризиса 2001 г. уровень инвестиций также восстанавливался около четырех лет, а вот объем займов восстановился намного быстрее – за три года.

На графике горизонтальной штриховкой показаны периоды кредитного сжатия. По аналогии с определением кризиса NBER, определим период кредитного сжатия как

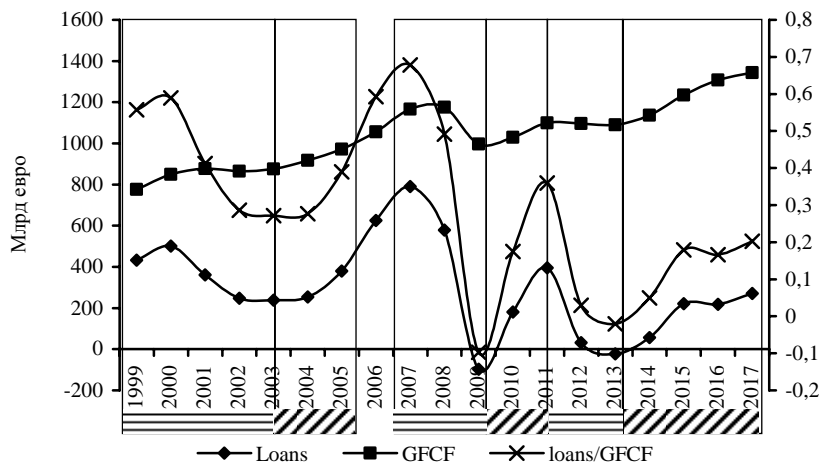
период значительного сокращения кредитной и инвестиционной активности при снижающихся процентных ставках, продолжающийся как минимум несколько месяцев. Период сжатия начинается в момент пика кредитного цикла и заканчивается в нижней точке кредитного цикла. Диагональной штриховкой обозначены периоды восстановления кредита – от нижней точки кредитного цикла до уровня предкризисного пика.



Заштрихованными зонами на графике изображены периоды кредитного сжатия (горизонтальная штриховка) и восстановления (диагональная штриховка).

Рис. 3. Займы нефинансовых компаний США и их инвестиции в основной капитал

Источник: United Nations Statistics Division.



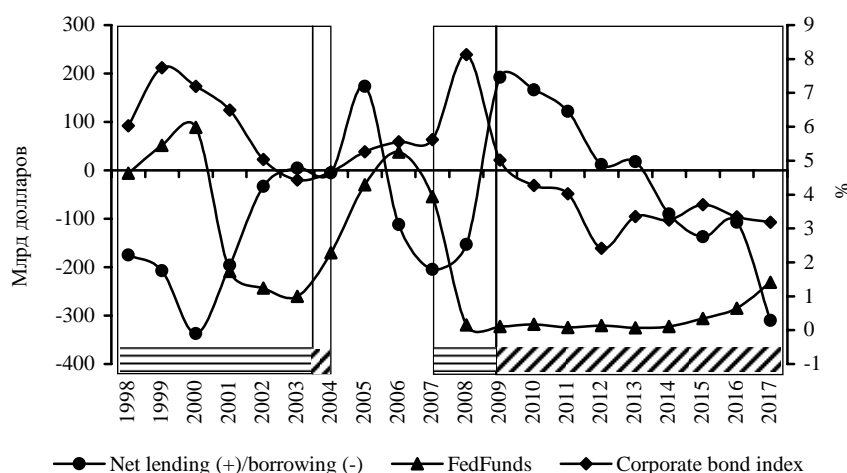
Заштрихованными зонами на графике изображены периоды кредитного сжатия (горизонтальная штриховка) и восстановления (диагональная штриховка).

Рис. 4. Займы нефинансовых компаний стран Еврозоны и их инвестиции в основной капитал

Источник: United Nations Statistics Division.

Период кредитного сжатия в кризис 2008–2009 гг. занял намного меньше времени, но падение оказалось намного более резким – сокращение чистого объема займов за год составило почти 170% в США. По сравнению с сокращением в кризис 2000–2002 гг. – около 90% (США) – кредитное сжатие в 2008–2009 гг. можно считать аномальным. Кроме того, период восстановления потока чистых займов значительно длиннее – на 2016 г. объемы потока чистых займов не достигли предкризисных значений.

На рис. 5–6 изображен баланс приобретения новых финансовых активов и возникновения новых финансовых обязательств нефинансовыми компаниями. Естественное значение такого баланса для нефинансовых компаний – чистое заимствование, в основном нефинансовые компании занимают средства для инвестиций в производство. С 2006 г. по 2008 г. нефинансовые компании занимают у рынка – наблюдается чистое заимствование, т.е. компании больше занимают у рынка. Однако в 2009 г. происходит резкое падение объема займов, вследствие чего показатель чистого кредитования/заимствования становится положительным, т.е. наблюдается чистое кредитование, что означает, что нефинансовые компании возвращают свои долги (преимущественно) либо начинают кредитовать других участников рынка (в меньшей степени). После кризиса баланс еще 5 лет остается положительным, хотя и постепенно падающим, несмотря на рекордно низкие ставки процента.

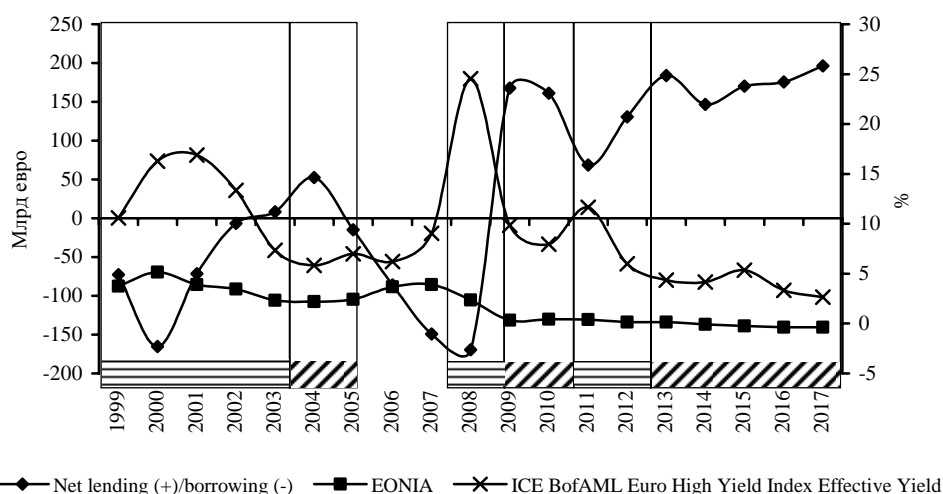


Заштрихованными зонами на графике изображены периоды кредитного сжатия (горизонтальная штриховка) и восстановления (диагональная штриховка).

