



Живет ли население США не по средствам?

Потребительские расходы, благосостояние домашних хозяйств и цены на недвижимость в Соединенных Штатах

Крис Фолкнер-Макдона и Мартин Мюляйзен

СТРЕМИТЕЛЬНЫЙ рост потребительских расходов, который продолжается уже двенадцатый год, выдержал множество неблагоприятных шоков, потрясших экономику США в последние годы, включая террористические нападения и повышенную озабоченность проблемами безопасности, резкое снижение курсов акций и экономический спад 2001 года, а также серию корпоративных и финансовых скандалов. В течение всего этого времени устойчивый спрос населения не только способствовал внутреннему экономическому росту, но и играл ключевую роль в поддержании роста мировой экономики.

Однако некоторые наблюдатели с тревогой относятся к резкому росту потребительских расходов. Норма личных сбережений понизилась до самых низких за всю историю показателей, уровень потребительской задолженности повысился, а относительный объем средств домашних хозяйств в стоимости жилья также упал до самых низких из когда-либо наблюдавшихся значений. Это вызывает озабоченность, так как рост частного потребления может оказаться неустойчивым, и его последующее ослабление нарушит

ход экономического подъема. Особые опасения высказываются по поводу возможного риска для потребителей, связанного с крахом того, что многие считают «мыльным пузырем» жилищного сектора в Соединенных Штатах, если принять во внимание впечатляющий рост цен на недвижимость на некоторых рынках.

Итак, живут ли потребители в США не по средствам? На основе анализа данных, полученных из информационных материалов к консультациям в соответствии со Статьей IV (которые представляют собой ежегодный раунд обсуждений по вопросам макроэкономической и структурной политики), проведенный МВФ с США в 2003 году, в настоящей работе делается вывод о том, что финансовое положение населения США лучше, чем может показаться.

Причины высоких расходов населения

Высокие показатели потребительских расходов в США тесно связаны с ростом личных доходов и благосостояния. На положении домашних хозяйств благоприятно сказался наблюдавшийся в последнее десятилетие подъем на рынке жилья и фондовом рынке: за период с конца 1995 года

На фотографии показаны покупатели, переполняющие большой универмаг в Нью-Йорке во время праздничного наплыва.

по второй квартал 2003 года чистая стоимость имущества в форме жилья и инструментов участия в капитале возросла, соответственно, на 3,25 и 2,75 триллиона долларов США. Другие компоненты финансового благосостояния, прежде всего активы в форме наличных денежных средств и облигаций, также значительно увеличились — на 6,5 триллиона долларов США, а общий прирост личного благосостояния за этот период составил примерно 120 процентов ВВП. Как показано на рис. 1, наблюдалась тесная обратная зависимость между чистой стоимостью имущества домашних хозяйств и нормой личных сбережений, что согласуется с гипотезой постоянного дохода, в соответствии с которой расходы домашних хозяйств реагируют главным образом на изменения долгосрочного уровня благосостояния, а не на краткосрочные колебания доходов.

Кроме того, в последние три года рост потребительских расходов поддерживался мерами макроэкономической политики, направленными на увеличение расходов. Ряд сокращений налогов привел к уменьшению выплат подоходного налога с физических лиц федеральному правительству на 230 миллиардов долларов США, а государственные расходы возросли. По оценкам фирмы "Macroeconomic Advisers", занимающейся экономическим прогнозированием, в период с 2001 по 2003 год фискальные стимулы на федеральном уровне, уровне штатов и местном уровне ежегодно вызывали дополнительный экономический рост в размере 1–2,5 процентных пунктов.

Значительное влияние оказывала также денежно-кредитная политика. Меры Федеральной резервной системы по снижению целевой ставки по федеральным фондам с 6,5 процента в 2000 году до 1 процента в 2003 году — самого низкого уровня за 50 лет — вызвали следующие один за другим циклы рефинансирования ипотек, что высвобождало значительные финансовые ресурсы на потребительские расходы. Этому способствовали инновации и более совершенное управление рисками на финансовых рынках США, расширение доступа домашних хозяйств к кредиту и предоставление потребителям большей гибкости в управлении своими балансами.

Кроме рефинансирования ипотек, домашние хозяйства занимствовали средства для финансирования потребительских покупок из других источников, включая увеличение задолженности по кредитным картам и краткосрочные личные ссуды. С середины 1990-х годов наблюдался устойчивый рост коэффициентов задолженности, которые к середине 2003 года достигли рекордно высокого уровня в 115 процентов располагаемого дохода (см. рис. 2). Хотя рост частной задолженности со временем мог бы стать причиной для беспокойства, другие показатели свидетельствуют о том, что домашние хозяйства, по-видимому, проявляли осмотрительность и ограничивали степень своей подверженности финансовым рискам.

