ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2014

Мировые тенденции рынка секьюритизации

Егор СУСИН,
главный эксперт Центра экономического прогнозирования, Газпромбанк

Окончил Севастопольский государственный технический университет по специализации «Экономика предприятия» (2000). С 2004 по 2012 год работал в Alpari NZ Limited аналитиком и руководителем аналитического отдела. Занимался оценкой и прогнозированием тенденций мировой экономики и финансовых рынков, составлением аналитических отчетов и докладов по состоянию ведущих экономик мира, детальной оценкой динамики отдельных макроэкономических показателей, их тенденций и влияния на финансовые рынки, прогнозированием динамики валютных рынков. С 2012 года — главный эксперт Центра экономического прогнозирования Газпромбанка по экономикам зарубежных стран. Автор ряда статей по теме мировых рынков и экономики.

Экономика США: новая волна?

В середине 2013 года ожидания финансовых рынков относительно перспектив роста экономики США существенно улучшились, ряд экспертов пересмотрели прогнозы роста экономики в сторону повышения, на возможности улучшения прогнозов указали и в МВФ. Можно ли действительно говорить о том, что американская экономика встала на путь устойчивого восстановления, или эта волна оптимизма сменится очередным разочарованием, как уже не раз происходило в последние годы? Этот вопрос сейчас является особенно важным, так как улучшение ожиданий относительно американской экономики происходит на фоне замедления роста экономик развивающихся стран, а именно они были драйвером роста мирового ВВП в последние годы. Это замедление развивающихся стран носит объективный характер, многие экономики (в том числе Россия и Китай) сталкиваются с тем, что их модели роста себя исчерпали, требуются серьезные реформы, которые не позволят поддерживать прежние темпы роста. В такой ситуации общий рост мировой экономики в значительной мере будет зависеть от экономической динамики в США и Европе.

Улучшение ожиданий относительно перспектив американской экономики во многом обусловлено восстановлением рынка жилья США после провала в 2007–2011 годах и достаточно неплохой динамикой роста ВВП и рынка труда Штатов в последний год. Хотя в 2013 году рост американской экономики замедлится до 1.7–1.8% против 2.8% в 2012 году, это происходит на фоне резкого сокращения дефицита бюджета и повышения налогов в прошедшем году. Именно данный фактор заставляет экспертов говорить о существенном ускорении экономического роста американской экономики в 2014 году, так как дальнейшего ужесточения фискальной политики сейчас не ожидается. По итогам календарного 2012 года дефицит бюджета США составлял $1060 млрд (6.5% от ВВП), в 2013 году он сократился до $561 млрд (около 3.3% от ВВП), при этом замедление экономики составило всего 1 п.п. В 2014 году фискальные факторы не будут оказывать столь значительного влияния на экономику, но не стоит переоценивать и положительное влияние. Значительный вклад в сокращение дефицита бюджета внесли дивиденды ипотечных агентств, продажа части активов и ряд других разовых факто-

ров. Помимо этого, повышение налогов на доходы состоятельных американцев, видимо, не оказывало существенного влияния на экономический рост, так как норма сбережений этих домохозяйств достаточно высокая (более 50%), а политика ФРС способствовала росту стоимости активов. Самыми негативными факторами для экономики стали повышение налогов с зарплат, которое коснулось большинства домохозяйств, и сокращение ряда госрасходов, которые оказали отрицательное влияние на доходы и расходы населения. Одновременно правительство США продолжало программу активного наращивания объемов кредитования по таким направлениям, как студенческие ссуды. За 2013 год их объем вырастет на сумму около $115 млрд, которые проходят как активы правительства, а ставки по таким кредитам субсидируются.

Фактор, который оказывал существенную поддержку экономике США в последние два года — это политика в энергетическом секторе. Благодаря «сланцевой революции» США удалось сократить нефтяной дефицит внешней торговли, причем основной эффект от этой политики пришелся именно на 2013 год, когда нефтяной дефицит внешней торговли за 11 месяцев года составил всего $216 млрд против $272 млрд в 2012 году и $298 млрд в 2011 году.