Рис. 5. Чистое заимствование/кредитование нефинансовых компаний США, ставка процента по федеральным фондам, индекс корпоративных облигаций ICE BofAML US Corporate 5–7 Year Effective Yield

Источники: United Nations Statistics Division, FRED.

В ответ на кризис и ФРС, и ЕЦБ проводили стимулирующую монетарную политику, снижая процентную ставку и повышая уровень ликвидности в экономике. Также проводилась политика количественного смягчения (QE).



Заштрихованными зонами на графике изображены периоды кредитного сжатия (горизонтальная штриховка) и восстановления (диагональная штриховка).

Рис. 6. Чистое заимствование/кредитование нефинансовых компаний стран Еврозоны, ставка EONIA, индекс корпоративных облигаций ICE BofAML Euro High Yield Index Effective Yield

Источники: United Nations Statistics Division, ECB, FRED.

Страны Еврозоны перенесли кризис значительно хуже, чем США, произошла повторная рецессия в 2012 г. Вероятно, это связано с дополнительным «отягчающим» обстоятельством – с характером проводимой после кризиса монетарной политики. С середины 2008 г. ЕЦБ, как и ФРС, проводил стимулирующую монетарную политику – процентная ставка была снижена до рекордных уровней, однако количественное смягчение не проводилось. Однако сразу после кризиса, в конце 2007 – начале 2008 гг. ключевая ставка была повышена до 4,25% и продержалась на этом уровне 3 месяца. Кроме того, процентная ставка была дважды повышена в 2011 г., в начале периода восстановления после рецессии, чтобы сдержать инфляцию после роста цен на энергоносители.

Сравнение ставки ЕЦБ со ставкой по правилу Тейлора также демонстрирует проведение ЕЦБ двух раундов сдерживающей политики – в 2008–2009 гг. и в 2011 г. Также анализ ставок, соответствующих правилу Тейлора, показывает, что уровень процентных ставок для стран периферии был слишком низким в предкризисные годы – т.е. в период бума экономики проводилась стимулирующая монетарная политика [Beckworth, 2017]. Одновременно с этим проводилась жесткая сдерживающая фискальная политика: сокращение государственных расходов и повышение налогов для сокращения дефицита бюджета, а также было заключено соглашение о бюджетно-налоговой стабильности.

Ряд экспертов связывают последующую рецессию с этими двумя раундами сдерживающей монетарной политики [Beckworth, 2017]. Повышение уровня ставок в период рецессии в 2008 г. и в период восстановления в 2011 г. негативно отразилось на кредитной активности и, соответственно, уровне инвестиций. Кроме того, в обоих случаях был подан сигнал о сдерживающей монетарной политике, что негативно отразилось на ожиданиях

рынка, поэтому последующее снижение ключевой ставки не подействовало должным образом на кредитный цикл.

Слишком раннее повышение процентной ставки, произошедшее в 2011 г. в Европе (рис. 6), называют ошибкой не только независимые эксперты, но и Европарламент [Chopra et al., 2015]; уже к концу 2011 г. процентную ставку снова начали снижать. Однако даже непродолжительное повышение уровня ставок оказало негативное влияние на экономику и стало одним из факторов повторной рецессии и долгового кризиса, наравне с жесткостью и нескоординированностью фискальной политики между странами Еврозоны.

Особенно тяжело повторную рецессию перенесли европейские страны с высоким уровнем государственного долга – Португалия, Италия, Греция, Испания, так называемые страны PIGS. Высокий уровень бюджетного дефицита и государственного долга привел к долговому кризису, серьезно обострившему политическую ситуацию. Одним из последствий долгового кризиса для финансового сектора стало недоверие к банковскому сектору, вкладчики изымали средства. Одновременно с этим повышались требования к уровню банковского капитала, что поставило банковскую систему в тяжелое положение и нарушило кредитный цикл.

Вероятно, произошедшее кредитное сжатие в США и отчасти в Европе (медленный рост объема займов при близких к нулю процентных ставках) объясняется ужесточением требований к банкам, проведенным в ответ на кризис. Повышение требований к капиталу, ликвидности, уровню левериджа вынудило банки ужесточить стандарты выдачи займов на микроуровне – повысить требования к обеспечению, документам и т.п.

Такое объяснение согласуется с объяснением Бернанке и Лоун [Bernanke, Lown, 1991] кредитного сжатия после кризиса 1990–1991 гг. – как было сказано выше, они связывали снижение кредитной активности с ограничениями, которые на банки наложили требования Базеля I в посткризисный период.

Дополнительным фактором более тяжелого экономического кризиса в странах Еврозоны может быть меньшая доступность альтернативных методов финансирования – например, на долговом рынке. В некоторой степени замещение, конечно, произошло – ЕЦБ сообщает о повышении существующих долговых обязательств на 567 млн евро при снижении объема выданных банковских кредитов на 536 млн евро. Наибольшую роль на европейском долговом рынке играют Франция, Великобритания, Нидерланды, Германия, Италия, Люксембург – они эмитировали около 80% всего объема европейских долговых обязательств. В то же время долговое финансирование наиболее популярно во Франции (около 11% обязательств нефинансовых компаний), Португалии и Великобритании (около 8% обязательств нефинансовых компаний), Австрии, Чехии, Финляндии.

В некоторых странах после кризиса наблюдался серьезный рост объема выпущенных долговых обязательств – Испания (в 3,6 раза к 2019 г. по сравнению с 2008 г.), Бельгия (в 2,9 раза), Франция (в 2,3 раза). В других странах также наблюдался рост долгового рынка, однако примерно с таким же темпом долговой рынок в этих странах рос и раньше – Нидерланды (в 2,1 раза), Финляндия (в 1,9 раза). Кроме того, есть страны, в которых темпы роста долгового рынка снизились – Австрия (рынок вырос на 10% по сравнению с 2008 г.), Германия (в 1,4 раза), Италия (2,2 раза при росте в 3 раза с 2000 г. по 2008 г.).

