



## Краткий обзор ситуации и перспектив ситуации в финансовом секторе США.

Ипотечный кризис в США вызвал значительные проблемы с ликвидностью и спровоцировал коллапс отдельных сегментов глобального рынка ценных бумаг в 2007 году.

Основным риском, стоящим перед мировой экономикой в 2008 году, представляется распространение проблем на кредитных рынках и в банковской отрасли США и ЕС на весь спектр экономической деятельности как в США и ЕС, так и по всему миру.

### 1. Причины, масштаб и последовательность появления проблем в финансовом секторе США

#### 1.1. Масштаб потерь в финансовом секторе

- Объем списаний плохих активов. Текущие совокупные объемы списаний составляют 130-140 млрд. долл. По прогнозам S&P, списания могут вырасти до 265 млрд. долл. В ноябре Deutsche Bank и Goldman Sachs оценили полные потери финансовых компаний (падение стоимости кредитных инструментов, включая ипотечные облигации, дефолт заемщиков по кредитам и необходимость продавать их дома в условиях падения цен на недвижимость) в 400 млрд. долл., или 3% ВВП. Соответствующая оценка ОЭСР — более 300 млрд. долл., *The Economist* – 200-300 млрд. долл. При этом рейтинги ипотечных ценных бумаг, выпущенных в 2005-2007 гг., постоянно понижаются: так, по оценке Credit Suisse, агентства понизили рейтинг 70% бумаг с рейтингами А и ВВВ, выпущенных в 2006 г., когда выдавались наиболее рискованные кредиты.
- Доля некачественных кредитов. В целом сегмент некачественной ипотеки оценивается в 20% ипотечных кредитов, где 14% – это кредиты группы риска и 6% – заемщики группы «лучшие из худших» (Alternative-A), почти подходящие для традиционной ипотеки. Рискованная ипотека в последние годы составляла основную часть новых секьюритизированных кредитов: её доля в этом сегменте выросла с 9% в 2001 г. до 40% в 2006 г.
- Объем рынка производных ипотечных инструментов. Наиболее уязвимый сектор ценных бумаг – производные ипотечные инструменты, по оценке *The Economist* потерявшие за год более 80% стоимости. Объем CDO<sup>1</sup>, относящихся к американскому ипотечному рынку, по оценке центра Selent достигает 400-500 млрд. долл. при том, что объем глобального рынка этих инструментов оценивается в 2-2,5 трлн. долл. Справочно: по оценкам Deutsche Bank, американский рынок секьюритизированных активов, связанных с ипотекой, составляет около 700 млрд. долл.
- Доля кредитов с переменной ставкой на начало 2006 года оценивалась примерно в четверть общих ипотечных кредитов. Данный сегмент является наиболее уязвимым при росте процентных ставок в перспективе, так как по окончании льготного периода ипотечные платежи значительно возрастают. Наличие льготного периода также

---

<sup>1</sup> Collateralized Debt Obligations – производные инструменты на кредиты, как правило с заданными уровнями ожидаемого риска. Формируются объединением потоков платежей по различным кредитам портфеля и равномерным разделением их соответственно номиналу инструмента.

стимулирует рискованных заемщиков выбирать именно этот тип кредита: так, в 2006 г. в секторе рискованной ипотеки (subprime), доля новых кредитов с переменной ставкой составила 92%, а в обычной ипотеке (prime) – всего 23%.