Если обобщить, то негативное влияние на рост американской экономики в 2013 году оказывали бюджетные факторы, а позитивно на нее влияли инвестиции компаний, постепенное восстановление рынка жилья и существенное сокращение чистого импорта энергоресурсов. Если учесть все это, то потенциал роста американской экономики продолжит оставаться в диапазоне 2–3% в год, что не позволяет рассчитывать на стремительное и активное восстановление.

Учитывая тот факт, что ожидания относительно перспектив экономики США резко улучшились после отчета о росте ВВП в третьем квартале на 4.1%, стоит подробнее разобраться, откуда взялся этот рост и действительно ли он может говорить о серьезном улучшении ситуации в экономике. В реальности этот рост можно назвать скорее краткосрочной аномалией, чем отражением устойчивых тенденций в экономике. Для понимания этого достаточно посмотреть структуру самого роста в третьем квартале 2013 года.

Во втором и третьем кварталах года практически перестал действовать фактор сокращения госрасходов, что положительно сказалось на общих темпах роста экономики, еще одним фактором улучшения динамики стали инвестиции (в значительной мере за счет увеличения

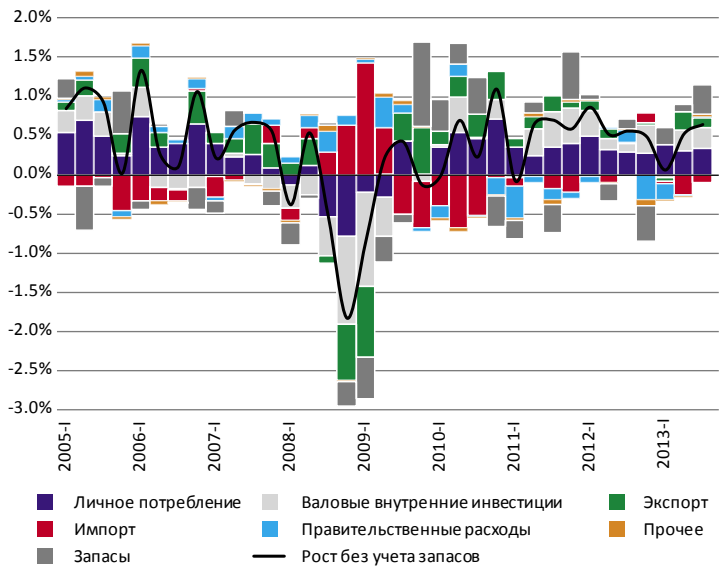

Рисунок 1
Структура изменения ВВП США за квартал

Рисунок 2
Изменение реальных доходов и расходов домохозяйств США

инвестиций в жилищное строительство). Потребительский сектор остается достаточно слабым, и его вклад в рост экономики стабильно держится на уровне 0.3–0.4% последние шесть кварталов, причем даже повышение налогов не оказало на эту динамику существенного влияния. Внешняя торговля не обеспечивает заметного улучшения, резкое сокращение нефтяного дефицита внешней торговли компенсируется ростом ненефтяного дефицита. Основным фактором ускорения роста в третьем квартале стали запасы, которые резко выросли на фоне достаточно слабой потребительской активности. Это означает, что экономика произвела больше, чем было востребовано потребительским и инвестиционным секторами, причем рост запасов продолжается все три квартала 2013 года. Рост затоваренности складов при отсутствии активного увеличения потребительского и инвестиционного спроса будет заставлять компании ограничивать объемы производства, что может негативно сказаться на экономическом росте в ближайшие два-три квартала. Без учета запасов темпы экономического роста в третьем квартале 2013 года существенно не изменились и держатся на уровне около 2–2.5% в год пять из последних шести кварталов, за исключением провального первого квартала 2013 года, когда вступили в силу решения по сокращению дефицита бюджета США.

