

The logo features a central blue circle with a white border. Inside the circle, the letters 'ABS' are written in a large, light blue font, and 'RMB' is written in a smaller, white font below it. The circle is surrounded by several overlapping, semi-transparent colored segments in shades of blue, red, and orange, creating a dynamic, sunburst-like effect.

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2021

Тенденции рынка секьюритизации



Валерий ВАЙСБЕРГ,
директор аналитического
департамента, ИК «Регион»

Возвращение инфляции

Рукотворная рецессия 2020 года оставила в наследство существенные дисбалансы между различными сегментами рынков, бюджетными конструкциями, национальными экономиками и конкретными отраслями. Одна часть возникших перекосов выправится простым снятием карантинных ограничений, другая останется с нами навсегда, о третьей позаботится инфляция. Темпы и продолжительность избыточного роста потребительских цен после пандемии определяют вероятность наступления новой рецессии, на этот раз спровоцированной резким ростом ставок центральных банков.

Прошлый год вообрал в себя черты не только недавнего Глобального финансового кризиса, но и всего XX века и в этом смысле знаменует собой полное и окончательное прощание с прошлым столетием. Пандемия — испанка второй половины 1910-х годов, рецессия — Великая депрессия, взлет FAANG — эра доткомов. Перечисленные аналогии — яркие и привлекательные, но довольно поверхностные. Против испанки не вводили тотального карантина; Великая депрессия была не только глубокой, но и весьма

продолжительной; крупные интернет-компании в противоположность баснословно дорогим стартапам прошлого сегодня имеют внушительный денежный поток.

Главными отличиями Великого карантина от Глобального финансового кризиса являются синхронное снижение процентных ставок центральными банками и развитых, и развивающихся экономик, феноменальная устойчивость финансовых систем и колоссальный объем сбережений населения. В частности, впервые в новейшей истории России кризис не ознаменовался кратной девальвацией рубля и ростом ключевой ставки. Правительство достаточно грамотно использовало имеющиеся у него ресурсы для точечной помощи пострадавшим отраслям, малому бизнесу и гражданам.

Конечно, увеличение бюджетных расходов вынудило Россию временно отойти от бюджетного правила. Однако это не привело к ухудшению макроэкономической стабильности: несмотря на кратный рост объема заимствований, государственный долг России по итогам года составил около 21% от ВВП. Правительство планирует вернуться к бюджетному правилу уже в 2022 году.

Прошлой весной — на пике карантинных ограничений — ИК «Регион» прогнозировала глубину падения ВВП России за весь 2020 год в зависимости от сценария в диапазоне 2.8–6.6%. Фактически, по предварительной оценке Росстата, экономика страны в минувшем году потеряла 3.1%. Столь хороший результат помимо бюджетной поддержки и мягкой денежно-кредитной политики стал возможен благодаря мягким ограничениям во время осенней волны коронавируса и преобладанию в экономике крупных предприятий, работа которых продолжалась даже весной.

В обрабатывающих производствах, ориентированных преимущественно на внутренний рынок, добавленная стоимость в постоянных ценах осталась на уровне 2019 года. Создание новых рабочих мест начиная со второй половины 2020 года существенно ускорилось. Банковская система России, оздоровившаяся и укрепившаяся за предшествующие 5 лет, не потеряла ни одного системно значимого института и по итогам года нарастила как корпоративное, так и розничное кредитование, в том числе ипотечное.

Аналогичным образом развивалась ситуация и в других странах, с тем нюансом, что бюджетный стимул со стороны Китая был на порядок меньшим, чем в 2009 году, а в США, напротив, существенно большим. В общей сложности к концу 2020 года совокупные государственные вливания в экономику достигли \$14 трлн, или 16% мирового ВВП за 2019 год. В нынешнем году масштабное стимулирование продолжится: третий американский пакет помощи в совокупности с двумя предыдущими уже шестеро щедрее принятого при Бараке Обаме «Закона о восстановлении и поощрении инвестиций в американской экономике» и втрое больше затрат на политику «нового курса» Франклина Рузвельта (в пересчете на душу населения и с учетом инфляции).