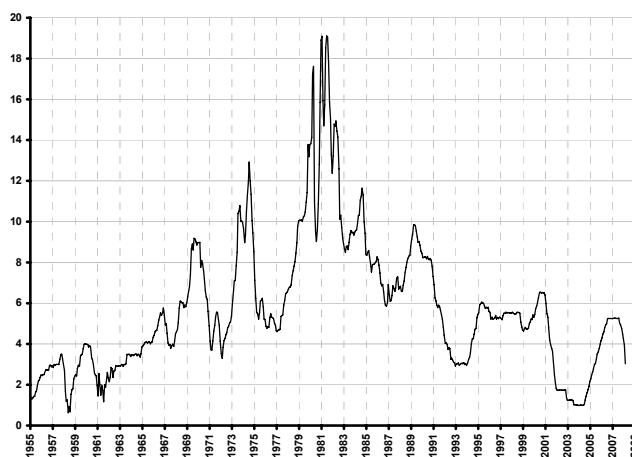
Общий масштаб потерь постоянно переоценивается, но, исходя из приведенных данных, порядок прямых потерь составляет несколько процентов ВВП США. Что касается косвенных потерь, то, по оценкам агентства **Moody's**, в 2004-2005 гг. сектор жилищного строительства добавлял около 1 п. п. ежегодного роста ВВП США, а его спад отнимет у роста ВВП более 1 п. п. в 2007 г. и 1,5 п. п. в 2008 г.

## 1.2 Причины и предпосылки возникновения проблем

### *Длительный период низких учетных ставок*

В результате кризиса 2001 г. в США учетная ставка ФРС была снижена до 45-летнего минимума в 1% к середине 2003 г. и оставалась на уровне не более 3% до середины 2005 г.

**График 1. Эффективная ставка ФРС (помесячная, %)**



Источник: *Federal Reserve System of the US.*

Приток дешевой денежной ликвидности на рынки стимулировал интенсивный рост потребления.

В частности быстро увеличивался спрос (и цены) на жилье. В 2003-2006 гг. объем потребления дополнительно искажался ростом цен на жилье, под залог которого брались дополнительные кредиты.

**График 2. Цены на жильё и заимствования домохозяйств (темп прироста, %, год к году).**



Source: Datastream

### *Финансовые инновации и неадекватная оценка риска неплатежей.*

Приток ликвидности в условиях низких ставок начиная с 2002 года сформировал предложение кредита, которое не находило потребителя в рамках традиционных ипотечных схем кредитования.

Правительственные агентства по ипотечному кредитованию (GSE) не были готовы секьюритизировать долги за пределами традиционной ипотеки, а без этого ипотечное кредитование существенно более рискованно и, главное, ограничено в объеме. Решением проблемы стали альтернативные схемы секьюритизации долгов через производные ипотечные инструменты.

Таким образом было обеспечено предложение ипотечного кредита рискованным заемщикам, кредитная история которых не позволяет получить традиционный ипотечный кредит: доля новых ипотечных кредитов рискованным заемщикам в общей структуре выросла с 9% в 2001 г. до 40% в 2006 г.<sup>2</sup>

Быстро вырос и оборот новых производных инструментов<sup>3</sup> – так были найдены средства для дальнейшего развития кредитования рискованных заемщиков. Рынок производных ипотечных инструментов был не слишком прозрачным, но присутствие значительного числа участников предполагало, что риски этих инвестиций допустимы. Как выяснилось позже, оценка рисков неадекватно учитывала сектор рискованных заемщиков, риски невозврата на котором примерно в 5 раз выше и подвержены сильным колебаниям<sup>4</sup>.