Как было отмечено выше, не стоит переоценивать негативное влияние резкого сокращения дефицита бюджета на экономику США, особенно в потребительском секторе. Безусловно, повышение налогов крайне негативно сказалось на доходах американцев, но влияние на потребительские расходы было не столь существенным. Если посмотреть на динамику доходов и расходов населения, то ужесточение фискальной политики привело к падению темпов роста реальных доходов населения с 2% в 2012 году до 0.9% в 2013 году, но темпы роста потребительских расходов изменились очень несущественно: с 2.2% в 2012 году до 2% в 2013 году. Такая низкая чувствительность к ужесточению фискальной политики обусловлена тем, что основное повышение налогов компенсировалось снижением нормы сбережений американцев с 5.6% в 2012 году до 4.6% в 2013 году. Подобная динамика не позволяет говорить об устойчивости роста, так как потребительская активность не обеспечена соответствующим ростом доходов населения.

Слабость доходов населения отчасти обусловлена ростом налогов, но значительную роль играет ситуация на рынке труда США. Рост рабочих мест вне сельского хозяйства в 2013 году оставался стабильным, но никакого ускорения роста здесь не произошло. В целом за 2013 год было создано 2.2 млн новых рабочих мест в частном секторе, в 2012 году — 2.3 млн,

в 2011— 2.4 млн. Количество отработанных часов в частном секторе за 2013 год не изменилось, хотя в предыдущие два года наблюдался рост, темпы роста оплаты труда в частном секторе снизились. Очень хорошая динамика в 2013 году была зафиксирована по показателю безработицы, уровень которой снизился с 7.9% в конце 2012 года до 6.7% в конце 2013 года, но этот показатель сейчас крайне плохо отражает реальную ситуацию на рынке труда. Снижение уровня безработицы в последние годы происходит исключительно за счет падения экономической активности населения. Несмотря на рост общей численности населения США на 2.3 млн за год, рабочая сила в 2013 году сократилась на 0.5 млн, составив всего 62.8% от гражданского населения, что является минимальным значением с 1978 года. Уровень занятости в США по итогам года составил 58.6% и за последний год не изменился, несмотря на снижение безработицы, что говорит о сохранении структурных проблем на рынке труда.

В условиях рекордных уровней расслоения по доходам и значительной зависимости экономики от потребления (около 70% ВВП) вряд ли можно рассчитывать на какое-то серьезное устойчивое ускорение темпов роста экономики США. Проведение стимулирующей монетарной политики спровоцировало увеличение стоимости большинства финансовых активов, но большая часть этих активов сосредоточена у наиболее состоятельной части американского общества, потому «эффект богатства», когда рост стоимости активов повышает склонность к потреблению, практически не работает. Коэффициент Джини в 2012 году достиг нового исторического максимума, данных за 2013 год пока нет, но мало сомнений в том, что он поставит новый рекорд на волне роста цен финансовых активов, большая часть которых сосредоточена в руках наиболее состоятельной части американского общества. Фактически американская экономика находится в ситуации, когда средние доходы действительно растут, но основной рост доходов происходит за пределами среднего класса и тех, кто склонен к наращиванию потребления. Последние данные по медианным доходам фиксируют их падение в реальном выражении до минимального уровня с 1996 года. Все это означает, что основной источник драйвер экономики США (средний класс и его потребление) в силу отсутствия устойчивого увеличения занятости и доходов не может больше обеспечивать стабильный рост экономики.

Ситуацию в подобном положении могли бы спасти инвестиции компаний, активный рост которых мог бы способствовать улучшению ситуации на рынке труда, созданию рабочих мест и увеличению заработных плат. Ситуация с инвестициями улучшилась, после кризиса компании вернулись

