Дмитрий ШАГАРДИН,
аналитик отдела рыночного анализа и консультаций, «КИТ Финанс Брокерская компания»

Beautiful deleveraging по–американски

Сжатие кредитного пузыря в 2008 году запустило процесс делевериджа по всему миру. США, крупнейшая мировая экономика, оказались в самом эпицентре кризиса. По прошествии пяти лет американские домохозяйства, частный бизнес, финансовый сектор продолжают сокращать уровень кредитного плеча — их выпадающий спрос замещается государственным долгом. Пройдя этап дефляционного делевериджа в 2009–2010 годах, сегодня экономика США находится в стадии, которую Рей Далио обозначил как beautiful deleveraging («красивый делеверидж»).

ПРИРОДА ДЕЛЕВЕРИДЖА

Главным отличием кризиса 2008 года от предыдущих экономических циклических спадов в США является то, что крах рынка недвижимости запустил процесс делевериджа на всех уровнях экономических субъектов. Но американские домохозяйства ощутили на себе самый сильный удар. И это неудивительно — портфель недвижимости составляет 20% всех активов домохозяйств, а ипотечные кредиты — более 70% всех обязательств. Потребительские расходы формируют 70% ВВП США.

Периоды делевериджа в историческом контексте можно пересчитать по пальцам: Веймарская республика (1919–1923 годы), США — Великая депрессия (1930-е годы), Великобритания (1950-е и 1960-е годы), Япония (последние 20 лет), США (с 2008 года по текущий момент), Испания (с 2010 года по текущий момент).

Делеверидж — это процесс сокращения долговой нагрузки (долга и платежей по этому долгу по отношению к доходам) в рамках долгосрочного кредитного цикла. Долгосрочный кредитный цикл возникает, когда долги заемщика растут быстрее, чем доходы, и завершается, когда стоимость обслуживания долга становится чрезмерно высокой. История показывает, что процесс делевериджа может затянуться на 10 лет.

На рисунке 1 через соотношение долг/ВВП показан процесс делевериджа в различных секторах экономики США. Хорошо видно, как государство стало активно замещать выпадающий спрос частного сектора через значительное расширение долга: с июля 2008-го по декабрь 2012 года долг домохозяйств сократился на $0.93 трлн, финансового сектора — на $3.16 трлн, долг нефинансового корпоративного сектора вырос на $1.14 трлн, правительства — на $5.78 трлн.

ДЕЛЕВЕРИДЖ НА УРОВНЕ ДОМОХОЗЯЙСТВ

Согласно данным на четвертый квартал 2012 года, активы домохозяйств ($79.5 трлн) на 30% состоят из нефинансовых активов

($25.1 трлн, $17.6 трлн из которых составляет недвижимость), на 70% — из финансовых активов ($54.4 трлн). В структуре обязательств ($13.45 трлн) на ипотечные кредиты ($9.4 трлн) приходится 70%, на потребительский кредит ($2.8 трлн) — 20%. Разница между активами и обязательствами есть уровень благосостояния ($66 трлн). Недвижимость и ипотека — критически важные составляющие баланса домохозяйств США.

Процесс делевериджа как раз заключается в сокращении объема ипотечных кредитов — с июля 2008-го по декабрь 2012 года их объем сократился на 11% (–$1.2 трлн), до $9.43 трлн. Потребительский кредит за этот период показал рост на 11% (+$0.3 трлн), до $2.8 трлн, но никак не смог перекрыть ипотечный делеверидж.

Анализ структуры и динамики изменения объема кредита домохозяйств показывает, что кредитный бум 2000-х годов в США надул пузырь именно в сегменте жилой недвижимости. Действительно, с 2000-го по 2008 год объем ипотечных кредитов под жилую недвижимость увеличился более чем вдвое — с $4.5 трлн до $10.6 трлн (на $6.1 трлн). При этом объем потребительского кредита (студенческие кредиты, автокредиты, кредитные карты и так далее) вырос за аналогичный период с $1.6 трлн до $2.4 трлн (на $0.8 трлн).