**График 3. Доля неплатежей по традиционной (prime) и рискованной (subprime) ипотеке, %.**



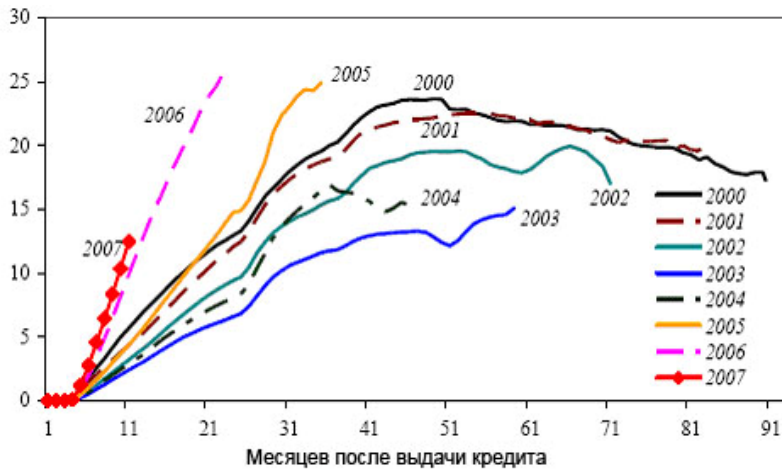
В результате новой кредитной политики значительно выросло число неблагонадежных заемщиков в группе рискованных (subprime). На графиках 4 и 5 видно, что доля неплательщиков среди ипотечных заемщиков 2005-2007 гг. значительно выше, чем среди контингента 2000-2004 гг. Данная тенденция проявляется и на рынке традиционной ипотеки, хотя и в меньшей степени.

<sup>2</sup> The Rise and Fall of Subprime Mortgages. Federal Reserve Bank of Dallas, 7.11.2007

<sup>3</sup> Ежегодный темп прироста рынка производных ипотечных инструментов составлял 70-100% в 2002-2006 гг., по оценке центра Celent.

<sup>4</sup> The Rise and Fall of Subprime Mortgages. Federal Reserve Bank of Dallas, 7.11.2007

**График 4. Доли неплатежей по годам выдачи ипотечного кредита, рискованная ипотека, %.**



**График 5. Доли неплатежей по годам выдачи ипотечного кредита, традиционная ипотека, %.**



### *Заниженная норма сбережения США*

Низкая ставка по кредитам и гибкие условия кредитования привели к росту потребительского спроса вплоть до отрицательной нормы сбережения. Фактически, средняя норма сбережений в 2002-2006 гг. была отрицательной.

Норма сбережения домохозяйств в этот период была значительно ниже, чем в период «новой экономики» 1996-2000 гг. В отдельные кварталы фиксировалась даже отрицательная норма сбережения домохозяйств.

**График 6. Норма сбережения домохозяйств, в % личного располагаемого дохода, 1996-2007.**

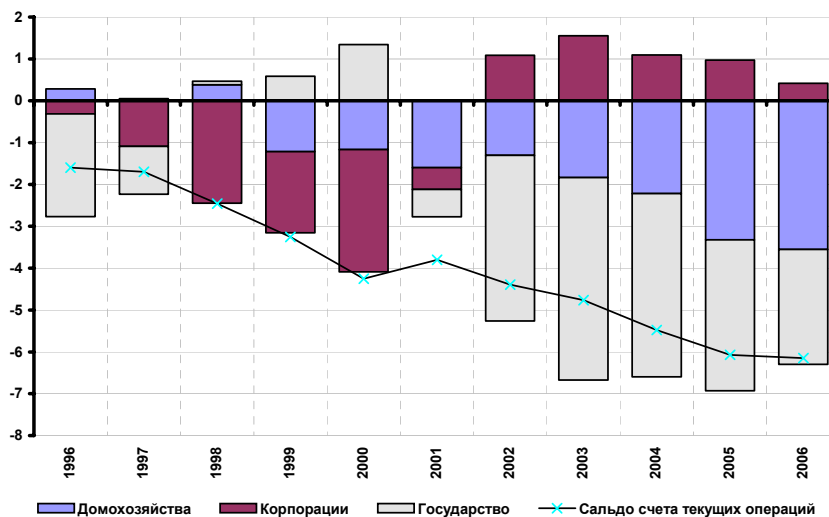


Источник: Bureau of Economic Analysis.

Фискальная политика 2000-х годов способствовала сохранению дефицита бюджета США, а, значит, и стабильно отрицательным сбережениям бюджетного сектора.

Корпоративный сектор с 2002 года последовательно наращивал резервы ликвидности, и тем не менее в период 2000-2007 гг. норма сбережения в экономике США была существенно занижена. Недостающий капитал привлекался в экономику с внешнего рынка. С одной стороны, это создало зависимость экономики США от притока капитала из-за рубежа. С другой стороны, таким образом сформировался канал передачи рисков для роста и инфляционных рисков странам – основным торговым партнерам США.