Некоторые другие развитые страны также оказались после кризиса в похожей ситуации – состоянии продолжительного кредитного сжатия. Например, в Швейцарии произошел сильный кредитный бум перед кризисом и, хотя к уровню 2007 г. кредитная ак-

тивность уже не вернулась, но в 2009 г. превысила объемы 2006 г. Из-за высокой взаимосвязи со странами евро Швейцария также перенесла повторную рецессию – в 2013 г. кредитная активность снова упала и восстановилась только к 2016 г. При этом инвестиционная активность, восстановившись в 2011 г. после первой рецессии, повторного снижения не испытала. В Японии также заметно состояние долгосрочного кредитного сжатия на фоне снижающихся процентных ставок – несмотря на некоторое восстановление кредита к 2011 г., кредитная активность снова замедлилась и восстановилась только к 2016 г. Инвестиционная активность восстановилась только к 2015 г. после кризиса.

Экономика других стран – например, Канады – не перешла в состояние кредитного сжатия. Уже в 2013 г. объем выданных кредитов превысил даже уровень кредитного бума, а уровня 2005 г. кредитная активность достигла уже в 2011 г. При этом уровень процентных ставок в стране снижался в соответствии с политикой Банка Канады.

Среди последствий подобной фазы кредитного сжатия можно выделить следующие.

- *Замедление развития экономики.* Снижение объема выданных кредитов на фоне замедления экономики приводит к тому, что нефинансовые компании снижают инвестиционную активность: источники финансирования инвестиций – собственные прибыли и кредиты – становятся менее доступны. С замедлением инвестиционной активности замедляется и экономический рост.

- *Снижение эффективности кредитного канала передачи монетарной политики.* Кредитный канал – один из важных компонентов передачи монетарной политики. Предполагается, что со снижением (повышением) уровня процентных ставок центральным банком повышается (снижается) и предложение кредитов банками, что в итоге ведет к росту (снижению) инвестиционной активности и ускорению (замедлению) темпов роста экономики. Однако в состоянии продолжительного кредитного сжатия подобного эффекта не происходит – кредитный канал работает неэффективно.

- *Переход на альтернативные источники финансирования.* В странах с развитым долговым рынком нефинансовые компании могут получить финансирование, например, на долговом рынке, не подверженном сдерживающим факторам (например, подобному ужесточению банковских стандартов). Однако подобная стратегия доступна только крупным компаниям для финансирования долгосрочных инвестиционных проектов. Небольшие компании не могут позволить себе долговое финансирование на рынке ценных бумаг – для небольших краткосрочных инвестиций такой способ финансирования слишком дорог. Поэтому небольшие компании значительно замедляют активность либо обращаются к небанковским кредиторам с существенно более высокими процентными ставками, либо уходят с рынка.

Стилизованные факты о кредитном цикле 2010-х годов

- *Затяжная фаза кредитного сжатия в большинстве развитых экономик: низкий уровень кредитной активности на фоне низких и снижающихся процентных ставок.*
- *Жесткое регулирование финансовых рынков и, в первую очередь, банковского сектора. Рационирование кредита начинает осуществляться с помощью нефинансовых инструментов: требований к заемщику, документам, размеру залога.*
- *Затруднения с получением финансирования в банковском секторе стимулируют постепенный переход крупных нефинансовых компаний на долговой рынок. Малый и средний бизнес, а также бизнес в странах с менее развитым долговым рынком получает фондирование в теневом банковском секторе.*

3. Кредитный цикл в «коронакризис»

11 марта 2020 г. ВОЗ была объявлена мировая пандемия коронавируса, появившегося в конце 2019 г. в городе Ухань (Китай). Для сдерживания эпидемии все развитые и существенная часть развивающихся стран объявили о приостановлении хозяйственной деятельности большой доли отраслей, в ряде стран был введен почти тотальный карантин. Последствия эпидемии уже на момент написания статьи значительно сказываются на экономических показателях, и, безусловно, степень замедления экономики возрастет.

Еще до появления нового коронавируса аналитики наблюдали признаки надвигающейся экономической рецессии и соответствующего спада кредитной активности [Altman, 2020], поэтому можно говорить о том, что пандемия «срезала» верхушку кредитного цикла по аналогии с бизнес-циклом [Григорьев и др., 2020].

В этом разделе мы рассмотрим факторы, оказывающие влияние на кредитный цикл в «коронакризис», а также последствия для кредитного цикла.

Падение совокупного спроса из-за карантина. Введенные меры приостановления хозяйственной деятельности в ряде отраслей и искусственное ограничение спроса создает трудности для большинства компаний малого и среднего бизнеса, а также для некоторых крупных компаний. Значительно упала динамика промышленного производства – в Китае в феврале отрицательный рост составил почти -15%. Некоторые отрасли – авиаперевозки, туризм – оказались фактически заморожены, многие другие отрасли испытывают значительное давление введенных ограничений. Нет сомнений в том, что в 2020 г. мировая экономика достигнет отрицательных темпов роста, вопрос только в масштабе падения.

В условиях ограниченного спроса были запущены беспрецедентные программы фискальной поддержки бизнеса и граждан государствами – правительства развитых стран предоставляют займы, гранты, госгарантии на существенные суммы. Правительство США выделило 2,6 трлн долл. на поддержку экономики (около 13% от ВВП страны), Германия выделила 750 млрд евро на поддержку экономики (около 20% от ВВП страны), Великобритания – 400 млрд долл. (около 18% ВВП страны)². На момент написания статьи Евросоюз выделил 37 млрд евро на поддержку экономик ЕС – это небольшой объем, однако уже объявлено о выпуске специального общеевропейского займа в 500 млрд евро на поддержку слабейших членов ЕС, чего не было сделано даже в 2010–2012 гг. Объединение долга – один из необходимых шагов по унификации не только монетарной, но и бюджетной политики Евросоюза и Еврозоны.

Монетарная политика во время пандемии. Для поддержки финансового сектора экономики центральные банки большинства развитых стран и некоторых развивающихся ввели меры повышения ликвидности, снизив ключевые ставки и запустив программы количественного смягчения. Финансовый сектор, фактически, «залили» ликвидностью, поэтому восстановление финансовых рынков произошло очень быстро.