Цены на недвижимость в США достигли своего максимума осенью 2006 года. Однако продолжающееся увеличение предложения жилья на рынке на фоне ужесточения условий выдачи новых кредитов вместе с ростом процентных ставок стало триггером к падению цен. К весне 2008 года портфель недвижимости американских домохозяйств успел потерять 11% стоимости. Ипотечный долг тем временем продолжал расти вплоть до середины 2008 года, создавая прочную основу для запуска сильнейшего кризиса со времен Великой депрессии 1930-х.

ЗАЕМЩИКИ «ПОНЦИ» И НЕСТАНДАРТНАЯ ИПОТЕКА

Дивергенция между растущим ипотечным долгом и снижающимися ценами на недвижимость привела к финансовому коллапсу заемщиков, которых Хайман Мински (1916–1996) в своей теории экономических циклов определил в группу «понци». В отличие от «хеджеров» и «спекулянтов», заемщики «понци» не генерируют достаточного объема собственных денежных потоков (от зарплаты, процентов и тому подобного) для покрытия своих обязательств, рассчитывая исключительно на постоянный рост стоимости активов, взятых в кредит. Именно заемщики «понци» надули пузырь subprime ипотеки в США, который лопнул в 2008 году.

Если в 2002 году объем subprime-кредитов составлял 6% от всего объема кредитов, то в 2006 году — уже 20%. Стремительно развивающийся рынок деривативов создал возможность для «упаковки» таких кредитов в структурированные финансовые продукты (пулы ипотечных закладных), которые далее продавались инвесторам (в основном банкам и финансовым компаниям).

Когда стоимость ипотечного кредита превысила стоимость недвижимости, под залог которой этот кредит брался, заемщики «понци» спровоцировали волну просрочек и неплатежей, что обрушило банковскую систему

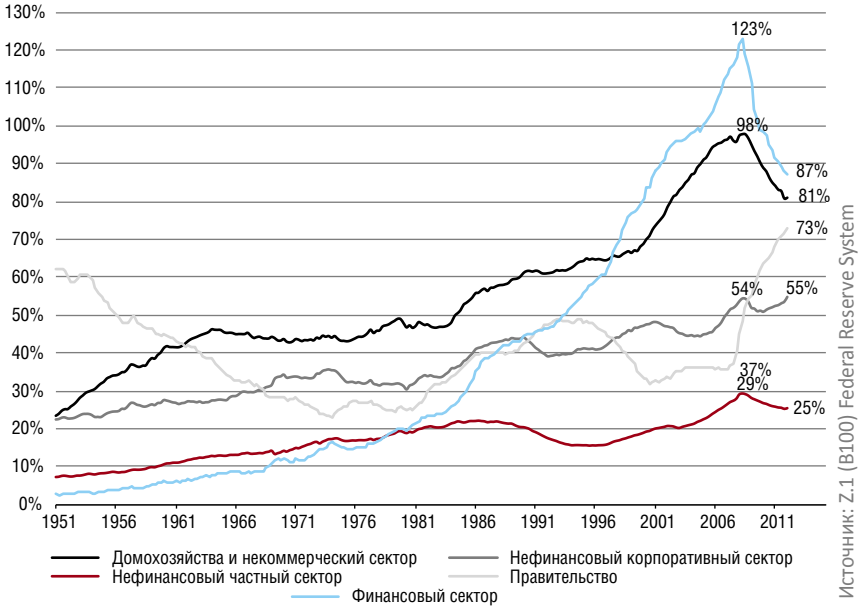


Рисунок 1
США: кредитный долг по секторам, % к ВВП

Таблица 1
Баланс домохозяйств и некоммерческих организаций США, $ трлн

Структура баланса	Кв. 4 2012	Доля
Активы	**79.5**	**100%**
Нефинансовые активы	**25.1**	**32%**
Недвижимость	17.6	22%
Товары длительного пользования	4.9	6%
Другие нефинансовые активы	2,6	3%
Финансовые активы	**54.4**	**68%**
Депозиты	9.0	11%
Инструменты кредитного рынка	5.2	7%
Корпоративные акции	9.8	12%
Взаимные фонды (ПИФы)	5.3	7%
Резервы пенсионных фондов	14	18%
Активы в некорпоративном бизнесе	8.1	10%
Другие финансовые активы	3.0	4%
Обязательства	**13.45**	**100%**
Инструменты кредитного рынка	**12.8**	**95%**
Ипотека	9.4	70%
Потребительский кредит	2.8	21%
Другое	0.6	4%
Другие обязательства	**0.6**	**5%**
Благосостояние	**66.05**	

