



КОММЕНТАРИИ

АМЕРИКАНСКАЯ ИПОТЕКА: СПУСКОВОЙ МЕХАНИЗМ ГЛОБАЛЬНОГО КРИЗИСА?

Как справедливо заметил А.П. Чехов, если в первом акте на сцене висит ружье, то в последнем оно обязательно должно выстрелить. В настоящее время таким «ружьем» выступает рынок ипотеки США. Низкие процентные ставки способствовали здесь в 2002-2004 гг. активному повышению кредитной активности инвесторов, занимающихся вложением средств в недвижимость и связанные с ней растущие в цене активы. На фоне стабильной американской экономики кредиторы закрывали глаза на усиливающиеся риски, выдавая все новые и новые кредиты. Но бесконечный рост цен невозможен. Согласно гипотезе финансовой нестабильности Хаймана Мински (Hyman P. Minsky, «Financial Instability Hypothesis») процесс кредитования цикличен. Этот механизм хорошо объясняет крушение фондовых рынков в конце 1980-х и начале 2000-х годов. В обоих случаях краху предшествовал кредитный бум. Похожая ситуация разворачивается и в 2007 г.

Цена вопроса

По итогам 2006 г. объем рынка жилищной ипотеки в США составил 11 трлн. долл. Ипотечная задолженность имеет самый большой удельный вес в структуре долга нефинансового сектора США (37%). На рынке ипотечного кредитования США выделяются так называемый стандартный сегмент (prime mortgage), где займы, выдаваемые банками, рефинансируются государственными и квази-государственными ипотечными корпорациями (Freddie Mac, Fannie Mae, Ginnie Mae) и где, соответственно, кредитный риск сравнительно невелик, а также субстандартный сегмент (sub-prime mortgage), объединяющий займы, выданные на льготных условиях, а также физическим лицам с плохой или вообще отсутствующей кредитной историей. В настоящее время на сегмент sub-prime приходится 14% от общего объема рынка жилищной ипотеки в США.

Нынешний кризис субстандартной ипотеки – не первый в современной истории американской экономики. В 1997-1998 гг. данный рынок, возникший в начале 1990-х гг., уже был на грани полного краха из-за накопления значительной величины просроченной задолженности (delinquency rate), которая составляла тогда 9%. Рецессия 2001 года и связанный с ней очередной виток политики «дешевых» денег в США купировали последствия кризиса и дали новый импульс для развития субстандартной ипотеки.

Интересно, что относительные количественные пропорции текущего кризиса и кризиса конца 90-х весьма близки. В 1997 г. сегмент sub-prime занимал 14,5% от общего объема выданных ипотечных займов, что практически соответствует нынешнему уровню. Что касается просроченной задолженности, то данный показатель также приближается к уровню конца 90-х, составив на конец марта 2007 г. 8,3% (более поздних данных пока нет). Однако, несмотря на сходство количественных пропорций двух кризисов, риски, связанные с нынешним, представляются более существенными. Причина – увеличившаяся с тех пор степень глобализации финансовых рынков. Круг напрямую затронутых этим кризисом не ограничивается США не только в географическом, но и в институциональном смысле.



«Жертвами» являются банки и хедж-фонды США и Европы (на них в общей сложности приходится порядка 85% всего объема инвестиций в сегменте sub-prime, или более 1 трлн. долл.). Кроме того, данный кризис негативно отразится и на динамике мирового рынка секьюритизации ипотечной задолженности и межбанковских кредитов.

Отдельные банки, ипотечные компании и хедж-фонды уже заявили о наличии у них серьезных проблем. Речь идет о французском банке BNP Paribas, одном из крупнейших игроков на американском рынке sub-prime ипотеки Countrywide Financial и двух хедж-фондах под управлением Bear Stearns Asset Management. Потенциальные потери институциональных инвесторов по субстандартной ипотеке оцениваются в 450 млрд. долл., или примерно в 40% от всех вложений.