² Следует отметить, что сравнивать расходы на поддержку экономики по абсолютным величинам не стоит из-за различающейся структуры расходов.

Таблица 3.

**Меры повышения ликвидности финансовых рынков в развитых странах
(на октябрь 2020 г.)**

Страна	Ключевая ставка	QE	Покупка корпоративных нефинансовых облигаций (дополнительные меры)
США	1,25% → 0,25% (15.03.20)	+	Secondary Market Corporate Credit Facility 750 млрд долл.
Австралия	0,5% → 0,25% (19.03.20)	+	–
Великобритания	0,25% → 0,1% (19.03.20)	+	Corporate Bond Purchase Scheme 392 млрд долл. (300 млрд фунтов)
Еврозона	0,00%	+	Pandemic Emergency Purchase Programme 1597 млрд долл. (1350 млрд евро) Corporate Sector Purchase Programme
Канада	0,75% → 0,25% (27.03.20)	+	Corporate Bond Purchase Program 7,6 млрд долл. (10 млрд канадских долл.)
Япония	-0,1%	+	Outright Purchases of CP and Corporate Bonds 142 млрд долл. (15 трлн йен)
Швейцария	-0,75%	–	–
Норвегия	1,50% → 0,00% (15.03.20- 07.05.20)	–	–
Новая Зеландия	1,00% → 0,25% (16.03.20)	+	–
Швеция	0,00%	+	Programme for purchasing bonds for monetary policy purposes 57 млрд долл. (500 млрд крон)

Источник: составлено авторами.

Нетрадиционные меры монетарной политики, такие как количественное смягчение, широко применяются в этот финансовый кризис и оказываются достаточно эффективны в стимулировании экономики на нулевой границе ставок [Bernanke, 2020]. Публикация прогнозов ключевой ставки также эффективна даже на нулевой границе ставок, в соответствии с исследованием политики ФРС экспертами Банка международных расчетов [Galati et al., 2020].

Кроме того, центральные банки некоторых развитых стран объявили о программе скупки корпоративных долгов. В частности, ФРС объявила о скупке государственных и корпоративных облигаций на 750 млрд евро. Корпоративные долги скупаются у заемщиков с рейтингом не ниже BBB-/Baa3 на 22.03.2020 г., даже если он на текущую дату был понижен до BB-/Ba3.

Аналогичные программы существуют и в других развитых странах (см. табл. 3). Главный критерий соответствия программе по кредитному риску аналогичен американ-

скому – скупаются облигации инвестиционного уровня. Например, Европейский центральный банк в рамках существовавшей и ранее программы Asset Purchase Programme (APP) запустил дополнительную программу Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), по которой предполагается покупка как государственных, так и частных облигаций, в дополнение к существующей Corporate Sector Purchase Programme. Критерий уровня кредитного риска для корпоративных бондов одинаков для обеих программ – не ниже BBB-/Baa3.

Решение о начале программы о покупке корпоративных облигаций ведет к накоплению рискованных активов у центральных банков. К примеру, к октябрю 2020 г. ЕЦБ скупил корпоративных облигаций более чем на 20 млрд евро только по программе PEPP, еще на 47 млрд евро увеличились активы CSPP (см. рис. 7).

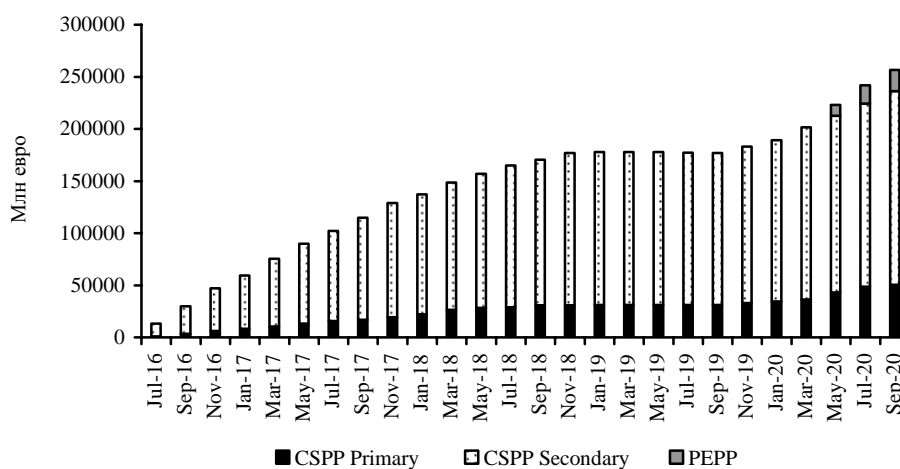


Рис. 7. Покупки корпоративных облигаций ЕЦБ в рамках CSPP, PEPP, накопленным итогом, млн евро

Источник: ЕЦБ.

Федеральная резервная система США к октябрю 2020 г. скупил корпоративных долгов на 6 млрд евро (табл. 4).

Таблица 4.

Покупки корпоративных облигаций ФРБ, 2020 г., млн долл.

Май	1581,46
Июнь	1909,97
Июль	1721,29
Август	455,28
Сентябрь	431,92

Источник: ФРС.

По сравнению с кризисом 2008–2009 гг., программы покупки активов центральными банками очень значительны [Cavallino et al., 2020]. В целом с начала пандемии активы ФРС увеличились более чем в полтора раза, активы ЕЦБ – почти в полтора раза. Конечно, существенная часть этого увеличения – покупка государственных ценных бумаг. В случае если будут реализованы планы покупки корпоративных облигаций даже в половинном объеме, общий уровень рискованности активов центральных банков, объявивших программы скупки корпоративных долгов, значительно вырастет.

Паника на финансовых рынках. Биржи США в середине марта несколько раз приостанавливали торги на фоне сильного падения (09.03.2020, 12.03.2020, 16.03.2020), фондовые индексы обрушились практически во всех странах. Повышающийся уровень неопределенности заставил инвесторов начать избавляться от высокорискованных ценных бумаг. В середине-конце марта спреды корпоративных облигаций серьезно выросли, инвесторы «выходили» из высокорисковых облигаций. Аналогично выросли спреды гособлигаций развивающихся стран. Введенные монетарные меры привели к сокращению спредов на корпоративные облигации.