Источник: Z.1 (B100) Federal Reserve System

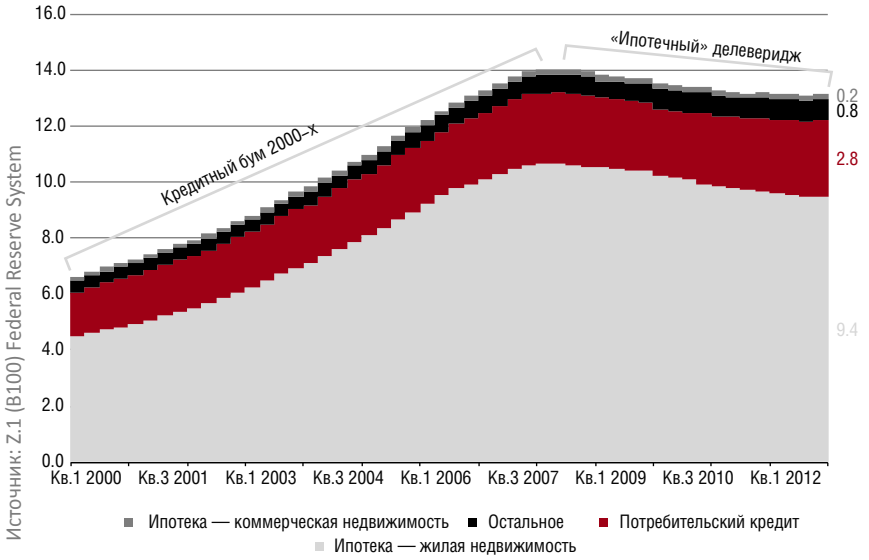


Рисунок 2
Домохозяйства: структура и динамика обязательств, $ трлн

США, так как балансы банков были нагружены «качественными» ценными бумагами, обеспеченными пулами ипотечных кредитов (mortgage backed securities, MBS). В результате кризис subprime-ипотеки дополнился полноценным кризисом банковской, а далее и всей американской финансовой системы.

Удар по благосостоянию американских домохозяйств был колоссальным. Тот факт, что недвижимость является важнейшим залоговым обеспечением под кредиты, лишь усугублял ситуацию.

ДОЛГ ДОМОХОЗЯЙСТВ В % К ВВП США

Совокупный долг американских домохозяйств к ВВП США с 24% в 1950 году достиг своего пика в середине 2008 года. В процессе делевериджа значение опустилось до 81% (см. рисунок 1).

Много это или мало? Сказать сложно. К примеру, с 1960-го по 1984 год среднее значение долга домохозяйств к ВВП составляло 44%; с 1987-го по 2001 год — 62%. Что было дальше? Кредитное безумие и значительное превышение темпов роста долга домохозяйств над темпами роста номинального ВВП, то есть надувание кредитного «пузыря», — подготовка почвы для кризиса.

ИПОТЕЧНЫЙ ДОЛГ В % ОТ ПОРТФЕЛЯ НЕДВИЖИМОСТИ

Соотношение объема ипотечного долга к объему портфеля недвижимости домохозяйств США держалось на уровне 40% в 1991–2006 годах. В период с конца 2006-го по середину 2008 года, когда цены на недвижимость падали, а ипотечный долг расширялся, это соотношение взлетело до 63%. Затем начался необратимый процесс «ипотечного» делевериджа, и по прошествии пяти лет соотношение ипотечного долга к портфелю недвижимости сократилось до 53%.