- Ввиду низких процентных ставок отношение обслуживания долга к доходам увеличилось на сравнительно небольшую величину.

- Используемый Федеральной резервной системой широкий показатель обслуживания долга (включая арендные и другие периодические ежемесячные платежи) оставался на уровне примерно 18 процентов от располагаемого дохода, а значит, многие домашние хозяйства просто стали производить выплаты по ипотечным кредитам вместо арендных платежей (процент домовладельцев в США к середине 2003 года возрос до рекордного уровня 68,5 процента).

- Рост задолженности по потребительскому кредиту по отношению к активам домашних хозяйств был достаточно

Рисунок 1

Уменьшение сбережений

По мере роста чистых активов домашних хозяйств США уровень их сбережений уменьшается.



Источники: Бюро экономического анализа, Федеральный резервный банк; расчеты сотрудников МВФ.

¹До всестороннего пересмотра в 2003 году.

Рисунок 2

Рост задолженности домашних хозяйств

Несмотря на тенденцию роста задолженности домашних хозяйств США, отношение платежей по обслуживанию долга и других финансовых обязательств к располагаемому доходу почти не увеличилось.



Источники: Бюро экономического анализа, Федеральный резервный банк; расчеты сотрудников МВФ.

умеренным, а подъем фондового рынка в 2003 году дополнительно укрепил финансовое положение домашних хозяйств США.

Принимая во внимание потери для благосостояния, вызванные лопнувшим «мыльным пузырем» фондового рынка, многие наблюдатели ожидали более резкого роста сбережений домашних хозяйств, учитывая тесную обратную зависимость между этими двумя переменными. Вместе с тем, как подробно обсуждается в работе Фолкнера-Макдоны (2003 год), воздействие этого события на потребление смягчалось изменением структуры портфеля активов домашних хозяйств. Автор приходит к выводу, что между более ликвидными формами активов и потреблением существует гораздо более тесная эмпирическая зависимость, чем связь между потреблением и активами в форме участия в капитале. Поэтому, хотя снижение уровня благосостояния происходило в основном за счет инструментов участия в капитале, рост активов в других формах — например, в форме облигаций и наличных денежных средств — в последние несколько лет помог уменьшить влияние спада фондового рынка на потребительские расходы.

Результаты Фолкнера-Макдоны указывают также на то, что динамика сбережений домашних хозяйств до настоящего времени в целом соответствовала тенденциям изменения уровней доходов и благосостояния. На основе данных по домашним хозяйствам на середину 2003 года его модель дает прогноз нормы сбережения в размере примерно 4,5 процента, что несколько выше фактической нормы сбережения, ко-

торая на тот момент оценивалась в 3,25 процента. Однако данное различие не настолько велико, чтобы считать невозможной постепенную адаптацию к той или иной корректировке. Тем не менее проведенный позднее комплексный пересмотр национальных счетов США привел к корректировке нормы сбережения домашних хозяйств в сторону понижения до 2,25 процента, что выдвинуло на первый план проблему окончательной величины повышательной корректировки. (На момент сдачи настоящей статьи в печать в начале 2004 года обновить прогноз модели было невозможно из-за отсутствия обновленных данных по ряду ключевых переменных, используемых в оценке.)

Некоторые аналитики утверждают, что для уменьшения глобальных дисбалансов по счетам текущих операций и подготовки к выходу на пенсию поколения демографического взрыва необходимо увеличение сбережений домашних хозяйств США. При прочих равных условиях повышение нормы внутреннего сбережения привело бы к снижению дефицита счета текущих операций США и потребности в притоке иностранного капитала. Вместе с тем, хотя норма личных сбережений в США представляется относительно низкой по международным меркам, она, возможно, соответствует высокой эффективности рынков капитала США и использования капитала отечественными фирмами. Например, в исследовании, проведенном аналитическим центром "McKinsey Global Institute" в 1996 году, высказано предположение о том, что низкая норма личных сбережений согласуется с относительно высокими нормами прибыли на инвестиции в США.

Аналогичный вывод сделан в последнем докладе Бюджетного управления Конгресса о перспективах пенсионного обеспечения поколения демографического взрыва. Бюджетное управление Конгресса пришло к заключению, что будущие пенсионеры, как правило, имеют в среднем более высокие текущие доходы и уровень благосостояния, чем предшествующие поколения, и накапливают имущество примерно теми же темпами. Этот вывод указывает на то, что большинство людей, родившихся в период демографического взрыва, будет получать и более высокие доходы после выхода на пенсию. Однако доклад предупреждает также о том, что многие домашние хозяйства с низкими доходами, вероятно, не смогли накопить достаточно пенсионных активов и потому продолжают зависеть от пособий системы социального обеспечения.