Значительные прямые выплаты населению и бизнесу производили правительства и в Западной Европе, и в Японии, де-факто разделив с предпринимателями риски. В итоге в развитых странах на пике пандемии уровень

накоплений населения достиг 20–30% доходов,кратно увеличившись в сравнении с докризисным периодом. Ослабление ограничений в последующие месяцы способствовало уменьшению нормы сбережения, но новые пакеты помощи, принятые в США в конце декабря 2020 года и начале марта 2021 года, вновь сильно увеличили запасы наличности в домохозяйствах.

Сочетание ускоряющегося экономического роста на ожиданиях быстрой массовой вакцинации с продолжением бюджетного и монетарного стимулирования породило обоснованные ожидания относительно ускорения инфляции. Они связаны как с большим объемом отложенного спроса из-за закрытия значительной части сектора услуг в течение 2020 года, так и с ростом цен на биржевые промышленные и сельскохозяйственные товары. Высокая готовность потребителей покупать товары и услуги позволяет бизнесу постепенно закладывать растущие издержки в конечные цены.

Однако для развитых стран все не столь однозначно. Во-первых, мировые экономики по-прежнему далеки от полной занятости: в отсутствие постоянного дохода население не будет быстро и полностью расходовать полученную государственную помощь. Во-вторых, избыточные сбережения распределены крайне неравномерно: большая их часть сосредоточена у наиболее доходных групп населения, которые вряд ли будут увеличивать повседневное потребление. В-третьих, значительная часть распределенной в 2020 году государственной помощи не осталась лежать мертвым грузом на текущих банковских счетах, а была инвестирована: цены на недвижимость в США в 2020 году выросли на 8.4%, а количество проданных домов — на 5.6%; в брокерских компаниях было открыто 10 млн новых счетов, а доля частных трейдеров в дневном объеме торгов удвоилась, достигнув 20%. Переход части государственной помощи в инвестиции, а не в потребление, скорее всего, продолжится и в 2021 году. В-четвертых, инфляция цен на биржевые товары обусловлена не только дополнительным инвестиционным спросом,

но и разовыми факторами: неурожаем по отдельным культурам, птичьим гриппом и массированным наращиванием резервов со стороны Китая.

В 2021 году, вероятнее всего, произойдет перебалансировка влияния перечисленных выше факторов, которая будет сопровождаться ускорением инфляции, однако затем темпы роста цен начнут замедляться. Также нужно учесть, что низкая инфляция последнего десятилетия, с одной стороны, привела к закоренению ожиданий населения (и потребители, и бизнес привыкли к тому, что цены больше не будут расти быстро), а с другой — повысила толерантность к инфляции у центральных банков. В 2020 году ФРС перешла к таргетированию не точечного ежегодного, а среднего за некоторый период уровня инфляции. Вполне вероятно, подобный подход будет перенят и другими регуляторами, в частности ЕЦБ.

В России картина инфляции в определенной степени отличается от той, что мы наблюдаем в развитых странах. За последние 5 лет средняя инфляция в России составила 4.3%, а базовая инфляция — 4.2%, что несколько выше целевого уровня ЦБ РФ. Опросы, проводимые по заказу регулятора, демонстрируют отсутствие жесткой закоренности ожиданий населения, а сохранение

цели по инфляции при снижении диапазона нейтральной ставки показывает, что ЦБ РФ склонен видеть больший риск в отклонении инфляции вверх от цели, чем вниз.

Рост инвестиционной активности населения России в 2020 году (счета на Московской бирже открыли 5 млн человек, объем вложений частных инвесторов в ценные бумаги, по данным ЦБ РФ, составил 638 млрд рублей) был связан скорее не с ростом сбережений (по данным Росстата, объем накоплений вырос за год более чем на 2.8 трлн рублей, или в 2.2 раза), а с перетоком средств с банковских депозитов. Сопоставимую с вложениями в ценные бумаги сумму поглотили первоначальные взносы по ипотеке. Таким образом, вложения населения в активы в 2020 году поглощали не более половины прироста сбережений, и домохозяйства располагают существенным объемом средств для наращивания потребительских расходов (более 4% от всего оборота розничной торговли за 2020 год). Падение занятости в России в отличие от Глобального финансового кризиса в 2020 году было существенно меньшим, чем в странах «Большой семерки». Таким образом, отечественные потребители, вероятно, более свободны в расходах, нежели домохозяйства развитых экономик.

