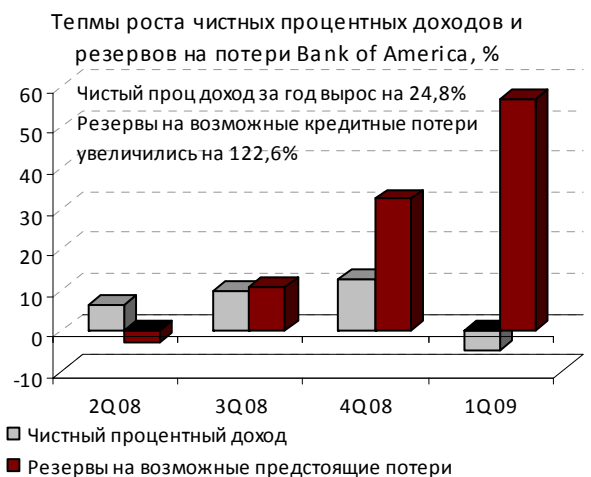
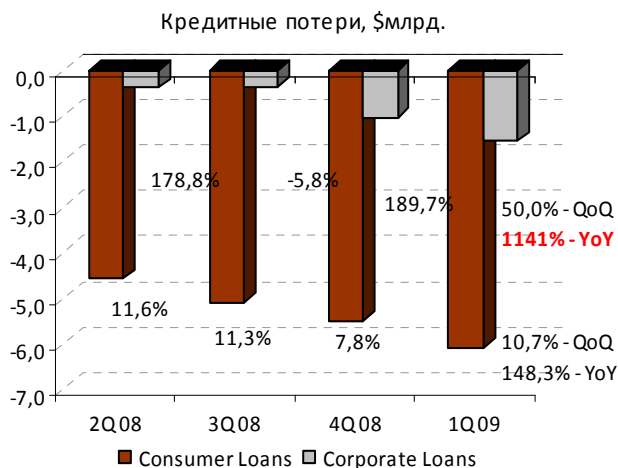
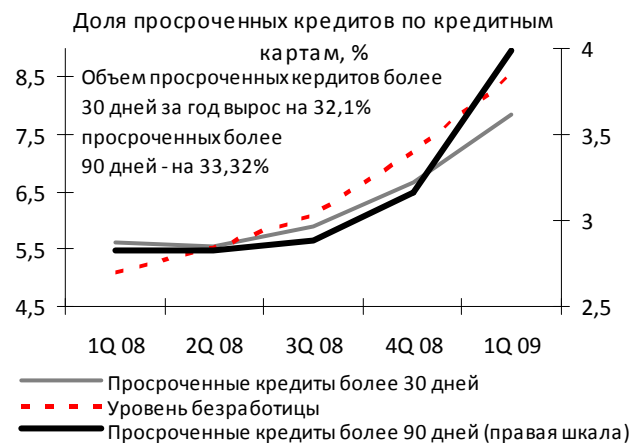
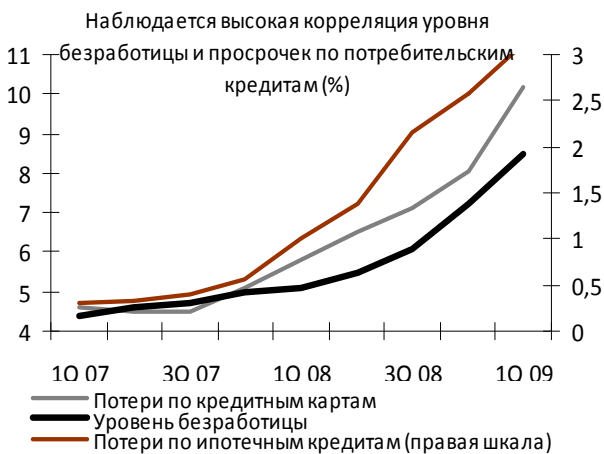


**СНИЖЕНИЕ ПОТРЕБЛЕНИЯ ОСЛОЖНИТ ВОССТАНОВЛЕНИЕ ЭКОНОМИКИ США**

Традиционно экономике США удавалось выходить из рецессии благодаря использованию простейших инструментов: снижению ставки и налоговым льготам. Однако сейчас ситуация совершенно другая: сколько бы свободных средств банки не получили, они все еще не готовы (и не обосновательно) выдавать эти средства населению. Отчеты банков за первый квартал 2009 года в очередной раз выявили прямую зависимость их убытков от роста уровня безработицы. Львиная доля доходов банков (при их наличии) направляются на покрытие уже реализовавшихся или предстоящих потерь по кредитам. Так как эта тенденция с высокой долей вероятности продолжится, банки еще долго не смогут мечтать о реальных прибылях, равно как экономика не сможет рассчитывать на наличие кредитов.