Жилье: очередной «мыльный пузырь» цен на активы?

В период снижения цен на инструменты участия в капитале, наблюдавшегося в последние несколько лет, одним из основных факторов поддержания потребительских расходов в США был устойчивый рост цен на рынке жилья. В то же время, активно растущий рынок недвижимости в США часто сравнивают с аналогичными рынками в Соединенном Королевстве, Испании и Австралии, где цены также считались выросшими существенно больше, чем это было оправдано базовыми экономическими показателями. Принимая во внимание возможные последствия резкой корректировки цен на недвижимость для уровня благосостояния и потребления домашних хозяйств — а также для экономического роста и финансовой стабильности в целом, — важно более тщательно проанализировать перспективы рынка жилья в США.

В основе озабоченности относительно рынков недвижимости лежит наблюдение, согласно которому годовые темпы роста медианных цен на жилье в США повысились с примерно 4,5 процента в 1995 году до 6 процентов в 2002 году, причем

на рынках многих крупных городов отмечался еще более быстрый рост. В результате продолжительного возобновления роста со временем последнего спада в конце 1980-х годов реальные цены на жилье достигли уровня, превышающего их долгосрочный тренд.

Такая динамика цен частично отражает растущий спрос на жилье более высокого качества. Индекс цен на новые дома, скорректированный с учетом качества (который учитывает изменения размеров, характеристик и оборудования), повышался гораздо более медленными темпами, едва превысив в 2002 году свое долгосрочное среднее значение (рис. 3), а все большее расхождение между индексами средних и медианных цен также указывает на то, что рост цен в последние годы в основном был сосредоточен в более дорогом сегменте рынка недвижимости.

В региональном отношении тенденции на рынке жилья были более разнообразными. С одной стороны, недавнее повышение реальной стоимости существующих домов на Юге и Среднем Западе представляет собой первое устойчивое улучшение конъюнктуры рынка более чем за два десятилетия. С другой стороны, цены на Западе и Северо-востоке — особенно в крупнейших городах, — в последние десятилетия были гораздо более изменчивыми, что отражало циклы резких подъемов и спадов в секторах информационных технологий и энергетики.

Тенденция к повышению цен на недвижимость в США подкреплялась целым рядом факторов, многие из которых связаны с благоприятной экономической ситуацией в конце 1990-х годов.

- Представляется, что между ценами на жилье и располагаемым доходом нет резких несоответствий (см. рис. 4). Кроме того, снижение процентных ставок по ипотечным кредитам позволяло домовладельцам уменьшать ипотечные платежи путем рефинансирования или переезжать в более дорогие дома без увеличения месячной платы.

- Рост уровня благосостояния домашних хозяйств с начала 1990-х годов, возможно, наконец стал сказываться и на рынке жилья, а снизившиеся ожидания относительно продолжения быстрого роста фондового рынка могли склонить инвесторов к изменению структуры портфелей в пользу недвижимости.

Рисунок 3

Качественный сдвиг

Рост цен в целом соответствовал долгосрочному тренду, причем индекс цен, скорректированный с учетом качества, приблизился к своему долгосрочному среднему значению.



Источники: Бюро переписи населения США; Министерство жилищного строительства и городского развития; Национальная ассоциация агентов по продаже недвижимости.

Рисунок 4

Устойчивые темпы

Соотношение цен на жилье и доходов было относительно стабильным и даже снизилось, если принять во внимание корректировку с учетом качества.



Источники: Бюро переписи населения США; Министерство жилищного строительства и городского развития; Национальная ассоциация агентов по продаже недвижимости; данные сотрудников МВФ.

• Учитывая резкий рост процента домовладельцев среди лиц в возрасте от 30 до 40 лет, достижение этого возраста последними когортами поколения демографического взрыва могло оказать заметное влияние на рынок жилья. Кроме того, повышению спроса могло способствовать уменьшение среднего размера домашних хозяйств и увеличение иммиграции.

• Все более активное использование ценных бумаг, обеспеченных ипотеками, способствовало значительному повышению эффективности ипотечного рынка США, сократив издержки для лиц, обращающихся за ипотечными ссудами, и расширив доступ к таким ссудам для домашних хозяйств с более низкими доходами.

