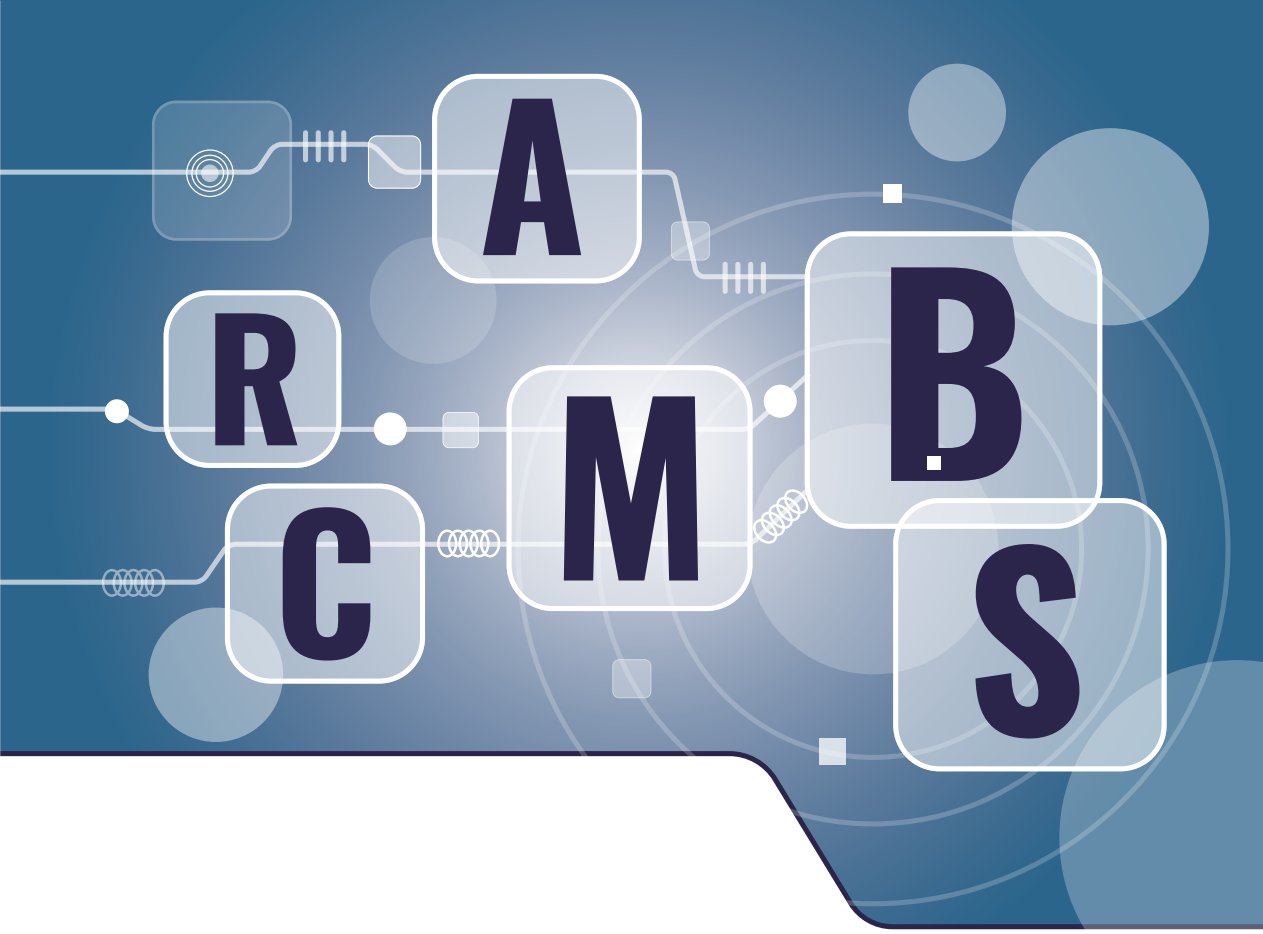

Тенденции рынка секьюритизации

Валерий ВАЙСБЕРГ,
директор аналитического департамента, ИК «Регион»

Год рекордов

Благодаря относительно мягким эпидемиологическим мерам экономика России не только быстро восстановилась, но и начала демонстрировать признаки перегрева. Резкий рост продаж новостроек и дополнительные социальные выплаты стимулировали повышенный интерес потребителей на товары длительного пользования. Параллельно быстрыми темпами увеличивался инвестиционный спрос. Расплатой за стремительный рост стала повышенная инфляция, решительную борьбу с которой Банк России продолжит в 2022 году.