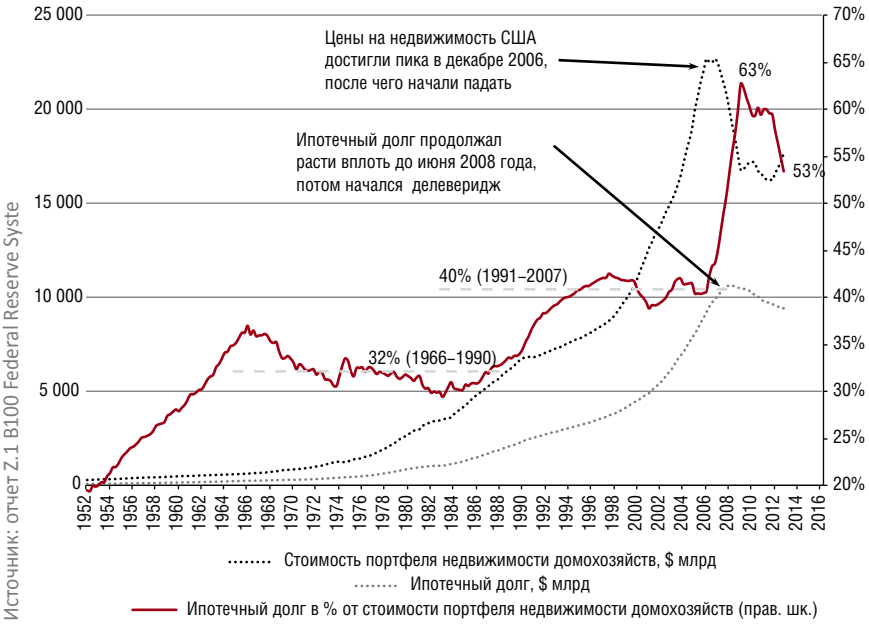
На какой отметке находится тот равновесный уровень, с которого интерес к ипотеке со стороны американских домохозяйств может вновь возобновиться? Конкретного ответа на этот вопрос нет. Важно то, что американские власти (и ФРС через программы QE и Twist) направляют свои силы на восстановление рынка недвижимости.

Портфель недвижимости американских домохозяйств с пиков 2006 года ($22.4 трлн) до минимумов декабря 2011 года ($16.1 трлн) обесценился на 28%. И только в 2012 году наметились позитивные сдвиги и стоимость портфеля недвижимости выросла на 9.6% в годовом пересчете, до $17.4 трлн. Сегодня американские власти (в том числе ФРС) сосредоточены на восстановлении рынка недвижимости.

ПРОЦЕНТНЫЕ РАСХОДЫ НА ОБСЛУЖИВАНИЕ ДОЛГА

Когда сравнивается соотношение долга к ВВП, не учитывается очень важный момент — возможность и способность экономического агента этот долг обслуживать. Именно высокая стоимость обслуживания долговых обязательств (а не его высокое абсолютное значение) вызывает сжатие кредита и запуск делевериджа, что приводит к замедлению экономики. В случае если процентные ставки падают, долги могут расти, но стоимость их обслуживания не будет увеличиваться в той степени,

Рисунок 3
Домохозяйства: ипотечный долг в % стоимости портфеля недвижимости



чтобы это могло вызвать кризис неплатежей. Поэтому очень ценным индикатором выступает соотношение процентных расходов на обслуживание долга к уровню располагаемого дохода домохозяйств.

Как видно на рисунке 4, когда расходы на обслуживание долга от располагаемого дохода домохозяйств в США достигли 14%, запустился процесс делевериджа. Тот же уровень был достигнут в начале 1930-х, когда страна стояла на грани Великой депрессии. История повторяется.

Сегодня расходы на обслуживание долга домохозяйств опустились к 10%. Это явилось следствием «финансовых репрессий» ФРС, благодаря которым удалось значительно понизить уровень процентных ставок в экономике. В условиях реальных отрицательных ставок выигрывают в первую очередь заемщики (но не кредиторы), так как расходы по обслуживанию долга сокращаются быстрее, чем растут доходы от владения активами.