Мы предлагаем вам ознакомиться с этой тенденцией на примере Citigroup и Bank of America:



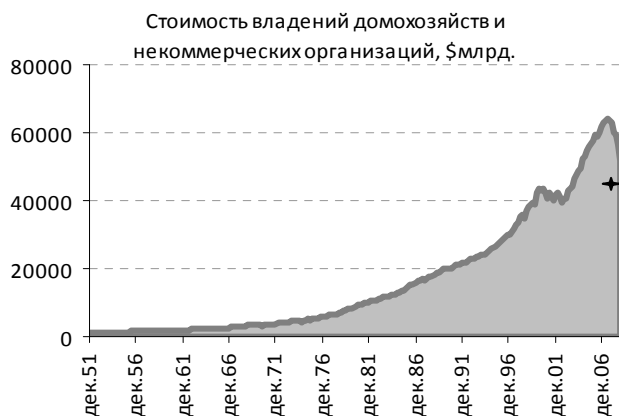
Источник: Citigroup, расчеты Атон

Источник: Bank of America, расчеты Атон

До тех пор, пока средства, которыми сейчас буквально «накачена» финансовая система США не начнут просачиваться за пределы банков, на быстрое восстановление рассчитывать не придется. Проблема заключается в том, что без кредитов и без сбережений населению невозможно погасить те долги, которые они наращивали с 80-х годов. Мы предлагаем рассмотреть каждую из составляющих: доходы населения, долг домохозяйств, стоимость имущества домохозяйств и их заимствования за период с 1952 года и выявить тенденции.

**СНИЖЕНИЕ ПОТРЕБЛЕНИЯ ОСЛОЖНИТ  
ВОССТАНОВЛЕНИЕ ЭКОНОМИКИ США**

Стоимость имущества домохозяйств с 1952 года выросла в 45,3 раза, в то время как долг домохозяйств увеличился в 164 раза. При этом, сумма долга с 2000 выросла на 111% по отношению к предыдущей десятилетке, а стоимость домовладений выросла лишь на 17,9%. За период 1990-2000 стоимость владений домохозяйств выросла на \$23,7 трлн., в период 2000-2008 – на \$ 7,8 трлн. С сентября 2007 года стоимость владений домохозяйств потеряла \$12,8 трлн. или 24,9% и составила \$51,47 трлн. на конец 2008 года.



Источник: Federal Reserve

Источник: Bloomberg

Стоимость владений домохозяйств						Пик в сентябре 2007	
	52-70	70-80	80-90	90-00	00-08	рост стоимо- сти с 2000 до пика	снижение стои- мости с "пика" до 2008
Стоимость владений домохозяйств, кол-во раз к базе 1952г	2,9	7,4	17,5	38,4	45,3	56,6	-
Стоимость владений домохозяйств, % КВкКВ	188,0%	157,4%	136,6%	119,0%	17,9%	47,3%	-24,9%
Стоимость владений домохозяйств, \$млрд.	2 136,4	5 149,7	11 506,8	23 723,0	7 824,9	20 633	-12 808,1
Цены на недвижимость					Пик в июне 2007		
	75-90	90-00	00-08	рост стоимости с 2000 до пика	снижение стоимости с "пика" до 2008		
Цены на недвижимость, кол-во раз к базе 1952г	2,7	3,7	6,0	6,3	-		
Цены на недвижимость, % КВкКВ	172,0%	38,1%	61,0%	68,8%	4,8%		