По итогам 2021 года внутренний валовый продукт (ВВП) России вырос не менее чем на 4.7%, что стало лучшим результатом за последние 10 лет. Сальдо счета текущих операций могло достигнуть 7% от ВВП, что превышает уровень 2018 года и является рекордным показателем за 15 лет. Международные резервы достигли максимума за все время наблюдений — $631 млрд. Безработица вернулась к историческим минимумам. Несмотря на по-прежнему высокие чрезвычайные расходы на здравоохранение и крупные разовые социальные выплаты, федеральный бюджет сведен с приличным профицитом 0.4% ВВП. Неплохо шли дела и в частном секторе: доля прибыльного крупного и среднего бизнеса также ставила рекорды.

По сравнению с первым годом пандемии факторы экономического роста поменялись местами. Чистый экспорт, сгладивший спад экономики в 2020 году, теперь стабильно вносил отрицательный вклад в рост ВВП. Вместо него локомотивами стали потребительский и инвестиционный спрос (Рисунок 1), ранее просевшие из-за неопределенности и ограничений. Программа льготной ипотеки способствовала не только ускорению темпов жилищного строительства (построенные около 90 млн м^2 стали максимальными со времен СССР), но и росту спроса на товары длительного пользования. Все это поддерживало высокую динамику потребительского кредитования, усилившего спрос со стороны населения, и без того встретившего минувший год со значительными избыточными сбережениями.

ВПЕРЕДИ ПЛАНЕТЫ ВСЕЙ

Банк России рано отметил ускоряющееся восстановление отечественной

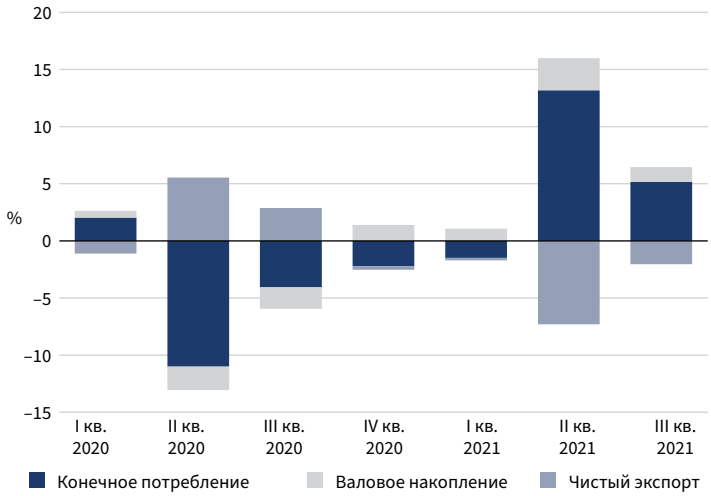

Рисунок 1
Вклад факторов в рост ВВП в масштабе год к году
Источник: Росстат

экономики и уже в марте 2021 года приступил к повышению ключевой ставки, отмечая необходимость возвращения к нейтральной денежно-кредитной политике. Тем временем крупнейшие экономики мира находились в напряжении из-за новых противоэпидемических ограничений, ставших ответом на масштабные волны заболеваемости, вызванные коронавирусными штаммами «бета» и «дельта». В ответ на это ФРС США и Европейский центральный банк продолжали масштабные программы количественного смягчения, а правительства стран «Большой семерки» проводили крайне мягкую бюджетную политику.

Чутким барометром глобальных ожиданий стала ОПЕК+: в целях стабилизации рынка в первые четыре месяца года квота участниц соглашения росла только за счет России и Казахстана, а Саудовской Аравии даже пришлось дополнительно сократить добычу на 1 млн баррелей в сутки. Летом страны — экспортеры нефти перешли к наращиванию поставок, причем некоторые участники соглашения даже потребовали повышения базовых объемов добычи, на основе которых рассчитываются квоты. Наращивание поставок во второй половине 2021 года не остановил даже более заразный штамм «омикрон»: санитарные ограничения оказались значительно слабее, нежели в предыдущие волны.

Уже в июне упоминание о нейтральной денежно-кредитной политике исчезло из пресс-релиза по итогам совета директоров Банка России, а в июле ключевая ставка решительно перешагнула верхнюю границу нейтрального диапазона. Регулятор все настойчивее отмечал вторичные проинфляционные эффекты, в том числе перенос растущих инфляционных ожиданий на уровень оплаты труда. Докризисные показатели безработицы были зафиксированы уже летом, в то время как приток трудовых мигрантов оставался на низком уровне. В результате у соискателей появилась возможность добиваться у работодателей повышения компенсаций, подчас двузначными темпами (отчасти этот эффект связан с тем, что подстройка рынка труда в 2020 году в некоторой степени происходила за счет сокращения оплаты труда). Для смягчения дефицита предложения труда правительство предложило экзотические меры, например направление заключенных на работу в строительстве и в горно-металлургическом секторе. Однако в силу принципиальной ограниченности населения трудоспособного возраста это могло выправить ситуацию лишь в конкретных кризисных точках.