ДОЛГ ОТ РАСПОЛАГАЕМЫХ ДОХОДОВ

Как было отмечено выше, наращивание потребления в США в последние годы осуществлялось в основном за счет наращивания кредита, а не дохода. В декабре 2007 года долги домохозяйств США превысили уровень в 130% от их располагаемого дохода. Под тяжестью долгового времени, то есть уже потраченных будущих доходов, наращивать потребление домохозяйства далее не могли. Начался делеверидж. К декабрю 2012 года объем долга к располагаемым доходам сократился до 106%, но по историческим меркам он по-прежнему остается высоким. Среднее значение с 1987-го по 2001 год составляло 85 %.

Несмотря на значительное сокращение долга со 130% до 106% располагаемого дохода домохозяйств, нельзя однозначно говорить о том, что делеверидж близок к завершению. Доходы и долг распределены в экономике США неравномерно, так как большая его часть сосредоточена в секторе домохозяйств со средним и низким уровнем доходов.

Кроме того, с наступлением кризиса 2008 года «дорогой» долг домохозяйств замещается более «дешевым» государственным, что позволяет решить текущие проблемы экономики в процессе делевериджа частного сектора, но создает большие проблемы в перспективе. Госдолг — это фактически долг, который тоже должны обслуживать домохозяйства, это стоит понимать при попытках оценки долгосрочных перспектив. В какой-то момент государство может нарастить дефицит бюджета и увеличить долг, чтобы помочь домохозяйствам, но в долгосрочном разрезе за это платить придется все равно домохозяйствам.

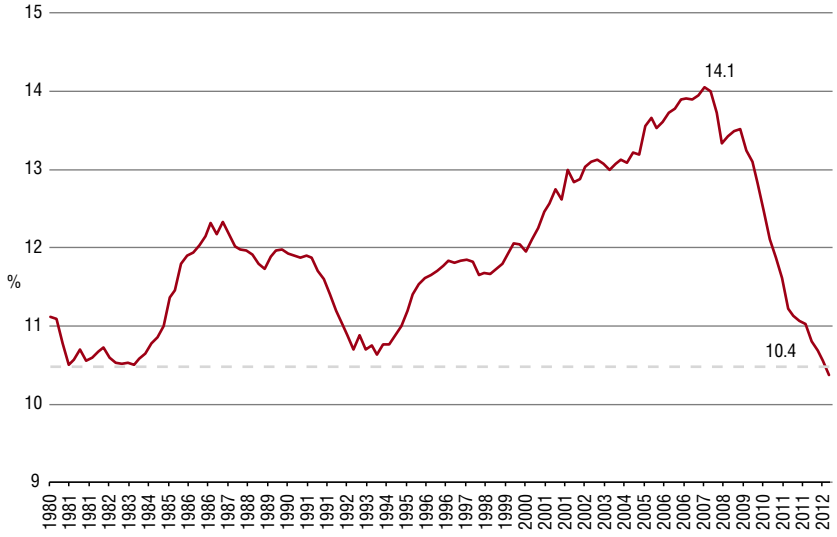
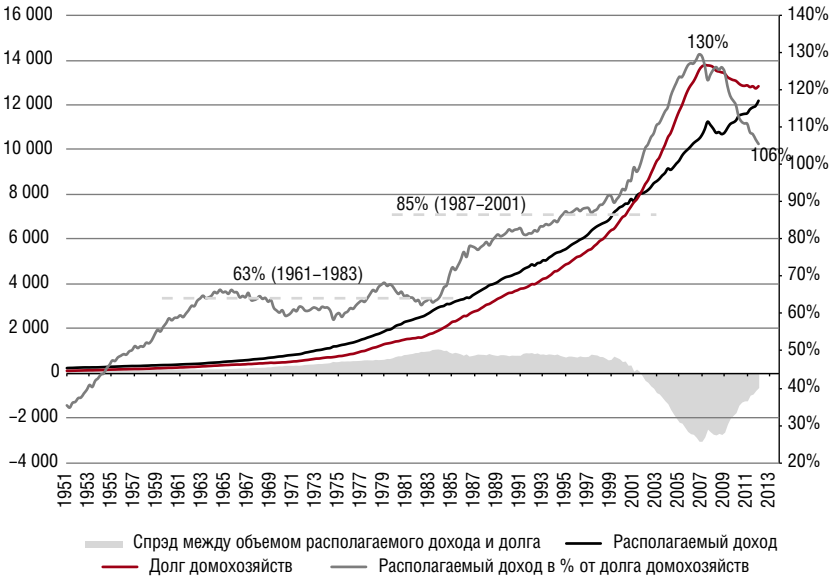