**График 7. Чистые сбережения (за вычетом инвестиций) институциональных агентов США в % ВВП**



Источник: Bureau of Economic Analysis.

### 1.3. Этапы развертывания кризиса.

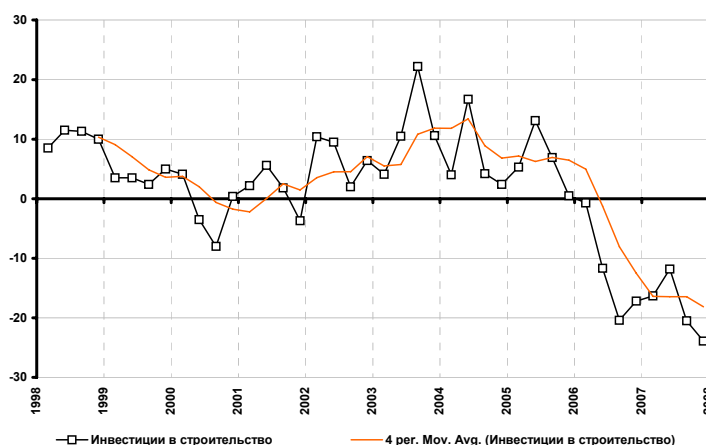
1. На *предварительном этапе* были созданы предпосылки для кризиса в виде избытка предложения на рынке жилой недвижимости. В результате в 2006 г. происходило падение цен на жилья и рост запасов.

**График 8. Сроки оборота жилой недвижимости по видам (отношение запасов к месячным продажам), месяцы.**



В 2002-2005 гг. шло масштабное жилищное строительство, рост которого остановился в 2006 г., когда предложение превысило спрос и цены на жильё пошли вниз.

**График 9. Инвестиции в жилищное строительство, темпы прироста год к году, %.**



Источник: Bureau of Economic Analysis.

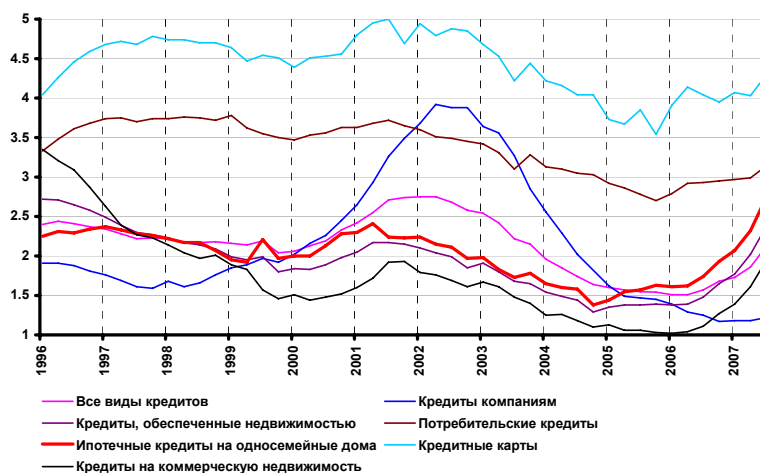
2. С января до середины августа 2007 года шла *тихая или инсайдерская фаза кризиса*. В январе-феврале 2007 года большинство американских банков ужесточили условия кредитования, в первую очередь – по ипотеке. С этого момента оборот производных ипотечных инструментов постепенно сокращался.



4. *Перерастание кризиса ликвидности в рецессию в начале 2008 г.* пока не получило подтверждения. Тем не менее, присутствуют явные признаки циклического замедления американской экономики начиная с IV квартала 2007 г.: безработица в декабре выросла скачком до 5% с 4,7% в ноябре 2007 г. (4,6% в декабре 2006 г.), а рост ВВП резко замедлился до 0,6% с 2,1% в IV квартале 2006 г. Данные по безработице за январь нейтральны (4,9%) и не говорят о дальнейшем ухудшении тенденции, несмотря на значительное сокращение количества рабочих мест (19% к январю 2007 года). Рынки отреагировали на статистическую динамику новым пиком спрэдов (см. график 9) и падением фондовых индексов.