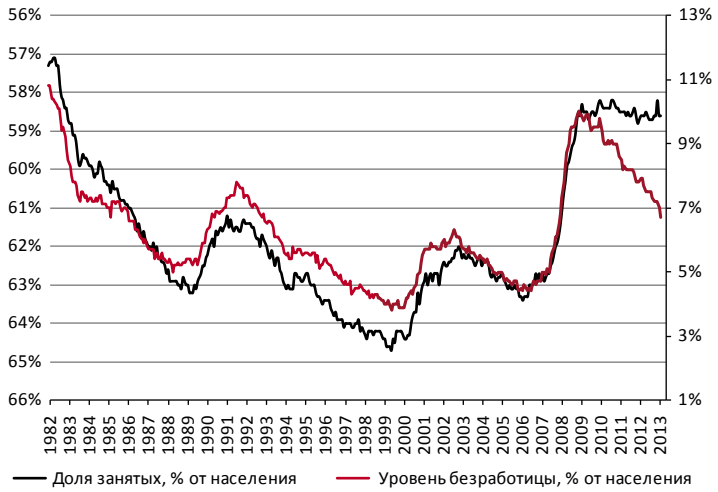

Рисунок 3
Доля занятых и уровень безработицы

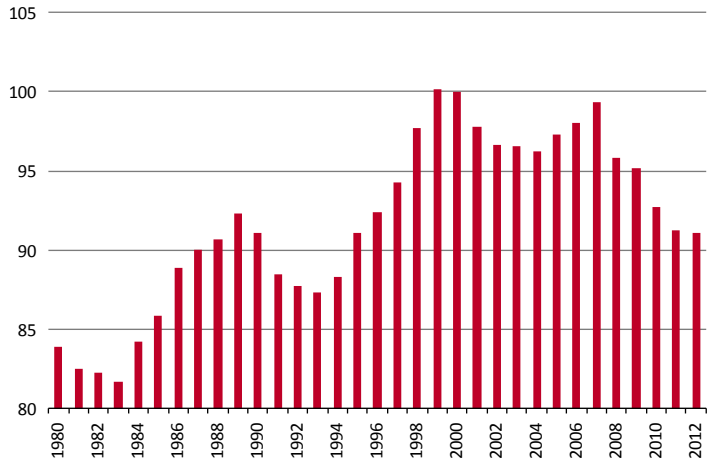

Рисунок 4
Динамика медианных доходов США, 2000 г. = 100

к более активной инвестиционной политике, но до инвестиционного бума далеко. Мало того, значительная часть инвестиций направлена скорее на повышение эффективности и роботизацию, что не оказывает позитивного влияния на рынок труда. Хотя прибыли компаний продолжают оставаться на исторических максимумах относительно ВВП, инвестиционная активность далека от рекордной, и соотношение инвестиций к ВВП остается на очень низком уровне (около 12%), за последние полтора года ситуация здесь практически не изменилась. Пока уровень инвестиций остается на значениях, сравнимых с теми, которые были после кризиса «доткомов», и пока еще очень далеко до максимумов как 2007, так и 2000 года. Отчасти это обусловлено тем, что производственные мощности все еще недозагружены, а компании используют активное привлечение долговых ресурсов на обратный выкуп акций, рефинансирование текущих долгов, сделки слияния и поглощения, автоматизацию производств и роботизацию. Однако все это практически не способствует перераспределению доходов в пользу среднего класса, который и должен выступать потребителем производимой продукции.

В начале 2000-х годов ситуация была чем-то похожа на текущую, тогда важным драйвером роста стал рынок жилья. Этот сектор очень значим для американской экономики, именно жилье вместе с банковскими депозитами является основным активом среднего класса США. Итогом этого стало раздувание пузыря на рынке жилья, так как рост рынка сопровождался резким смягчением требований к заемщикам и расширением кредитной базы за счет должников с низкой платежеспособностью. Жилье в 2004–2008 годах стало основным залогом под финансирование потребительских расходов. Это очень хорошо видно по динамике вторых ипотек и кредитов на прочие нужды под залог жилья, объем которых стремительно рос перед кризисом 2008 года и на пике достигал $350 млрд в год, позволяя финансировать до 4% от потребительских расходов. Схлопывание пузыря и падение цен на жилье привело к резкому сокращению данного типа кредитов и оказало сильное негативное влияние на потребительскую активность.