Источник: Federal Reserve, расчеты Атон

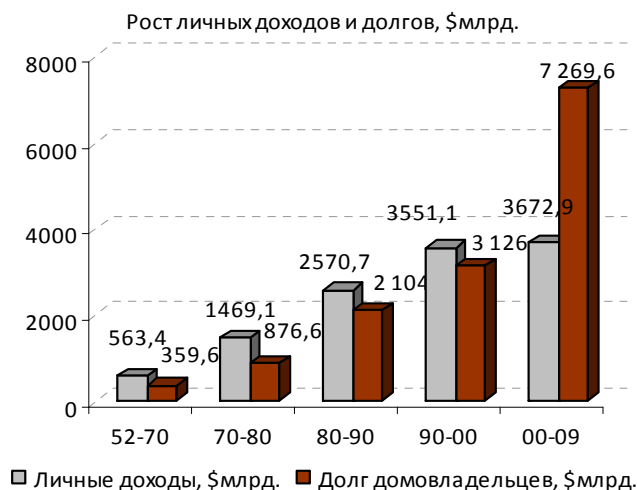
**СНИЖЕНИЕ ПОТРЕБЛЕНИЯ ОСЛОЖНИТ  
ВОССТАНОВЛЕНИЕ ЭКОНОМИКИ США**

Стоимость домовладений снизилась из-за потери стоимости домов, акций и других инвестиций. Время легких и дешевых кредитов закончилось, объемы займов и рефинансирования резко сократились, увольнения продолжаются, а доходы населения снижаются. Бремя долгов заставляет население экономить даже на каждодневных нуждах.

Потребление, которое составляет порядка 70% ВВП США, будет зависеть от того, насколько будут расти или снижаться доходы населения, а доходы, в свою очередь будут определяться ситуацией на рынке труда. Учитывая текущий рост безработицы и возможную волну банкротств крупных корпораций (см. Следующая группа риска США, или почему позитив не оправдан? [http://www.aton-line.ru/analytics/reports/foreingmarkets/sleduyushchaya\\_gruppa\\_riska\\_ssha\\_ili\\_pochemu\\_pozitiv\\_ne\\_opravdan/](http://www.aton-line.ru/analytics/reports/foreingmarkets/sleduyushchaya_gruppa_riska_ssha_ili_pochemu_pozitiv_ne_opravdan/)) мы полагаем, что доходы населения, в лучшем случае, будут стагнировать. В этом случае, население предпочтет сберегать свои средства, а не тратить их на потребление. Ни для кого не секрет, что именно в кризисные периоды население склонно сберегать больше, чем в благоприятные периоды. Однако сбережения будут расти быстрее еще и потому, что возможности погасить свои обязательства за счет кредитов или рефинансирования больше нет, и приходится рассчитывать только на собственные доходы. По расчетам McKinsey Global Institute, каждый дополнительный пункт уровня сбережений приведет к сокращению потребительских расходов на \$100 млрд. – что станет определяющим фактором в процессе восстановления экономики США из рецессии.

Подпиткой роста потребления в США на протяжении последних лет выступали ряд стимулирующих факторов: рост долгов домовладений (благодаря наличию кредитов), снижение уровня сбережений и агрессивный рост стоимости многих активов.

Личные доходы с 1952 по 1 квартал 2009 года выросли в 43,9 раза, в то время как долг домохозяйств, за аналогичный период увеличился в 164 раза. В абсолютном выражении, долг домохозяйств за последние 8 лет превысил доходы почти в два раза, составив \$13,82 трлн.



Источник: Federal Reserve, расчеты Атон



Источник: Bloomberg

	52-70	70-80	80-90	90-00	00-09
Личные доходы, кол-во раз к базе 1952г	3,0	8,4	17,7	30,6	43,9
Личные доходы, % КВкв	204,6%	175,1%	111,4%	72,8%	43,6%
Личные доходы, \$млрд	563,4	1 469,1	2 570,7	3 551,1	3 672,9
Долг домовладельцев, кол-во раз к базе 1952г	5,3	15,7	40,6	77,7	164
Долг домовладельцев, % КВкв	140,3%	214,5%	159,3%	91,3%	111,0%
Долг домовладельцев, \$млрд.	359,6	876,6	2 104,1	3 126,8	7 269,6

Источник: Federal Reserve, расчеты Атон

За период с 2000 по 2009 личные доходы населения увеличились на \$3,67 трлн., в то время, как долг за этот же период увеличился на \$7,3 трлн. Не удивительно, что доля расходов на личное потребление с 2005 по 2007 года составляла более 99% располагаемых доходов, а доля сбережений менее 0,5%.