Рынки хорошо отреагировали на объявления монетарных мер. Например, в США, несмотря на рост спредов с понижением ключевой ставки, спреды начали сужаться после объявления программы выкупа активов (рис. 8).

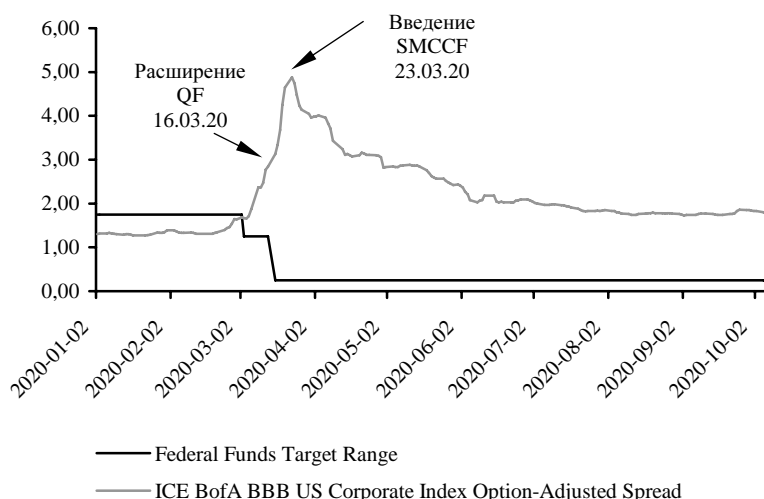


Рис. 8. Спред корпоративных облигаций с рейтингом BBB, ключевая ставка ФРС

Источник: FRED.

Взрывной рост спреда на корпоративные облигации после объявления расширения программы количественного смягчения объясняется падением доходностей по государственным бумагам после этого объявления [Bernoth et al., 2020].

В соответствии с работой [Bernoth et al., 2020], ЕЦБ своими действиями не добился значимых успехов в снижении доходностей по государственным бумагам, однако доходности по корпоративным бумагам начали снижаться – в том числе благодаря некоторому успокоению на глобальных рынках.

Эксперты ЕЦБ в свою очередь оценивают введение РЕПР и другие решения положительно и говорят о значительном стабилизационном эффекте для экономики [Hutchinson et al., 2020].

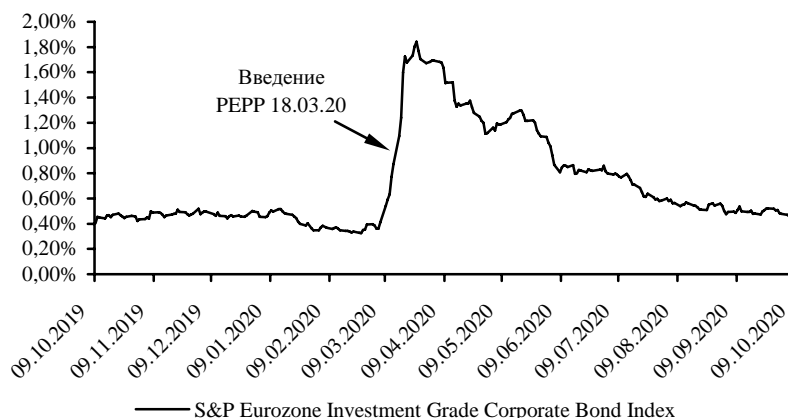


Рис. 9. S&P Eurozone Investment Grade Corporate Bond Index

Источник: S&P Global.

Несмотря на восстановление на рынке высокорейтинговых корпоративных облигаций благодаря принятым мерам, на рынке высокодоходных облигаций доходности сохраняются выше предкризисного уровня, активность находится на низком уровне [Aramonte et al., 2020].

Положение банковского сектора. На данный момент банковский сектор по всему миру достойно справляется с внешним шоком: повального банкротства банков в развитых странах на момент написания статьи не происходит. Например, в США до октября 2020 г. произошло только два банковских банкротства по сравнению с 25 в 2008 г. Для стран Европы статистику привести затруднительно – в основном, банки saniруют, процедура санации банкротством не считается, а потому сводная информация не публикуется. Однако в целом ЕЦБ считает, что банковский сектор устойчив к текущим трудностям [ECB, 2020a]. Банк Англии с большей осторожностью заявляет об устойчивости банковской системы, добавляя, однако, что сектор не будет устойчив при любых сценариях, а также, что банки будут сокращать кредитование [Bank of England, 2020].

Вероятно, жесткое регулирование в 2010-х годах значительно повысило устойчивость банковского сектора, как и было запланировано. Однако также верно то, что выход из кризиса, вероятно, будет затруднен фазой кредитного сжатия: банки не смогут обеспечить предложением кредитный цикл, инвестиционная активность будет развиваться медленно.

И академическое сообщество [Blank et al., 2020], и Банк международных расчетов заявили о необходимости смягчения требований к банкам, в частности, займы, по которым будут получены кредитные каникулы или приняты другие меры господдержки, не будут расцениваться как высокорискованные активы. Также откладывается запланированное введение дополнительных требований и сбор отчетности и процедура оценки глобальных системно значимых банков (G-SIBs).

Центральные банки США, Еврозоны, Японии, Великобритании запустили так называемые «funding-for-lending» схемы – программы предоставления финансирования реальному сектору через коммерческие банки. Например, ЕЦБ запустил программу целевого долгосрочного кредитования (targeted long-term REPO operations, TLTRO) с целью улучшения работы кредитного канала монетарной трансмиссии с помощью увеличения кредитования банками реального сектора, а также временно смягчил требования к капиталу для коммерческих банков. Согласно базовому сценарию ЕЦБ, CET1 снизится на 1,9% – с 14,5 до 12,6%, а согласно пессимистичному сценарию – с 5,7 до 8,8% [ECB, 2020a]. В соответствии с исследованием [Altavilla et al., 2020], за счет введенных мер в случае их достаточного объема ожидается прирост кредитования реального сектора в 2,2 п.п.

Центральные банки развитых стран проводят опросы кредитных менеджеров для мониторинга кредитных условий:

- Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices, ФРС;
- The euro area bank lending survey, Европейский центральный банк;
- Credit Conditions Survey, Банк Англии;
- Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices, Банк Японии;
- Senior Loan Officer Survey, Банк Канады.