Кроме того, доля неплатежей по ипотеке уже полгода превышает уровень 2001 года (см. график 12). Также устойчиво растут доли неплатежей по потребительским кредитам и кредитным картам.

**График 12. Доли неплатежей по видам кредитов (% , сезонность устранена).**



Источник: *Federal Reserve System of the US.*

## 2. Меры фискальной и монетарной политики по разрешению проблем на финансовом и ипотечном рынках.

### 2.1 Бюджетно-налоговое стимулирование.

#### *Заморозка процентных ставок по отдельным видам ипотечных кредитов*

В ноябре 2007 года правительство США договорилось с компаниями, контролирующими в совокупности 90% ипотечного рынка США, о фиксации ставок по высокорискованным кредитам с переменной ставкой, взятым с января 2005 г. по июль 2007 г. Планируется, что ставки зафиксируют на пять лет, начиная с января 2008 г. Так как рискованные заемщики 2005-2007 гг. выбирали преимущественно ипотечные кредиты с переменной ставкой, то эта мера призвана несколько снизить риск неплатежей в условиях замедления экономики.

#### *Налоговые вычеты*

В 2008 году правительство США предоставит вычеты по подоходному налогу объемом от 140 до 150 млн. долл. с целью поддержать потребительские расходы и предотвратить переключение потребителей в режим излишних сбережений из предосторожности.

## **2.2. Денежно-кредитное стимулирование.**

С начала кризиса ликвидности в августе 2007 года ФРС США снизила ставку на 1,75 п.п., и текущая позиция ФРС отражает готовность снижать ставку дальше, чтобы предотвратить рецессию. В настоящее время инфляционные риски для экономики допустимо малы по сравнению с рецессионными, поэтому позиция ФРС представляется обоснованной.

## **2.3. Инициативы банковского сообщества и отдельных банков**

В августе 2007 года по инициативе Citigroup рассматривалась возможность создания фонда по скупке производных ипотечных инструментов после потери ликвидности этого рынка. Фонд должны были финансировать несколько десятков крупнейших банков, однако впоследствии фонд создан не был.

Ликвидность на покрытие списаний предоставили арабские и азиатские суверенные инвестиционные фонды. Citigroup привлек 7.5 млрд. долл. инвестиций Abu Dhabi Investment Authority. UBS получил 10.09 млрд. долл. от Сингапурской GIC и 2 млрд. долл. от инвестора из Саудовской Аравии. Morgan Stanley – 5 млрд. долл. от китайской CIC. Сингапурская Temasek вложила 4.4 млрд. долл. в Merrill Lynch и готова вложить еще 600 млн. долл. *The Economist* оценивает вложения суверенных инвестиционных фондов в 70 млрд. долл.

## **3. Перспективы и сценарии развития ситуации.**

### **3.1. Возможные пути распространения кризиса на всю экономику США и экономики других стран.**

Основную угрозу для мирового экономического развития в настоящий момент представляет возможность распространения ипотечного и финансового кризиса на всю экономику США. Существует несколько механизмов такой трансмиссии.

#### *Рост нормы сбережения домохозяйств.*

Рост нормы сбережения до устойчивого положительного уровня в краткосрочной перспективе приведет к значительному сокращению потребительского спроса и таким образом запустит механизм рецессии<sup>5</sup>. На то, чтобы этого не допустить, направлена большая часть контрмер, но их результат проявится не ранее II квартала 2008 года.