Доля расходов и сбережений в располагаемом доходе, %



Источник: Federal Reserve

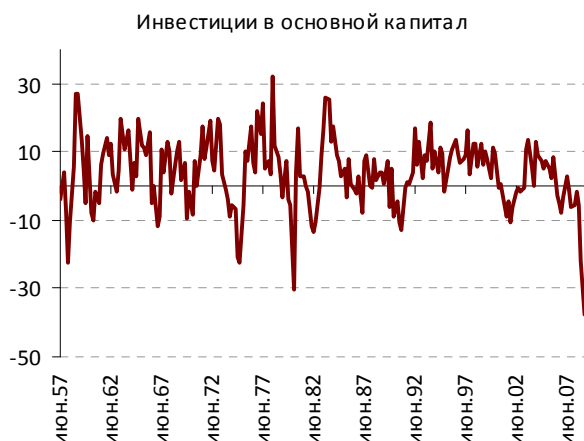
Период, начавшийся в 90-х сопровождался увеличением располагаемых доходов в 29,6 раза, ростом расходов в 31,5 раз и рекордным сокращением уровня сбережений в 43,7 раза. С 1990 года по 2008 год расходы населения в долларовом выражении выросли на \$6,46 трлн., а располагаемые доходы – на \$6,35 трлн. Сбережения населения упали за аналогичный период упали на \$117,9 млрд. и по итогам 2008 года составили \$119 млрд. Это говорит о том, что как минимум с начала 90-х аппетиты население росли быстрее, чем они на самом деле могли себе позволить. Эта разница пополнялась за счет заимствований.

	52-70	70-80	80-90	90-00	00-09
Личные доходы, кол-во раз к базе 1952г	3,0	8,4	17,7	30,6	43,9
Личные доходы, % КВкКВ	204,6%	175,1%	111,4%	72,8%	43,6%
Личные доходы, \$млрд.	563,4	1469,1	2570,7	3551,1	3672,9
Личные располагаемые доходы, кол-во раз к базе 1952г	3,0	8,3	17,6	29,6	43,7
Личные располагаемые доходы, % КВкКВ	202,3%	175,1%	113,3%	67,9%	47,9%
Личные располагаемые доходы, \$млрд.	492,3	1207,2	2276,8	2908,2	3448,1
Личные расходы, кол-во раз к базе 1952г	3,0	8,1	17,9	31,5	46,9
Личные расходы, % КВкКВ	198,9%	171,3%	120,5%	76,2%	48,8%
Личные расходы, \$млрд.	443,3	1141,3	2178,9	3039,2	3425,1
Личные сбережения, кол-во раз к базе 1952г	3,4	9,8	14,6	8,2	9,3
Личные сбережения, % КВкКВ	239,0%	189,8%	48,7%	-43,7%	13,6%
Личные сбережения, \$млрд.	49	131,9	55,1	-140,8	22,9

Источник: Federal Reserve, расчеты Атон

Если раньше население могло «переживать» периоды рецессий и роста безработицы за счет кредитов и заимствований, то в текущих условиях единственным источником остаются личные сбережения, которые в начале 80-х годов превышали 10% располагаемых доходов, а в 2005 опустились до нуля. В условиях, когда люди осознают, что их активы растут в цене (на пример стоимость дома или инвестиции), а кредит можно получить с легкостью, сбережения становятся не приоритетными. Однако сейчас, в условиях растущей безработицы единственным источником сбережений могут стать государственные программы, в виде налоговых льгот, программ по рефинансированию ипотечных кредитов, выплат стимуляционных пособий и так далее. Но этот подход обеспечивает почти разовые сбережения: люди, получив средства от государства на свои расходы, не возвращают их обратно в экономику, как на это рассчитывали власти, а откладывают их на «черный день». Так как других поступлений нет, и обязательства превышают все, что заемщик имеет, он, в лучшем случае, будет стараться погасить скорее свои долги, с растущими процентами, а не потратить их. В худшем случае, «черный день» наступает раньше, чем такой гражданин находит работу, тогда эти сбережения быстро перестают ими быть. Так как государство с апреля 2008 вводит уже второй стимуляционный пакет в действие, мы можем наблюдать резкие скачки уровня сбережений, на фоне снижающихся доходов и роста безработицы это, в большей степени «мертвые» сбережения, которые не работают на экономику, а вводят в заблуждение своим ростом на фоне низкой базы.