В соответствии с опросами кредитных менеджеров, в США наблюдается сильное ужесточение требований. В Европе требования для получения кредита в банках за I полугодие 2020 г. выросли незначительно, однако ожидается ощутимое усиление требований во II полугодии 2020 г. В Великобритании требования смягчаются (ожидаемый показатель для III квартала не столь оптимистичен и составляет только 5,5%, что однако также не говорит об ужесточении требований). В Японии также на данный момент не происходит ужесточения требований банков к заемщикам. В Канаде же отмечается ужесточение требований (табл. 5). Таким образом, вероятно, банки США, ЕС, Канады начинают ужесточать требования к заемщикам, что негативно повлияет на кредитную активность.

Таблица 5.

**Данные опросов кредитных менеджеров, ответы респондентов
на вопрос об ужесточении кредитных стандартов для заемщиков банков, в %**

	США	ЕС	Великобритания	Япония*	Канада
Требования значительно ужесточились	11,0	5	Банк Англии публикует только «чистый» процент респондентов: доля отметивших <i>ослабление</i> требований минус доля отметивших <i>ужесточение</i>	0	Банк Канады публикует только «чистый» процент респондентов: доля отметивших <i>ужесточение</i> требований минус доля отметивших их <i>ослабление</i>
Требования в некоторой степени ужесточились	60,3	23		0	
Требования в основном остались такими же	28,8	45		66	
Требования незначительно смягчились	0,0	25		22	
Требования значительно смягчились	0,0	2		12	
			71		19,2

* Для фирм среднего размера, для фирм других размеров данные аналогичны.

Источники: FRB, ECB, Bank of England, Bank of Japan.

Последствия для кредитного цикла.

- **Кредитное сжатие.** На фоне сложной экономической ситуации предложение кредитов будет сжиматься в некоторых развитых странах. На данный момент это вероятно для США, стран Еврозоны, Канады. Менее вероятна фаза кредитного сжатия для Японии и Великобритании (аналогично предыдущему кризису). Причем наиболее тяжелые последствия кредитного сжатия вероятны в странах Еврозоны – как в странах с традиционно банкоцентричной экономикой.

- **Возможности фондирования.** Для высокорейтинговых компаний останется возможность дешевого фондирования с помощью госпрограмм или получение финансирования на рынке с учетом возможности последующего выкупа бумаг центральным банком. В случае малого и среднего бизнеса после выхода из рецессии тех, кто сможет ее пережить, будет наблюдаться долгое восстановление инвестиционной активности: банковский сектор «зажат» регуляторными требованиями, собственных прибылей нет, долговой рынок труднодоступен, возможность получения финансирования остается только в теневого банковского секторе и на фондовом рынке. Если в предыдущие десятилетия премия за риск в облигациях среднего качества была распределена достаточно ровно по группам риска на грани инвестиционного и спекулятивного (BBB- и выше и BB+ и ниже), то теперь будет наблюдаться жесткий водораздел между эмитентами и выпусками, подлежащими рефинансированию в ЦБ и не подпадающими под доступ к «окну ликвидности». Вышеописанная проблема будет иметь большее значение для англо-саксонских рыночноцентричных экономик. В экономиках с континентальной моделью (континентальная Европа) проблема фондирования на долговом рынке для компаний будет ощущаться в несколько меньшей степени в силу банкоцентричности экономик.

- **Низкие процентные ставки для надежных заемщиков.** Сниженная эффективность кредитного канала монетарной политики из-за зарегулированности банковского сектора вынуждает центральные банки идти на отчаянные меры. В развитых странах будет сохраняться монетарная политика при околонулевых или нулевых процентных ставках. В развивающихся экономиках процентные ставки будут хоть и далеки от нулевой границы, но непривычно низки. Падение уровня процентных ставок и спредов корпоративных бумаг продолжается на протяжении двух десятилетий и будет продолжаться дальше – для экономик и компаний с инвестиционным рейтингом. В соответствии с размышлениями Дж.М. Кейнса (хотя и о совсем другом периоде), наступит «эвтания рантье» – на сей раз не через инфляцию, а через процентную ставку. Следует отметить, что речь идет о «новых рантье», получающих текущие доходы от низкорисковых активов, пенсионных фондах, делающих новые вложения.

Экономики и компании с более низким рейтингом будут вынуждены платить существенную премию за риск для получения финансирования. С учетом высоких государственных расходов на борьбу с коронавирусом и поддержку экономики различия в ставках могут оказать значительное влияние на обслуживание государственных долгов.

- **Центральный банк как «кредитор основной инстанции».** Программы количественного смягчения и выкупа активов, вероятно, будут сопровождать экономику на весь период рецессии и после нее, как показывает опыт предыдущего кризиса. Программы количественного смягчения легко запустить и очень сложно свернуть, особенно с учетом повысившейся волатильности на финансовых рынках. Введенные меры повышения ликвидности ставят центральные банки развитых стран в положение «кредитора основной

инстанции», по аналогии с государственными и квазигосударственными институтами на ипотечных рынках. Финансовые риски будут накапливаться у центральных банков – на момент написания статьи баланс ФРС составляет 6 трлн долл. – почти 30% ВВП США. Такая практика будет создавать долгосрочные риски для следующего поколения полисмейкеров.

Предположения о новом кредитном цикле.

- Кредитный цикл окажется зажат с разных сторон падением совокупного спроса, низкими процентными ставками, жестким финансовым регулированием. При этом возможности фондирования на долгом рынке также будут весьма ограничены – занять денег смогут высокорейтинговые корпорации, попадающие под условия программ господдержки или включенные в ломбардные списки.
- Компании, не попадающие под условия, будут вынуждены использовать фондовый рынок и теневой банкинг для получения финансирования. Инвестиционная активность бизнеса снизится, умеренной вероятно останется инвестиционная активность финансовых компаний – пенсионных и других долгосрочных фондов, а также инвестиционная активность компаний, попавших в списки госпрограмм или ломбардные списки.
- Риски финансового сектора окажутся сконцентрированы в центральных банках: в попытках смягчить последствия кризиса государство взяло на себя часть рисков корпоративного сектора, а затем перевело свои риски на центральные банки. Открытым остается вопрос, насколько долго центральные банки смогут накапливать активы.