Рисунок 4
Домохозяйства: расходы на обслуживание долга в % от располагаемого дохода

В условиях ипотечного делевериджа посткризисное восстановление благосостояния домохозяйств на 90% обусловлено ростом стоимости финансовых активов. С марта 2009 года по декабрь 2012 года активы домохозяйств выросли на 22% (+$14.2 трлн), при этом финансовые активы увеличились на 31% (+$12.9 трлн); 1/3 всего восстановления пришлась на рост портфеля акции. Это является прямым следствием политики нулевых процентных ставок (ZIRP) и программ количественного смягчения QE от ФРС — в мае 2013 года индекс S&P 500 вышел на новые исторические максимумы.

В том случае, если на рынке акций случится значительный провал, благосостояние домохозяйств в значитель-

Рисунок 5
Домохозяйства: долг в % от располагаемых доходов



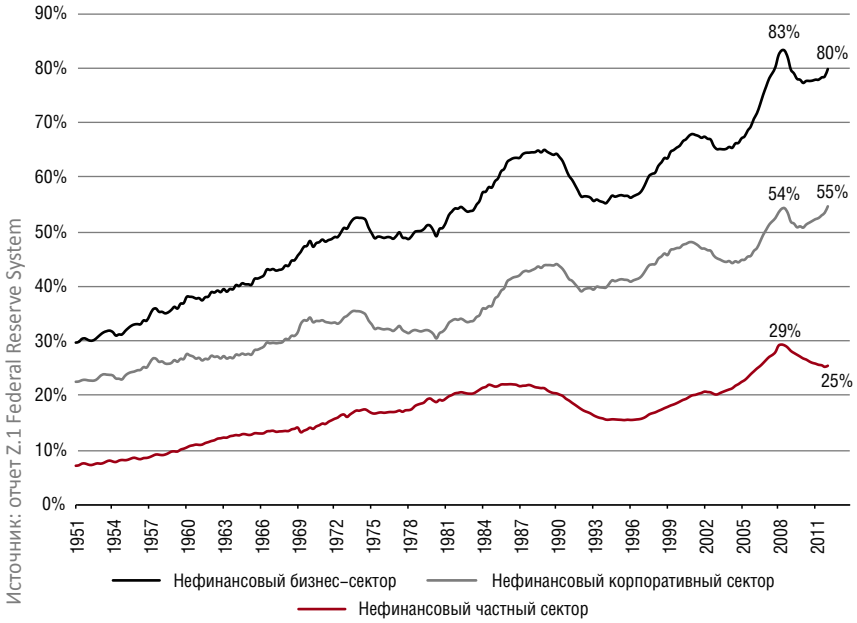


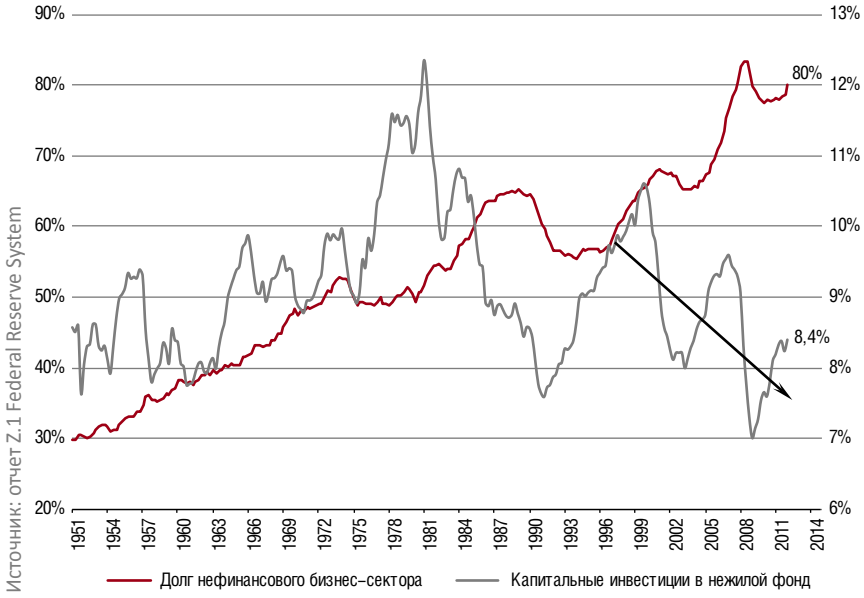
Рисунок 6
Нефинансовый корпоративный и частный сектор: долг в % к ВВП США

ной степени ухудшится, что негативно скажется на потребительской уверенности и кредитной активности населения, частного и корпоративного сектора. Процесс делевериджа затянется, и экономика испытает новый шок. Монетарные власти держат рынки на коротком поводке и едва ли допустят значительной просадки на фондовом рынке.

ДЕЛЕВЕРИДЖ В НЕФИНАНСОВОМ БИЗНЕС-СЕКТОРЕ

Активы нефинансового бизнес-сектора США составляют $45.5 трлн, из которых 30% приходится на частный сектор (малый и средний бизнес), остальные 70% — на корпоративный.

Рисунок 7
Нефинансовый бизнес-сектор: капитальные инвестиции в нежилой фонд vs долги, % к ВВП



Корпоративный сектор с 2010 года вышел из делевериджа — сегодня долг к ВВП превысил значения 2008 года, но частный сектор продолжает сокращать уровень кредитного плеча. Дело в том, что в структуре обязательств ($5.7 трлн) частного сектора 40% приходится на балласт в виде ипотечного долга ($2.8 трлн).