Сбережения крайне важны для долгосрочного экономического развития, в частности инвестиции и развития бизнеса компаний реального сектора. Так, в предварительном отчете о ВВП США видно, что инвестиции в основной капитал сократились до минимального уровня за последние 29 лет, а частные внутренние – за последние 34 года. Это означает, что в экономике нет подушки, благодаря которой возможен пусть слабый, но рост. Необходимо время, много времени, чтобы эта «подушка» образовалась.



Источник: Bloomberg

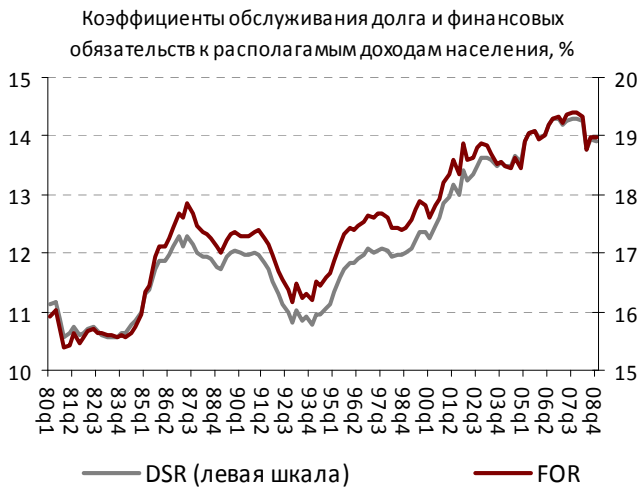


Источник: Bloomberg

Текущие, разовые сбережения не выполняют ни функцию долгосрочного инвестирования, ни стимулирования потребления, пока это средства «выживания», они поддерживают потребление в период «черных дней», но не стимулируют его.

Даже, если программы государства будут увеличиваться, потребление со временем продолжит снижаться, так как накопившиеся долги предстоит гасить. Если доходы населения не будут снижаться (что маловероятно), а будут стагнировать, накопившиеся долговые обязательства возможно будет погасить исключительно посредством сбережений, а не кредитования. Это означает, что в течение какого-то времени сбережения будут уходить на погашение долгов, ранее стимулирующих потребление, а не на долгосрочные инвестиции, что сейчас необходимо экономике.

Тем временем, финансовые обязательства в конце 2009 составили в среднем 19% располагаемых доходов населения, в начале 2000 года финансовые обязательства занимали 17,6%, а в начале 1990 – 17,3%. Мы получаем, что за последние 8 лет доля финансовых обязательств в располагаемых доходах населения возросла (17,6% до 19,0%) немногим меньше, чем с 1980 по 2000 гг. (с 15,6% до 17,6%).

**СНИЖЕНИЕ ПОТРЕБЛЕНИЯ ОСЛОЖНИТ  
ВОССТАНОВЛЕНИЕ ЭКОНОМИКИ США**


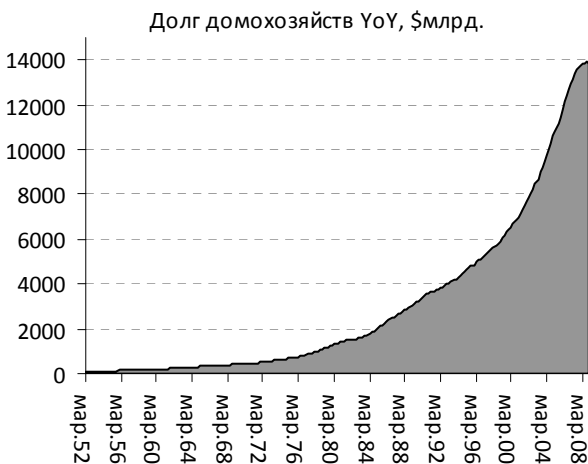
Коэффициент	80-90	90-00	00-09
DSR, среднее за период	11,3	11,7	12,6
FOR, среднее за период	16,4	17,1	18,8