Заключение

Процесс изменения модели кредитного цикла во многих развитых странах начался после глобального финансового кризиса 2008–2009 гг.: наступил период продолжительного кредитного сжатия – ситуации долгосрочного сокращения кредитной активности на фоне низких процентных ставок в ответ как на факторы предложения, так и на факторы спроса. Значимо это явление наблюдалось в США, странах Еврозоны, других развитых странах. Некоторые развитые страны избежали этого периода – после непродолжительной фазы кредитного сжатия наступила фаза роста кредитной активности.

Ключевым фактором наступившего периода продолжительного кредитного сжатия можно назвать ужесточение банковского регулирования в посткризисный период и, в частности, введение требований Базеля II и Базеля III. Требования Базельского комитета к капиталу, ликвидности банков привели к сокращению банковского предложения на фоне низких процентных ставок. При этом ослабление регуляторных требований может привести к быстрому снижению надежности банков и будет в явном противоречии к долгосрочной тенденции «закручивания гаек».

Новый экономический кризис, связанный с пандемией коронавируса, ставит кредитную и инвестиционную активность в новые условия: вероятно, продолжительное кредитное сжатие будет вскоре наблюдаться и на долгом рынке. Сверхнизкие процентные ставки с высокой вероятностью приведут к «эвтаназии рантье», снижению стимулов к накоплению капитала, а роль главного инвестора в экономике (и главного накопителя рисков) косвенно перейдет к центральным банкам.

Такое изменение институциональной среды финансовых рынков приведет к массе последствий для глобальной экономики. Ограничения кредитного цикла и демографи-

ческие факторы не способствуют бурному росту мировой экономики, особенно развитых стран. На фоне неизбежного роста уровней государственного долга и корпоративной кредитной нагрузки это создает серьезные долгосрочные риски, для обезвреживания которых пока не видно реалистичных решений.

* *

*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Григорьев Л.М., Павлюшина В.А., Музыченко Е.Э. Падение в мировую рецессию 2020... // Вопросы экономики. 2020. № 5. С. 5–24.

Altavilla C., Barbiero F., Boucinha M., Burlon L. The Great Lockdown: Pandemic Response Policies and Bank Lending Conditions: ECB Working Paper № 20202465. (<https://ssrn.com/abstract=3690911>)

Altman E. The Credit Cycle Before and After the Market's Awareness of the Coronavirus Crisis in the US: NYU Working Paper. 2020.

Aramonte S., Avalos F. Corporate Credit Markets after the Initial Pandemic Shock // BIS Bulletin (Bank for International Settlements). 2020. № 26.

Armour J., Menezes A., Uttamchandani M., van Zwieten K. How Do Creditor Rights Matter for Debt Finance? A review of empirical evidence // F. Dahan (ed.) Research Handbook on Secured Financing in Commercial Transactions. 2015. P. 3–25.

Bank of England, Financial Policy Committee. Financial Stability Report. August 2020.

Beckworth D. The Monetary Policy Origins of the Eurozone Crisis // International Finance. 2017. Vol. 20. № 2. P. 114–134.

Berger A.N., Udell G.F. Did Risk-Based Capital Allocate Bank Credit and Cause a «Credit Crunch» in the United States? // Journal of Money, Credit and Banking. 1994. Vol. 26. № 3. P. 585–628.

Bernanke B.S., Lown C.S. The Credit Crunch // Brookings Papers on Economic Activity. 1991. № 2. P. 205–247.

Bernanke B.S. The New Tools of Monetary Policy // The American Economic Review. 2020. Vol. 110. № 4. P. 943–983.

Bernoth K., Dany-Knedlik G., Gibert A. ECB and Fed Monetary Policy Measures Against the Economic Effects of the Coronavirus Pandemic Have Little Effect // DIW Focus. 2020. Berlin (German Institute for Economic Research). № 3.

Blank M., Stein J.C., Hanson S.G., Sunderam A. How Should US Bank Regulators Respond to the COVID-19 Crisis?: Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings, Hutchins Center Working Paper № 63. 2020.

Brinkmann E.J., Horvitz P.M. Risk-based Capital Standards and the Credit Crunch // Journal of Money, Credit and Banking. 1995. Vol. 27. № 3. P. 848–863.

Cavallino P., Fiore F. de. Central Banks' Response to Covid-19 in Advanced Economies // BIS Bulletin. Bank for International Settlements. 2020. № 21.

Chopra A., Gros D., Whelan K. The ECB's Role in the Design and Implementation of (Financial) Measures in Crisis-Hit Countries. European Parliament, Directorate General for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, 2015.

Clair R.T., Tucker P. Six Causes of the Credit Crunch // Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review. 1993. Vol. 3. P. 1–19.

European Central Bank. Monthly Bulletin. May 2012.

European Central Bank. Covid-19 Vulnerability Analysis – July 2020 ECB, 2020a.

European Central Bank. The Euro Area Bank Lending Survey – Second Quarter of 2020. ECB, 2020b.

- Galati G., Moessner R.* Effects of Fed Policy Rate Forecasts on Real Yields and Inflation Expectations at the Zero Lower Bound: BIS Working Papers, № 873. 2020.
- Hancock D., Wilcox J.A.* The «Credit Crunch» and the Availability of Credit to Small Business // *Journal of Banking & Finance*. 1998. Vol. 22. № 6–8. P. 983–1014.
- Hutchinson J., Mee S.* The Impact of the ECB's Monetary Policy Measures Taken in Response to the COVID-19 Crisis // *ECB Economic Bulletin*. Vol. 5. 2020.
- Iyer R., Lopes S., Peydro J.-L., Schoar A.* Interbank Liquidity Crunch and the Firm Credit Crunch: Evidence from the 2007–2009 Crisis // *The Review of Financial Studies*. 2013. Vol. 27. № 1. P. 347–372.
- Minsky H.P.* The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to «Standard» Theory // *Challenge*. 1977. Vol. 20. № 1. P. 20–27.
- Owens R.E., Schreft S.* Identifying Credit Crunches. Federal Reserve Bank of Richmond: Manuscript. 1992.
- Presbitero A.F., Udell G.F., Zazzaro A.* The Home Bias and the Credit Crunch: A Regional Perspective // *Journal of Money, Credit and Banking*. 2014. Vol. 46. P. 53–85.
- Stiglitz J.E., Weiss A.* Credit Rationing in Markets with Imperfect Information // *The American Economic Review*. 1981. Vol. 71. № 3. P. 393–410.