#### *Изменение ставки по ипотечным кредитам*

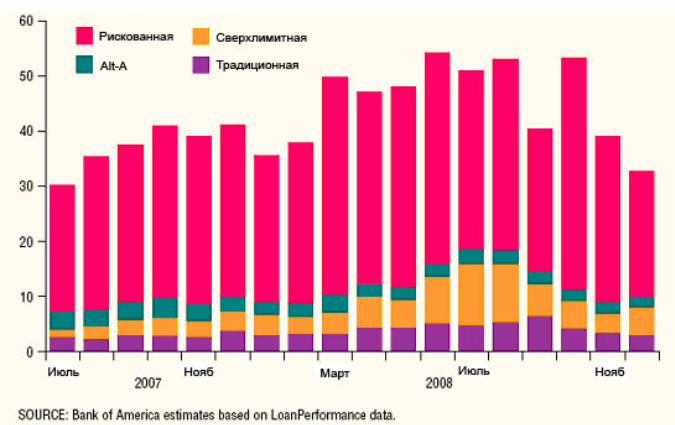
Рост ставки по значительному объему ипотечных кредитов с переменной ставкой приведет к росту доли неплатежей (см. график 12, 13). Это снизит объем потребительского спроса<sup>6</sup>. Кроме того, в условиях падающих цен на жильё (см. график 2), дополнительно вырастут списания ипотечных бумаг и потребности в ликвидности. Меры по фиксации переменных ставок по ипотечным кредитам могут замедлить эту тенденцию примерно с I квартала 2008 года.

---

<sup>5</sup> Сокращение потребительского спроса приведет к сокращению совокупного предложения, росту безработицы

<sup>6</sup> Сокращение объема спроса будет дополнительно усилено кредитными ограничениями, так как значительная часть неплательщиков испортит свою кредитную историю. Этот фактор продолжит действовать и в долгосрочной перспективе.

**График 13. Объем ипотечных кредитов с переменной ставкой по месяцу изменения ставок, млрд. долл.**



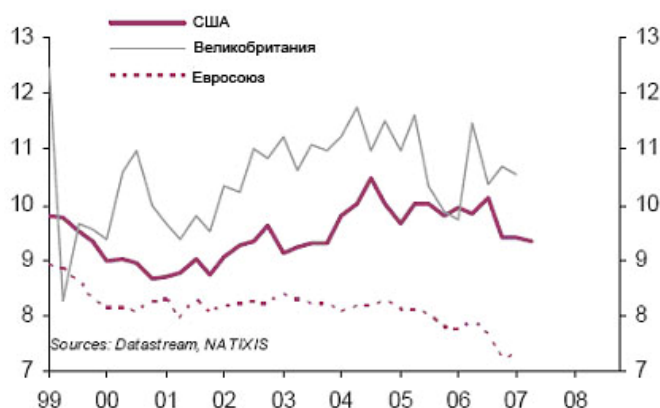
*Падение курса доллара и замедление роста экономик – основных торговых партнеров США*

Значительное удешевление доллара в результате падения ставки ФРС повысит ценовую конкурентоспособность экспорта США по сравнению с экспортом стран ЕС, Китая и Японии. Это позволит перераспределить замедление роста из США на эти страны. Ответное снижение ставок центральными банками этих стран вероятно не ранее окончания периода ускорения инфляции, который начался в III квартале 2007 года.

*Удорожание кредита для компаний*

Этот риск присутствует, но он не слишком актуален для корпоративного сектора США и ЕС, так как в период 2000-2006 гг. прибыль значительно выросла (см. график 14). Корпоративный сектор в 2002-2006 гг. накапливал средства (см. график 7) и поэтому он не столь уязвим в условиях дорогого кредита. Одной из иллюстраций этого факта служит низкая доля неплатежей по кредитам компаниям (график 12).

**График 14. Прибыль корпоративного сектора после налогов и процентов, % ВВП.**



### 3.2. Сценарии развития ситуации в 2008 году

Международные финансовые организации в прогнозах развития мировой экономики на 2008 год учитывают возможности развития ситуации в США по нескольким вариантам.