Источник: Federal Reserve

DSR (Debt Service Ratio) – отражает долю выплат по долгу к располагаемым доходам. Главным образом исходит из обязательств по ипотечным и потребительским кредитам

FOR (Financial Obligation Ratio) – Коэффициент финансового обязательства. Включает обязательства по ипотечным и потребительским кредитам плюс лизинг за машины, арендные платежи, страховку жилья, налог на имущество.

Если финансовые обязательства составляют 19% располагаемых доходов населения, значит, обязательства составляют \$2,02 трлн. Это говорит о том, что для того, чтобы погасить обязательства при сбережениях 3-5% в год понадобится порядка 3 лет.



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

С середины 2006 года объем предоставляемых кредитов в ежеквартальном соотношении сократился с \$1,4 трлн. до нуля к октябрю 2008, а в четвертом квартале 2008 заимствования были отрицательными. Это значит, что сокращение выдаваемых кредитов началось с 2006 года, но кредитов выдавалось все еще больше, чем погашалось. В четвертом квартале было выдано кредитов меньше, чем погашено, и разница составила \$278 млрд.

Соответственно кредитование впредь неспособно компенсировать снижение потребления и рост просроченных кредитов. Напомним, что долг домохозяйств с 1952 года вырос в 164 раза, объем выданных потребительских кредитов увеличился в 234,6 раза, а корпоративных - в 88,8 раза. Сбережения населения за аналогичный период выросли лишь в 9,3 раза, а ВВП в 7,2 раза.

	52-70	70-80	80-90	90-00	00-08
Потребительские кредиты, кол-во раз к базе 1952г	5,2	32,1	73,0	141,0	234,6
Потребительские кредиты, %	415,3%	174,2%	127,6%	93,2%	66,4%
Потребительские кредиты, \$млрд.	116,9	222,7	447,2	743,6	1 022,7
Корпоративные кредиты, кол-во раз к базе 1952г кумулятивно	4,2	10,8	30,6	53,7	88,8
Корпоративные кредиты, %	323,9%	155,4%	182,9%	75,2%	65,5%
Корпоративные кредиты, \$млрд.	259,1	866,0	2 110,6	1 843,1	2 810,9

Источник: Federal Reserve, расчеты Атон

Долг домохозяйств в конце 2008 года составил \$13,82 трлн., потребительские кредиты - \$2,58 трлн., корпоративные - \$7,1 трлн.

При этом ВВП США составляет \$11,34 трлн. За период 1952–2009 (1 квартал) ВВП США увеличился всего в 7,5 раза. Рост с 2000 года по первый квартал 2009 составил \$2,03 трлн.

	52-70	70-80	80-90	90-00	00-09	рост стоимости с 2000 до пика	снижение стоимости с "пика" до 2008
ВВП, кол-во раз к базе 1952г	2,4	3,3	4,5	6,2	7,2	7,5	-
ВВП, %	139,7%	38,9%	36,2%	36,3%	18,8%	21,0%	-3,4%
ВВП, \$млрд.	2 191,3	1 461,3	1 890,8	2 583,5	1 826,5	2031,8	-386,5

Источник: Federal Reserve, расчеты Атон

В текущих условиях восстановление экономики будет зависеть от уровня и динамики доходов населения. Уровень сбережений не может расти только за счет сокращения расходов или разовых выплат через государственные программы. Соответственно если доходы населения не будут расти, о чем говорит рост безработицы, кредитование продолжит сокращаться, о чем говорят риски потерь по кредитам (см. начало обзора) или стагнировать, потребление будет сокращаться быстрее, так как именно в худшие времена население будет стремиться к накоплениям. За прошедший год экономика США потеряла \$305 млрд. Если уровень сбережений при стагнирующих доходах составит 3%, то в рост экономики будет вложено на \$318 млрд. меньше, а если уровень сбережений составит 5% располагаемых доходов, то – на \$532 млрд. Перечисленные в обзоре факторы в совокупности будут сокращать ВВП, и экономика США не может рассчитывать на быстрое восстановление