В 2012 году рынок жилья США постепенно начал восстанавливаться после самого сильного провала со времен Второй мировой. В результате кризиса закладки новых домов выданные разрешения на строительство и продажи новых домов рухнули на 75–80%, продажи домов на вторичном рынке сократились на 40–45%. Цены на дома из-за кризиса падали на 30–35% в среднем по США, но в некоторых регионах падение цен достигало 50–60%. Цикл падения занял пять лет и завершился только к 2012 году, после чего начался естественный восстановительный процесс, обусловленный сокращением избыточного предложения жилья (несколько лет новое строительство сильно отставало от потен-

циальных уровней, обусловленных ростом номинальных доходов и численности населения, а также старением жилого фонда). Сейчас рынок демонстрирует именно восстановительный рост, причем пока объемы далеки от потенциальных, хотя цены уже растут опережающими темпами. Рынок жилья США характеризуется значительным спросом со стороны крупных инвесторов и восстановлением инвестиций корпораций в строения, однако пока не приходится говорить о присутствии сильного спроса со стороны американских домохозяйств. За последние два года рынок жилья восстановил только незначительную часть кризисных потерь по объемам, строительство остается сдержанным, продажи новых домов по-прежнему на достаточно низких уровнях. Учитывая сложившуюся ситуацию с доходами, вряд ли стоит ожидать какого-то взрывного роста рынка, хотя объемы продаж новых домов все еще вдвое ниже средних значений, предшествовавших формированию пузыря. Большим ограничителем для рынка будет резкое восстановление цен продажи новых домов, которые в 2013 году вернулись к максимумам относительно медианных доходов населения.

Такая динамика цен указывает на то, что в активизации рынка относительно небольшую роль играет спрос со стороны среднего класса в США. Отсутствие роста объемов ипотечного кредитования даже в условиях крайне низких ставок 2013 года не привело к значительным сдвигам, а наметившийся рост процентных ставок по ипотеке (в 2012–2013 годах они, скорее всего, достигли своих минимумов) продолжит оказывать сдерживающее влияние на рынок. В 2000–2007 годах немалую роль для роста рынка сыграло снижение требований к заемщику на фоне недооценки рисков subprime-ипотеки. Без вовлечения этой категории заемщиков рынок вряд ли может надеяться на бурный рост, хотя и будет демонстрировать постепенное восстановление. Для того чтобы наращивать кредитование заемщиков с более низкой платежеспособностью, банкам необходимо иметь возможность секьюритизировать выдаваемые кредиты. Делать это через государственные агентства сейчас практически невозможно, а частный рынок после 2008 года почти исчез.

Объем ипотечных облигаций, выпущенных вне госагентств (FNMA, FHLMC, GNMA), сократился с $3.6 трлн в 2007 году до $1.7 трлн в 2013 году, причем объем выпуска подобных бумаг составил менее $100 млрд за прошедший год, что несравнимо с докризисным периодом, когда ежегодные объемы их эмиссии достигали $1–1.3 трлн. Сейчас контроль качества заемщиков остается жестким (или, правильнее сказать, адекватным), и это автоматически исключает из участников рынка значительную часть американских домохозяйств. Такую ситуацию не могут изменить никакие снижения ставок, смягчения монетарной политики и