Инвестиции в основной капитал частного сектора остаются крайне слабыми, а динамика инвестиций корпоративного сектора при текущем наращивании долга не способствует устойчивому росту бизнеса. Этим объясняется проблема низких посткризисных темпов роста занятости и капитальных расходов в экономике США.

ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЯ

Сегодня экономика США находится в стадии комфортного или «красивого» делевериджа (beautiful deleveraging), когда объем монетизации государственного долга перевешивает дефляционные эффекты от сокращения уровня долговой нагрузки экономических субъектов, и в особенности домохозяйств и частного бизнес-сектора. Это создает основу для того, чтобы темпы роста номинального ВВП сохранялись выше уровня номинальных процентных ставок в экономике.

Однако долговая нагрузка американских домохозяйств остается избыточной и едва ли в ближайшие годы вернется к уровням начала 2008 года. Крах рынка недвижимости оказал мощнейшее психологическое давление на домохозяйства, что негативно отражается на желании населения брать новые кредиты.

Американский малый и средний бизнес, наряду с отечественными финансовыми организациями, также остается во власти делевериджа, создавая давление на экономическое восстановление.

Усилия властей на поддержание рынка недвижимости существенно ускорили процесс делевериджа в 2012 году. Когда ипотечный долг выйдет на траекторию роста, экономика США получит очень серьезную поддержку со стороны потребителей. Можно говорить о том, что и выход ФРС из аккомодационной политики случится тогда, когда делеверидж закончится и экономика страны перейдет в фазу «естественного» роста.

Но даже если делеверидж закончится в ближайшие годы, не совсем понятно, на какие цели будет наращиваться кредит. Если на потребление — это одно, и приведет к надуванию очередного «пузыря». Если в бизнес, то куда именно? Нужны новые точки приложения капитала.