НЕ СТАВКОЙ ЕДИНОЙ

Пытаясь минимизировать системные риски в потребительском кредитовании, Банк России несколько раз повышал коэффициенты риска по наиболее рискованным категориям ссуд населению. Благодаря этому к концу 2021 года регулятор смог остановить рост беззалогового кредитования. Согласно данным Frank RG, в последние месяцы выдачи кредитов наличными и объемы POS-кредитования преимущественно демонстрировали падение в годовом сопоставлении, кроме того, уменьшался и средний чек. Тем не менее в целом по итогам года по этим видам ссуд был зафиксирован рост на 13.3 и 21.6% соответственно. В дополнение к стандартным инструментам регулирования кредитования с 1 января 2022 года Банк России получил право устанавливать количественные ограничения по потребительским кредитам и займам для банков и микрофинансовых организаций.

Однако центральные банки крупнейших экономик во II и III кварталах 2021 года продолжали придерживаться стимулирующей денежно-кредитной политики: большинство экономистов предполагали, что инфляционный импульс будет недолгим и рост цен вот-вот достигнет своего пика. Дальнейший ход событий показал, что оптимизм был преждевременным: товары продолжали дорожать ускоряющимися темпами, отражая высокий спрос, сохраняющееся давление на цепочки поставок и рост стоимости всей номенклатуры сырья.

Произошедший осенью резкий скачок цен на природный газ в Европе подтолкнул вверх цены на удобрения, вызвав опасения относительно дальнейшего подорожания продовольствия и окончательно похоронив надежды на скорую ребалансировку глобальной экономики.

Тем временем в России впервые за многие годы началось сокращение сельскохозяйственного производства, причиной стали неблагоприятные погодные условия и дефицит рабочей силы. Спад урожая был отмечен по всем категориям растениеводства, за исключением подсолнечника, сократилось поголовье всех видов скота, за исключением свиней, производство продукции животноводства стагнировало. Несмотря на то что внутренний спрос на продукты питания в физическом выражении оставался в пределах исторической нормы, сокращение собственного производства привело как к сохранению прежних объемов подорожавшего импорта, так и к отсутствию сезонной дефляции в августе-сентябре. Это обернулось новым витком роста инфляционных ожиданий населения.

КОРОЛИ И КАПУСТА

Острой проблемой в течение всего 2021 года оставалась ситуация в цепочках поставок (Рисунок 2): на рейдах в крупнейших портах стояли десятки судов. Пытаясь ускорить поставки, морские перевозчики перешли от хабовой модели к фидерной, направляя грузы в небольшие гавани. Однако перебои с наземным транспортом, вызванные дефицитом рабочих рук из-за миграционных ограничений и заболеваемости, препятствовали высвобождению портовых складов. Попытки администрации США улучшить автомобильную логистику оказали лишь небольшой позитивный эффект. Тем временем в Китае, который в 2021 году существенно упрочил свои позиции как ведущий мировой экспортер, ограничения в логистике только нарастали. С одной стороны, в стране все тщательнее проверяли входящие грузы, с другой — усиливался контроль над соблюдением пандемических ограничений в стивидорных компаниях. Неукоснительное следование принципу нулевой толерантности к коронавирусу не раз провоцировало критические комментарии со стороны западных стран.

В минувшем году Китай административными мерами смог погасить скачки цен на уголь и железную руду и запланировал совместные с другими странами товарные интервенции на рынке сырой нефти, но ранее подобные усилия в отношении цветных металлов большим успехом не увенчались.

Обуздать инфляцию пыталось и правительство России. В начале 2021 года

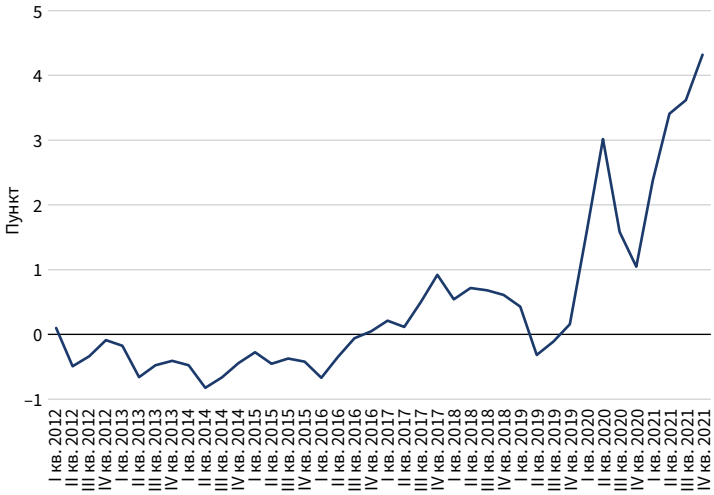

Рисунок 2
Индекс напряженности цепочек поставок (GSCPI)