## Департамент по работе с клиентами

**Дмитрий Регузов**

**Управление персонального инвестиционного консультирования**

E-mail: [open@aton-line.ru](mailto:open@aton-line.ru)

Тел.: +7 (495) 777-66-77

## Аналитическое управление

**Вячеслав Буньков**

**Начальник аналитического управления, нефтегазовый сектор**

[Viatcheslav.Bunkov@aton-line.ru](mailto:Viatcheslav.Bunkov@aton-line.ru)

+7 (495) 777-66-77 доб. 2642

**Светлана Ковальская**

**Банковский сектор**

[Svetlana.Kovalskaya@aton-line.ru](mailto:Svetlana.Kovalskaya@aton-line.ru)

+7 (495) 777-66-77 доб. 2649

**Ольга Митрофанова**

**Металлургический сектор**

[Olga.Mitrofanova@aton-line.ru](mailto:Olga.Mitrofanova@aton-line.ru)

+7 (495) 777-66-77 доб. 2676

**Ирина Скворцова**

**Телекоммуникационный сектор**

[Irina.Skvortsova@aton-line.ru](mailto:Irina.Skvortsova@aton-line.ru)

+7 (495) 777-66-77 доб. 2675

**Инга Фокша**

**Макроэкономика, западные рынки**

[Inga.Foksha@aton-line.ru](mailto:Inga.Foksha@aton-line.ru)

+7 (495) 777-66-77 доб. 2644

**Елена Шишкина**

**Развивающиеся, товарные рынки**

[Elena.Shishkina@aton-line.ru](mailto:Elena.Shishkina@aton-line.ru)

+7 (495) 777-66-77 доб. 2648

**Наталья Выгодина**

**Технический анализ**

[Natalia.Vigodina@aton-line.ru](mailto:Natalia.Vigodina@aton-line.ru)

+7 (495) 777-66-77 доб. 2645

**Евгений Носов**

**Технический анализ**

[Eugenyi.Nosov@aton-line.ru](mailto:Eugenyi.Nosov@aton-line.ru)

+7 (495) 777-66-77 доб. 2646

## ООО «АТОН»

105062, Россия, Москва, ул. Покровка, д. 27, стр. 6

Тел.: +7 (495) 777-66-77

Сайт: [www.aton-line.ru](http://www.aton-line.ru)

**Ксения Аношина**

**Аналитик по общей ситуации на рынке, потребительский сектор**

[Kseniya.Anoshina@aton-line.ru](mailto:Kseniya.Anoshina@aton-line.ru)

+7 (495) 777-66-77 доб. 2647

**Труфанов Андрей**

**Химический сектор**

[Andrey.Trufanov@aton-line.ru](mailto:Andrey.Trufanov@aton-line.ru)

+7 (495) 777-66-77 доб. 2677

**Паплинов Роман**

**Технический анализ**

[Roman.Paplinov@aton-line.ru](mailto:Roman.Paplinov@aton-line.ru)

+7 (495) 777-66-77 доб. 2679

В обзоре использованы материалы информагентств Interfax, Prime-Tass, Reuters, Bloomberg, бирж NYSE, NYMEX, компаний Yahoo, РБК, изданий Коммерсантъ, Ведомости и др.

© ООО «АТОН», 2009. Все права защищены. Несанкционированное распространение, копирование настоящего документа, полностью или частично, в отсутствие письменного разрешения ООО «АТОН» запрещено.

Информация, содержащаяся в настоящем документе, является исключительно частным суждением «АТОН» и носит справочный вспомогательный характер. Любые инвестиции в объекты, упоминаемые в документе, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или неприемлемыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об инвестировании в какие-либо ценные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем документе, необходимо обладать значительным опытом в финансовых операциях, в вопросах оценки преимуществ и рисков, связанных с инвестированием в тот или иной финансовый инструмент.

ООО «АТОН» не несет ответственности за любые убытки, возникшие вследствие использования содержания настоящего документа в практической деятельности, а также за достоверность любой информации из внешних источников, правомерно использованной в составе настоящего документа, и любые последствия использования этой информации.