Сохраняющаяся озабоченность относительно цен на жилье

Несмотря на устойчивые базовые экономические показатели, сохраняется целый ряд аспектов, вызывающих озабоченность относительно текущих цен на жилье. Во-первых, если рост производительности и доходов от трудовой деятельности окажется ниже ожидаемого, бремя ипотечной задолженности будет сокращаться медленнее, чем предполагают домашние хозяйства, что может привести к изменению рыночной конъюнктуры.

Во-вторых, повышение процентных ставок может повлиять на способность домашних хозяйств обслуживать долг, а также понизить спрос на жилье. Вместе с тем, эти опасения ослабляются такими факторами, как сокращение доли ипотек с корректируемой процентной ставкой до уровня ниже 20 процентов новых выданных ипотечных ссуд (по сравнению с 30 процентами в 1980-х годах) и волна рефинансирования, которая способствовала увеличению среднего срока непогашенной ипотечной задолженности.

Наконец, все большее расхождение между ценами на жилье и арендной платой рассматривается некоторыми как признак того, что цены на жилье будут снижаться, подобно курсам акций, реагирующими на рост отношения цен на акции к их доходности. Например, в исследовании, проведенном Джоном Крейнером в 2003 году для Федерального резервного банка Сан-Франциско, сделан вывод, что отношение цен на жилье к арендной плате в настоящее время превышает долгосрочное среднее значение на 10–15 процентов. Вместе с тем, в работе показано, что данное отношение вернется к своему среднему значению, если арендная плата будет продолжать расти в соответствии со своим долгосрочным трендом, а цены на жилье останутся неизменными в течение

двух-трех лет, что не является нетипично долгим периодом для неактивных рынков недвижимости.

Что это означает для цен на жилье в целом? В ряде недавно проведенных исследований были высказаны сомнения в возможности образования «мыльного пузыря» цен на жилье в масштабах всей страны (см. обзор в работе Kaufman and Mühlleisen, 2003, и работу Case and Shiller, 2003). Во всех этих исследованиях был сделан вывод о том, что цены в большинстве районов в целом согласуются с повышением личных доходов, хотя в каждом исследовании была выделена группа городов (отличающаяся от групп в других исследованиях), где уровни цен были чрезмерно завышенными относительно базовых экономических показателей. В итоге лишь примерно 20 крупнейших городских центров (из 250) были отнесены более чем в одном исследовании к районам с чрезмерно высокими ценами. Однако эти 20 рынков включают крупнейшие городские центры Соединенных Штатов, а потому на них может приходиться более значительная доля всего рынка жилья, чем можно предположить, судя только по их числу.

Эмпирические результаты, представленные Кауфманом и Миляйзеном, также указывают на то, что цены на жилье в основном согласуются с базовыми экономическими показателями, особенно на Среднем Западе и на Юге. На Северо-востоке и на Западе цены на жилье примерно на 15–20 процентов превышают прогнозный уровень, рассчитанный исходя из текущей экономической ситуации. Однако даже в этих условиях ухудшение конъюнктуры рынка труда в некоторых регионах (например, в районе Силиконовой долины в Калифорнии) к настоящему моменту оказало лишь ограниченное воздействие на инфляцию цен на жилье, и это свидетельствует о том, что значительного всеобщего снижения цен на жилье потребовалось бы заметное падение уровня занятости или доходов.

Отсутствие существенных несоответствий

Таким образом, низкая норма сбережений домашних хозяйств США во многом объясняется достигнутым за последнее десятилетие значительным повышением доходов и уровня благосостояния. Возможно, однако, что рост расходов домашних хозяйств в конечном счете должен будет несколько замедлиться, чтобы ликвидировать очевидный разрыв между нормой личных сбережений и базовыми экономическими показателями. Кроме того, неясно, сохранится ли стабильная тенденция роста частной задолженности в условиях менее благоприятных процентных ставок. Вместе с тем баланс сектора домашних хозяйств США по-прежнему выглядит устойчивым, что частично объясняется подъемом фондового рынка с середины 2003 года, и представляется, что домашние хозяйства используют рефинансирование ипотек, в частности для того, чтобы защитить себя от возможного повышения процентных ставок. Наконец, несмотря на возросшую подверженность домашних хозяйств рискам, связанным с рынком недвижимости, а также признаки возможного «перегрева» рынков недвижимости в крупных городах, представляется, что агрегированные показатели цен на жилье не настолько существенно расходятся с базовыми макроэкономическими показателями, чтобы исключить возможность упорядоченного возврата к равновесному состоянию. ■

Крис Фолкнер-Макдона — экономист, а Мартин Миляйзен — заместитель начальника отдела в Департаменте стран Западного полушария МВФ.