ООН рассматривает основной и пессимистический сценарии развития мировой экономики<sup>7</sup>. *Пессимистический сценарий* определяется следующими условиями:

- рост доли неплатежей по ипотечным кредитам;
- значительное ужесточение условий кредитования;
- обвал цен на рынке жилья;
- существенное обесценение доллара США.

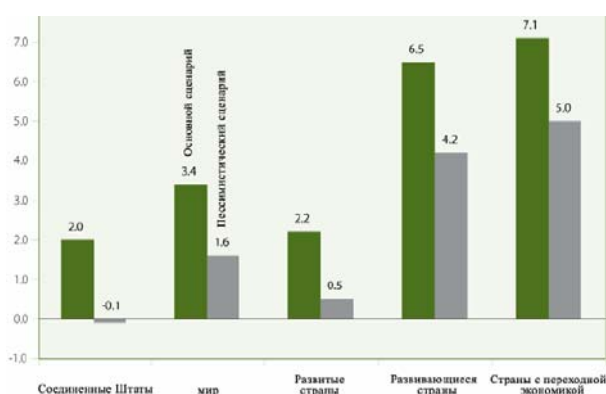
Выполнение первых трех предпосылок, по мнению ООН, обеспечивает рецессию в США (в размере -0,1%). Резкое ослабление курса доллара замедлит рост мировой экономики в 2008 году до 1,6%<sup>8</sup> против 3,7% в 2007 году. Для группы переходных экономик (куда относится и Россия) рост замедляется до 5% против 8% в 2007 году.

В *основном сценарии* ООН на 2008 год предполагается

- выраженный спад в строительстве США, который закончится в первой половине 2008 года;
- изоляция кризиса ликвидности с весьма ограниченным распространением на все отрасли экономики;
- мягкое ослабление курса доллара.

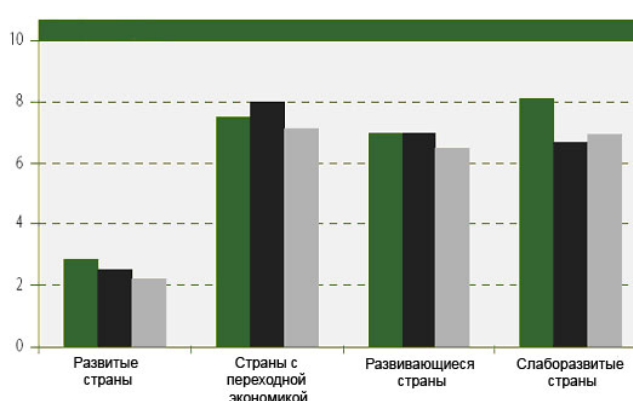
Подобный сценарий приведёт к замедлению экономического роста США в 2008 году до 2% без рецессии в отдельных кварталах. Мировая экономика в этом случае вырастет на 3,4%, что довольно близко к показателям 2007 года.

**График 15. Экономический рост в 2008 году по группам стран, основной и пессимистический сценарий, % по текущему курсу.**



Источник: ООН и проект LINK.

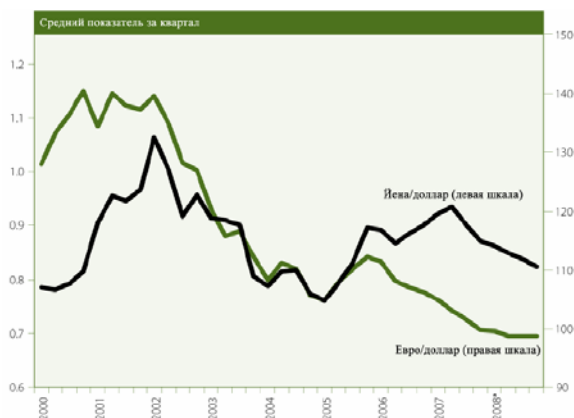
**График 16. Экономический рост в 2006-2008 гг. по группам стран, основной сценарий, % по текущему курсу, в среднем за год.**