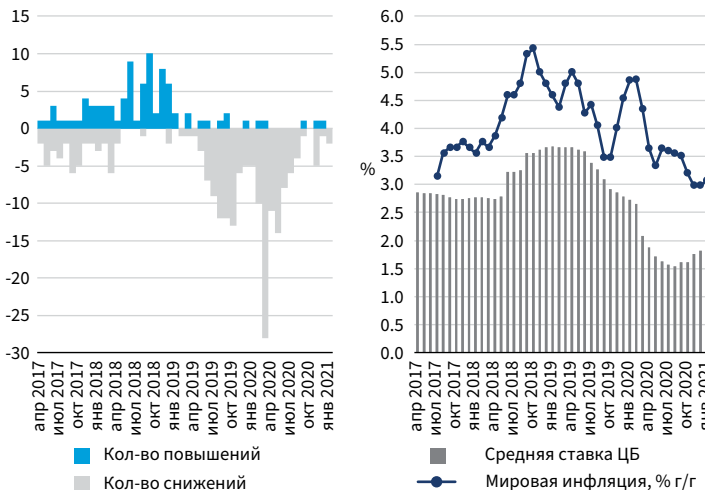
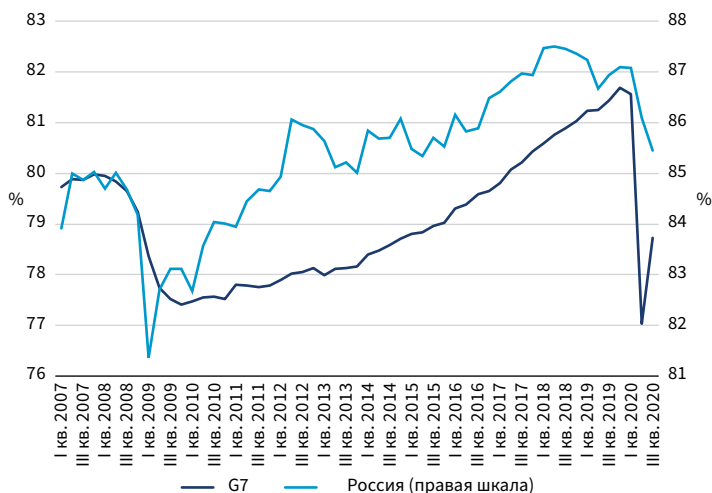


Рисунок 1
Основные
характеристики
глобальной монетарной
политики

Источник: BIS, Moody's
Economy.com

Рисунок 2
Уровень занятости
населения в возрасте
25–54 лет, сезонность
устранена

Источник: ОЭСР, Росстат



Перечисленные различия предопределяют дифференциацию в подходах к нормализации денежно-кредитной политики. ФРС и ЕЦБ обещают не повышать ставки в ближайшие годы, но рынки уже закладывают более быструю нормализацию ставок. Если центральные банки поспешат вслед за рыночной кривой, они рискуют прервать восстановление экономики, если слишком отстанут — могут утратить контроль над инфляцией и для ее подавления будут вынуждены действовать так же жестко, как Пол Волкер в 1980-х годах. Поиски сложного баланса между этими рисками будут продолжаться весь нынешний год, и с учетом специфики конкретной экономики каждый центральный банк будет принимать самостоятельные решения, в меньшей степени опираясь на видение коллег, чем это было в 2020 году.

О достаточно быстром возвращении к нейтральному уровню ключевой ставки сегодня, в частности, размышляет Банк России. С учетом динамики цен в I квартале 2021 года инфляция в России, вероятно, останется выше целевого уровня и в декабре достигнет 4.5%. Возможное отклонение от цели 2 года подряд — достаточный повод для беспокойства регулятора, однако при принятии решений о ставке, скорее всего, будет учитываться более широкий спектр факторов. Умеренные темпы ужесточения монетарной политики позволят российской экономике расти быстрее потенциального уровня (прогноз ИК «Регион» — рост ВВП на 3.2%), будут способствовать стабилизации валютного курса и возвращению инфляции к цели в 2022 году.