Источник: ФРБ Нью-Йорка

Примечание: индекс масштабируется по стандартному отклонению

между различными министерствами была распределена ответственность за выработку мер реагирования на избыточное ускорение роста цен на конкретные виды товаров и услуг. Летом регионам предписали увеличить число точек реализации овощей и фруктов, торговым сетям — сдерживать наценку и «оперативно транслировать снижение закупочных цен на полку». Сельхозпроизводителям были обещаны комфортные условия приобретения удобрений. Осенью власти озаботились расширением посевных площадей, складских и логистических мощностей, что может позитивно сказаться на урожае 2022 года.

Помимо продуктов питания озабоченность правительства вызвал рост цен на строительные материалы. В целях компенсации дополнительных бюджетных расходов для металлургов на пять месяцев были введены экспортные пошлины, а с 2022 года повышен налог на добычу полезных ископаемых.

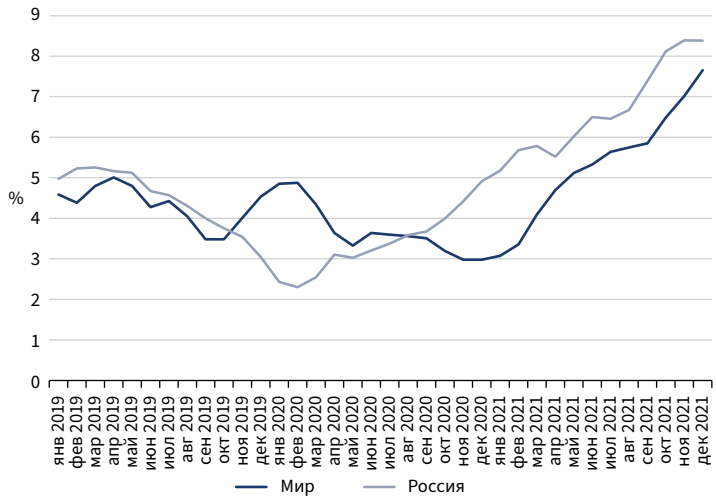

Рисунок 3
Инфляция в масштабе год к году

Источники:
Росстат, Moody's Analytics

Кроме того, правительство начало разрабатывать аналогичную действующей на топливном рынке систему сглаживания внутренних цен на широкую номенклатуру товаров от сельскохозяйственного сырья до металлов и удобрений. Однако даже эксперты, привлеченные к разработке соответствующих прогностических моделей, признают, что возможности России по сглаживанию внешних шоков ограничены. Как видно на Рисунке 3, динамика потребительских цен в нашей стране довольно точно повторяет глобальные инфляционные тренды.

Четвертый квартал стал переломным в глобальных оценках инфляции: ФРС США, наконец, признала необходимость решительной борьбы с инфляцией, а в Конгрессе резко затормозился процесс утверждения новых мер государственного стимулирования экономики. Заметно громче зазвучали голоса сторонников ужесточения денежно-кредитной политики в Европейском союзе; в декабре ставку поднял Банк Англии; в Бразилии, где рост цен в годовом выражении достиг двузначных значений, базовая ставка выросла до максимального значения за 4.5 года. Однако Китай, воздерживавшийся в период пандемии от чрезмерных стимулов, на фоне проблем крупнейших девелоперских компаний и замедления экономического роста начал смягчать денежно-кредитную политику и даже осудил западных коллег за чрезмерно ястребиный тон. Сохранение подобной разноголосицы может уменьшить эффект от глобальных усилий по сдерживанию инфляции.

По итогам 2021 года можно констатировать, что многие негативные аспекты пандемии, о которых мир надеялся забыть с появлением эффективных вакцин, стали частью повседневной жизни и привели к заметным сдвигам в поведении потребителей и бизнес-моделях. Усиление экономического неравенства, сомнения в качестве государственного управления и системное снижение качества образования существенно ухудшили долгосрочные перспективы роста. Следуя медицинской аналогии, можно констатировать, что постковидное восстановление экономики — не менее сложная и деликатная процедура, чем лечение самой болезни.