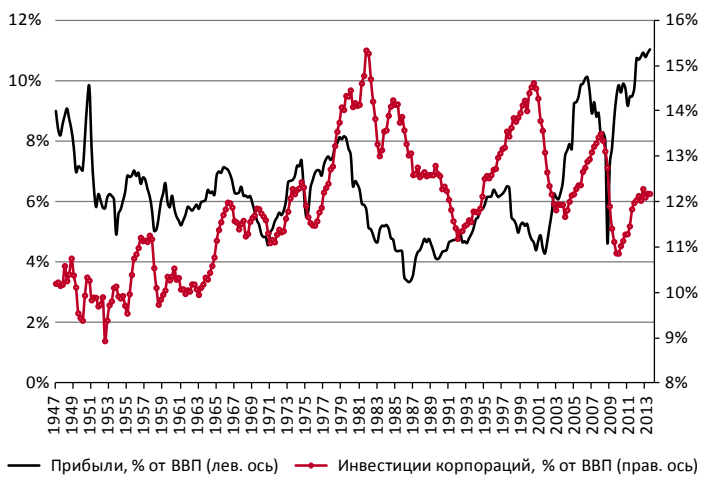

Рисунок 5
Прибыли и инвестиции американских корпораций

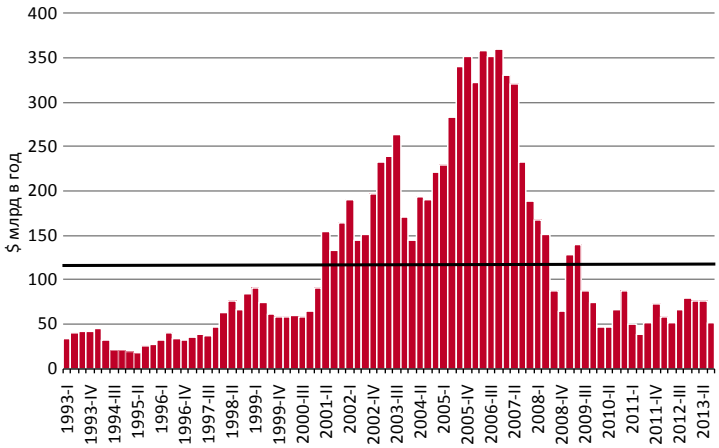

Рисунок 6
Объем cash-out и вторых ипотек

прочие подобные шаги, потому как основным ограничителем выступают не ставки, а отсутствие платежеспособных заемщиков. Это не отменяет постепенного восстановления рынка жилья. По нашим оценкам, он будет обеспечивать 0.3–0.5% прироста ВВП США в ближайшие несколько лет, но большего от этого рынка все же ждать не стоит.

Учитывая сложившуюся ситуацию, пока крайне мало поводов говорить о каком-либо резком ускорении роста американской экономики. Позитивно на нем будет сказываться постепенное восстановление рынка труда, снижение зависимости от импорта энергоресурсов, восстановительный рост рынка жилья, но все это может обеспечить темп менее 2% в год. Активизация инвестиционной деятельности компаний под большим вопросом, так как в 2013 году здесь ситуация ухудшилась. Влияние госрасходов на экономику будет незначительным, основное сокращение дефицита госбюджета уже пройдено. Все это позволяет ожидать от экономики Штатов темпов около 2.5% в год, что несколько ниже сложившихся на рынках ожиданий и вряд ли позволяет рассчитывать на то, что США станут драйвером роста мировой экономики.

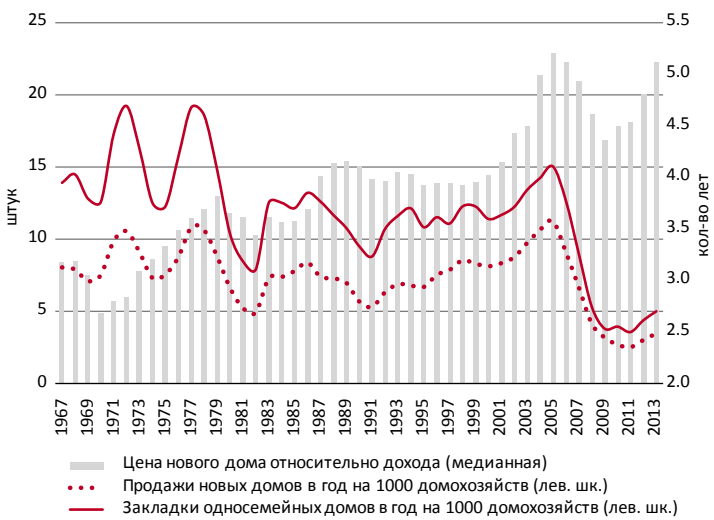

Рисунок 7
Продажи новых домов в США и медианная цена относительно дохода

Private Equity и Venture Capital в России и СНГ

PREQVECA
private equity venture capital

www.preqveca.ru

Поднимись на вершину карьеры финансиста

на правах рекламы