Вместе с тем решительные действия денежных властей США, еврозоны, Швейцарии, Японии, Канады, Австралии, Сингапура и ряда других стран пока не позволили выйти данному кризису из-под контроля и приобрести статус иной, чем «кризис ликвидности» на рынке ипотеки, суммарно предоставив банкам в течение периода с 9 по 20 августа порядка 400 млрд. долл. Положительное влияние на рынок оказало решение ФРС США от 17 августа понизить дисконтную ставку (primary discount rate), по которой ФРС кредитует наиболее надежные американские банки в случае дефицита ликвидности, с 6,25 до 5,75%.

Однако рост ставок МБК, ожидаемый осенью 2007 - весной 2008 гг., пик платежей в сегменте sub-prime, возможность понижения рейтингов по большому числу ипотечных бумаг в США до конца текущего года – факторы, которые свидетельствуют о том, что «спусковой крючок» кризиса субстандартной ипотеки еще не отжат до конца.

Распространение кризиса на мировую экономику может пойти через финансовые рынки, а сокращение потребительских расходов и инвестиций в США в этом случае станет «холодным душем» для растущего экспорта других стран.

Реакция финансовых рынков

За последние два года мировые фондовые рынки пережили две значительные коррекции – в мае-июне 2006 г. и в феврале-марте 2007 г. Падение, начавшееся в июле-августе текущего года - третье по счету за этот период - оказалось самым значительным в месячном интервале со времен последней рецессии в 2001 г.

Опасения относительно дальнейшего развертывания кризиса на финансовых рынках заставили инвесторов продавать свои активы. Американский индекс Dow Jones за четыре недели потерял более 8% от своего максимального уровня, достигнутого в июле текущего года; на 13% снизился лондонский индекс FTSE. В наибольшей степени пострадали фондовые рынки тех стран, в которых до этого наблюдался значительный ценовой рост. Так, японский индекс Nikkei снизился на 16%, еще большее падение зафиксировано на фондовых рынках ряда стран emerging markets (Азии и Латинской Америки). Не стал исключением и российский фондовый рынок: индекс РТС за период с 23 июля по 24 августа снизился на 11%.



Продажи коснулись не только рынка акций - инвесторы закрывали свои позиции и по еврооблигациям. При этом вырученные от продажи средства, по всей видимости, направлялись в наименее рискованный сегмент долгового рынка – US Treasuries. Доходность 10-летних американских облигаций за последний месяц снизилась с уровня 5,25 до 4,62%. При этом спрэд облигаций стран с развивающимися рынками вырос – сводный индекс EMBI в августе превысил 240 пунктов против 161 пункта в июле. Спрэд еврооблигаций России также увеличился за этот период в полтора раза и превысил 150 пунктов. Чтобы успокоить инвесторов, международное рейтинговое агентство Standard & Poor's подтвердило долгосрочные кредитные рейтинги России: по обязательствам в иностранной валюте - на уровне "BBB+", по обязательствам в национальной валюте - на уровне "A-".

В случае дальнейшего падения рынка акций и облигаций можно ожидать дополнительной волны продаж инвесторами своих активов в попытке обслужить свои обязательства. В результате кризиса на рынке недвижимости после падения цен может последовать кризис банковской системы, преобладающая часть кредитов которой обеспечивалась недвижимостью. Естественно, что банкротство и ухудшение финансового положения ведущих мировых банков негативно отразятся на состоянии реального сектора.

Дефицит ликвидности на мировом рынке капитала может привести к тому, что многие фонды, крупные банки Европы и ряда других стран будут вынуждены использовать все возможности для рефинансирования своей задолженности и, безусловно, сократят инвестиции в развивающиеся страны. В результате проблемы могут возникнуть у российских банков и предприятий, которые в последние годы активно заимствовали за рубежом. В российской банковской системе может сложиться ситуация, подобная кризису 2004 года: отдельные банки, не испытывающие проблем с ликвидностью, станут кредитовать наиболее надежные западные банки, в то время как другие отечественные банки будут вынуждены увеличить заимствования по более высоким ставкам. Российские предприятия в этих условиях «свернут» инвестиционную активность, «заморозят» проведение IPO до лучших времен и при этом еще могут столкнуться с проблемой рефинансирования своей внешней задолженности.