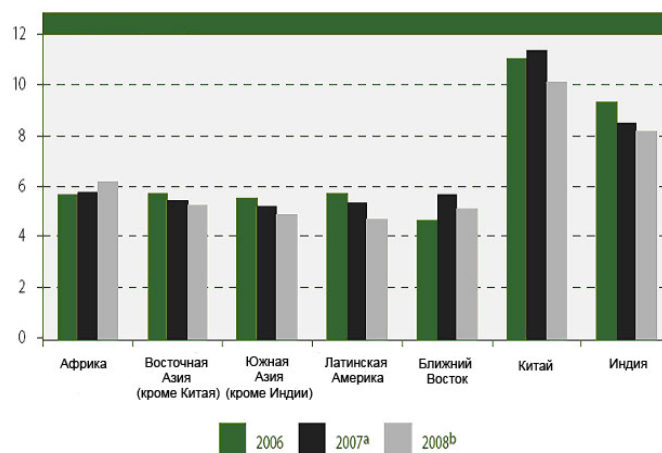
<sup>7</sup> World Economic Situation and Prospects 2008.

<sup>8</sup> Прогноз ООН выполнен по текущим курсам национальных валют.

**График 17. Коррекция номинального курса доллара США, основной сценарий, %.**



Источник: ООН и проект LINK.



Sources: UN/DESA and Project LINK.

Примечание: <sup>a</sup> – частичная оценка, <sup>b</sup> – прогноз

Новый прогноз МВФ<sup>9</sup> более пессимистично оценивает перспективы роста мировой экономики на 2008 г. Мировой выпуск в 2008 г. увеличится на 4,1%<sup>10</sup> против 5% в 2007 г.

Прогноз по экономическому росту США на 2008 г. составляет 1,5% против 2,2% в 2007 г.

Новый прогноз роста в Европе – 1,6% против 2,2% в 2007 г. в Западной Европе и 4,6% против 5,5% в 2007 г. в странах Центральной и Восточной Европы.

Прогноз для Китая не изменился (10% против 11,4% в 2007 г.). Предполагаемые крупные потери Китая от сокращения внешнего спроса будут в значительной степени компенсированы быстрорастущим внутренним рынком.

Прямое влияние замедления или рецессии экономики США на рост развивающихся экономик не слишком значительно по сравнению с влиянием на развитые экономики. В этом отношении позиции МВФ и ООН сходятся.

Среди основных рисков МВФ называет влияние кризиса на мировых финансовых рынках на внутренний спрос развитых экономик, а также на развивающиеся экономики, обремененные значительным объемом внешнего долга. Также, по мнению МВФ, дополнительно увеличивают волатильность мировых финансовых рынков глобальные дисбалансы, в первую очередь дефицит платежного баланса США.

<sup>9</sup> World Economic Outlook Update, January 2008.

<sup>10</sup> Прогноз МВФ выполнен по паритету покупательной способности национальных валют.

В отдельном докладе **МВФ** представил трехлетний сценарий курсовой коррекции глобальных дисбалансов, наименее затратный для мирового экономического роста (см. врезку).

**Врезка. Ожидаемые корректировки валютных курсов (2008-2010 годы), сценарий МВФ.**

Доллар США – от -11 до -20 %

Евро – от -3% до +6%

Йена – от +6% до +14%

Юань – от +3% до +27%

*Источник: A. Ahearne, W. R. Cline, K. T. Lee, Y. C. Park, J. Pisani-Ferry, and J. Williamson. Global Imbalances: Time for Action. Peterson Institute for International Economics, 2007*

Таким образом, финансовые потери развивающихся стран от ослабления курса доллара США, тем не менее, могут быть весьма чувствительными. Речь идёт об обесценении значительных валютных активов, накопленных развивающимися странами, в структуре которых доллар составляет более половины.

**Эксперт Центра макроэкономического анализа  
и краткосрочного прогнозирования**

**А.Ю. Апокин**