Next Credit Cycle: Danger of New «Euthanasia for the Rentiers»

Anastasia Podrugina¹, Anton Tabakh²

¹ National Research University Higher School of Economics,
20, Myasnitskaya str., Moscow, 101000, Russian Federation.
E-mail: apodrugina@hse.ru

² National Research University Higher School of Economics,
20, Myasnitskaya str., Moscow, 101000, Russian Federation.
E-mail: atabakh@hse.ru

The article analyzes the behavior of the credit cycle in the period after the global financial crisis, as well as the consequences of changes in the «inter-crisis» period of 2010–2019 for the future credit cycle after new economic recession in 2020 caused by COVID-19 pandemic.

The «credit crunch» phase, defined as a period of reduced credit activity under the low and declining interest rates, has been prolonged in many countries since the global financial crisis. The reason for this were both some mistakes in monetary policy and the tightening of financial regulation, primarily in the banking sector. Ultimately, this led to slower economic growth, reduced efficiency of the banking channel of monetary policy and the transition of non-financial companies to alternative funding sources and the transfer of financial risks to the non-banking financial sector (primarily the shadow banking sector).

According to the authors, the new world recession, caused by COVID-19 pandemic, will lead to further changes in the model of the credit cycle – funding opportunities at low interest

rates be even more restricted (excluding public financing programs) and the Central Bank will act as «lender of *primary* resort» and the main risk collector. The level of interest rates will affect service of increasing public debts. In fact, under the ultra-low interest rates, credit crunch may occur in the debt market (except for companies with high credit rating), and financial risks will accumulate even more in the shadow banking sector.

The results of the analysis allow us to form a «frame» for further research of the credit cycle after a current economic recession.

Key words: credit cycle; credit crunch; low interest rates; credit rationing; credit standards.

JEL Classification: G210, E320, F440.

* *
*

References

- Altavilla C., Barbiero F., Boucinha M., Burlon L. (2020) *The Great Lockdown: Pandemic Response Policies and Bank Lending Conditions*. ECB Working Paper no 20202465. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3690911>
- Altman E. (2020) *The Credit Cycle Before and after the Market's Awareness of the Coronavirus Crisis in the US*. NYU Working Paper.
- Aramonte S., Avalos F. (2020) Corporate Credit Markets after the Initial Pandemic Shock. *BIS Bulletin*, 26, Bank for International Settlements.
- Armour J., Menezes A., Uttamchandani M., van Zwieten K. (2015) How Do Creditor Rights Matter for Debt Finance? A review of empirical evidence. *Research Handbook on Secured Financing in Commercial Transactions* (ed. F. Dahan), pp. 3–25.
- Bank of England, Financial Policy Committee (2020) *Financial Stability Report*, August.
- Beckworth D. (2017) The Monetary Policy Origins of the Eurozone Crisis. *International Finance*, 20, 2, pp. 114–134.
- Berger A.N., Udell G.F. (1994) Did Risk-Based Capital Allocate Bank Credit and Cause a «Credit Crunch» in the United States? *Journal of Money, Credit and Banking*, 26, 3, pp. 585–628.
- Bernanke B.S., Lown C.S. (1991) The Credit Crunch. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 205–247.
- Bernanke B.S. (2020) The New Tools of Monetary Policy. *The American Economic Review*, 110, 4, pp. 943–983.
- Bernoth K., Dany-Knedlik G., Gibert A. (2020) ECB and Fed Monetary Policy Measures Against the Economic Effects of the Coronavirus Pandemic Have Little Effect. *DIW Focus*, 3, Berlin (German Institute for Economic Research).
- Blank M., Stein J.C., Hanson S.G., Sunderam A. (2020) *How Should US Bank Regulators Respond to the COVID-19 Crisis?* Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings, Hutchins Center Working Paper no 63.
- Brinkmann E.J., Horvitz P.M. (1995) Risk-based Capital Standards and the Credit Crunch. *Journal of Money, Credit and Banking*, 27, 3, pp. 848–863.

- Cavallino P., Fiore F. de. (2020) Central Banks' Response to Covid-19 in Advanced Economies. *BIS Bulletin*, 21, Bank for International Settlements.
- Chopra A., Gros D., Whelan K. (2015) *The ECB's Role in the Design and Implementation of (Financial) Measures in Crisis-Hit Countries*. European Parliament, Directorate General for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policy.
- Clair R.T., Tucker P. (1993) Six Causes of the Credit Crunch. *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, 3, pp. 1–19.
- European Central Bank. (2012) *Monthly Bulletin*, May.
- European Central Bank. (2020a) *Covid-19 Vulnerability Analysis – July 2020 ECB*.
- European Central Bank. (2020b) *The Euro Area Bank Lending Survey – Second Quarter of 2020*.
- Galati G., Moessner R. (2020) *Effects of Fed Policy Rate Forecasts on Real Yields and Inflation Expectations at the Zero Lower Bound*. BIS Working Papers, no 873.
- Grigoryev L.M., Pavlyushina V.A., Muzychenko E.E. (2020) Padenie v mirovuyu recessiyu 2020... [The Fall into 2020 Recession...]. *Voprosy Ekonomiki*, 5, pp. 5–24.
- Hancock D., Wilcox J.A. (1998) The «Credit Crunch» and the Availability of Credit to Small Business. *Journal of Banking & Finance*, 22, 6–8, pp. 983–1014.
- Hutchinson J., Mee S. (2020) The Impact of the ECB's Monetary Policy Measures Taken in Response to the COVID-19 Crisis. *ECB Economic Bulletin*, 5.
- Iyer R., Lopes S., Peydro J.-L., Schoar A. (2013) Interbank Liquidity Crunch and the Firm Credit Crunch: Evidence from the 2007–2009 Crisis. *The Review of Financial Studies*, 27, 1, pp. 347–372.
- Minsky H.P. (1977) The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to «Standard» Theory. *Challenge*, 20, 1, pp. 20–27.
- Owens R.E., Schreft S. (1992) *Identifying Credit Crunches* (unpublished). Federal Reserve Bank of Richmond.
- Presbitero A. F., Udell G. F., Zazzaro A. (2014) The Home Bias and the Credit Crunch: A Regional Perspective. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46, pp. 53–85.
- Stiglitz J.E., Weiss A. (1981) Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71, 3, pp. 393–410.