Перспективы мировой экономики и России

Всемирная торговая организация (ВТО) стала первой международной организацией, которая пересмотрела свои прогнозы на 2007 г. на фоне резко возросших рисков, связанных с ипотечным бизнесом в США. В опубликованном 14 августа отчете ВТО говорится о замедлении темпов роста мировой торговли в текущем году до 6%, а мирового ВВП - до 3%.

В 2006 г. темпы роста торговли, согласно отчету ВТО, были самыми высокими за последние шесть лет - мировой экспорт товаров в реальном выражении вырос на 15% (до 11,76 трлн. долл.), а экспорт услуг - на 11% (до 2,71 трлн. долл.). Новый прогноз ВТО на текущий год фактически означает, что активная фаза роста мировой торговли завершилась. Однако до стагнации экспорта, наблюдавшейся в 2001 г. на фоне сокращения темпов роста мировой экономики, еще далеко. Но и «охлаждения» последней будет достаточно, чтобы негативно повлиять на динамику физических объемов российского экспорта.



Если опасения аналитиков ВТО относительно развертывания кризиса на рынке недвижимости США не оправдаются, то на первый план вновь выйдет проблема усиления инфляции, причем не только в России, но и в Китае, а также в мире в целом. О наличии такой угрозы говорит тот факт, что ФРС США, снижая дисконтную ставку, пока оставила без изменения ключевую ставку, или ставку федеральных фондов (key rate или federal funds rate), которая сейчас находится на уровне 5,25%. В случае раскручивания инфляционного механизма ведущим центральным банкам придется ужесточать денежно-кредитную политику, повышать процентные ставки, а это, в свою очередь, может замедлить мировую экономику и привести к сокращению спроса на сырьевые товары и снижению цен на нефть. Последнее для российской экономики может быть весьма чувствительным.

Если же начнется замедление темпов роста мировой экономики (возможно, не сразу, а через два-три года, как это было в конце 1990 – начале 2000 г., когда кризис в Азии сменился кризисом в секторе новых технологий), это может привести к двойному удару по платежному балансу России: как со стороны счета текущих операций (переход к отрицательному торговому сальдо), так и со стороны счета капитальных операций (частный сектор вновь станет чистым экспортером капитала).

Первоначально влияние внешнего кризиса, скорее всего, отразится на финансовых операциях реального сектора и банков. Снижение котировок российских акций, рост внешнего долга и проблема его рефинансирования приведут к сокращению притока в страну иностранных инвестиций, что скажется и на валютных резервах, и на динамике валютного курса. Конечно, благодаря «валютной подушке» в виде накопленных золотовалютных резервов российские денежные власти способны отразить спекулятивные атаки, погасить панические настроения инвесторов, а само по себе отсутствие паники снижает риск дальнейшего усугубления ситуации.

Однако в случае распространения финансового кризиса на реальный сектор экономики его последствия для российской экономики будут куда более серьезными. Поскольку в структуре российского экспорта 80% приходится на продукцию ТЭК и металлургию, вероятнее всего, произойдет резкое сокращение стоимости экспорта этих товаров (как за счет снижения физических объемов, так и за счет контрактных цен). В то же время остановить рост импорта вряд ли удастся (в условиях торможения динамики мировой экономики стоимость потребительских товаров, на долю которых приходится более половины российского импорта, скорее всего, также начнет снижаться, отечественные товары станут неконкурентоспособными, а часть внутреннего спроса переключится на импорт). Как следствие, переход к дефициту торгового баланса станет вопросом нескольких кварталов - в лучшем случае, года (в инерционном сценарии - без учета возможного кризиса - отрицательное сальдо ожидается нами не ранее 2010 г.).

«Выстрел дуплетом» (как по финансовому рынку, так и по реальному сектору) может привести к тому, что резкая девальвация рубля станет неизбежной.

Сергей Пухов, Михаил Столбов