Дмитрий Шеметило,
Emerging Markets Strategy, WestLB

Это еще не кризис

Коррекция на финансовом рынке свидетельствует скорее о недостатке предложения реальных активов, чем о наступлении финансового кризиса. Фундаментальные параметры экономик развивающихся стран остаются привлекательными, и для инвестора это удачный момент для покупки акций и кредитного риска на развивающихся рынках.

Во вторник 27 февраля китайский фондовый рынок рухнул на 9%, и все сразу вспомнили о рисках развивающихся рынков и о макроэкономике. По одной из версий, падение было вызвано сообщением о том, что Государственный Совет, высший руководящий орган КНР, организовал специальное подразделение по контролю за нелегальной торговлей ценными бумагами и другими запрещенными операциями. По-русски это называлось бы борьбой с «серыми схемами». Поскольку в Китае действуют квоты на количество ценных бумаг, которые могут купить иностранные инвесторы, скорее всего, опасаясь санкций, иностранные банки были вынуждены закрыть позиции, что и привело к падению китайского фондового рынка. Перегретый рынок использовал это падение как повод, спекулятивные инвесторы начали закрывать позиции и уходить в менее рискованные активы. На классическом «уходе в качество» доходность десятилетних американских облигаций упала с 4.628% до 4.559%, а индекс Доу-Джонса потерял 1.36%. Закрытие позиций по carry trades привело к усилению йены, доллар ослаб к евро на 0.5%, российский индекс РТС сразу потерял 3%. Следующие несколько дней падение фондовых рынков продолжалось, но на рынке начало доминировать мнение о краткосрочной коррекции, а не начале кризиса.

В глобальном плане макроэкономическая ситуация в мире характеризуется как глобальный дисбаланс (global imbalances), причиной которого все считают избыточную долларовую ликвидность. За последние три года эта тема неоднократно обсуждалась в разных вариантах. Три года назад экономисты говорили, что глобальный дисбаланс приведет к коллапсу новой мировой финансовой системы (Bretton Woods 2) и обвалу доллара до курса 1.5 к евро, что повлечет за собой инфляцию и рецессию в США. Полтора-два года назад предполагалось, что рост цен на нефть до 100 USD/bbl будет эквивалентен дополнительному налогу на потребление и приведет к коллапсу спроса, высокой инфляции и, как следствие, стагнации в США. Полгода назад прогнозировался обвал жилищного рынка в США, падение ВВП, рост инфляции и т.д. Между тем, все сценарии несправедливо предполагают невмешательство ФРС, правительств, международных финансовых институтов и прочих заинтересованных организаций.

При этом инфляция в развитых странах продолжает сдерживаться за счет глобализации. Центр роста мировой экономики смещается на восток, и развивающиеся экономики накапливают все больше золотовалютных резервов. Постоянные напоминания о необходимости укрепления китайской валюты не находят понимания у китайского руководства, да и США не очень настаивают на этом, понимая, что резкое укрепление юаня вызовет дополнительный всплеск инфляции. За последние три года драматических изменений не произошло, но страны-

экспортеры начали успешней стерилизовать избыточную денежную массу, вызванную притоком долларов, и усилили диверсификацию валютных резервов. Финансовые институты развивающихся стран стали сильнее, монетарная политика консервативней, центральные банки лучше контролируют инфляцию, бюджетные дефициты финансируются на внутренних рынках, валютные курсы постепенно либерализируются.

В то же время, ожидать замедления роста ликвидности в мировой системе пока не приходится. Оценки ежегодного роста долларовой ликвидности составляют от 5% до 14%. Таким образом, два процесса — экспорт инфляции из США за счет поддержания высоких темпов роста ликвидности долларовых активов и экспорт дефляции из Китая и Юго-Восточной Азии за счет дешевой рабочей силы и роста производительности труда — пока компенсируют друг друга, но платой за это равновесие является растущий торговый дефицит США.

Период ужесточения монетарной политики в США закончился, и следующим шагом ФРС будет понижение процентной ставки, скорее всего, уже до конца этого года. Последние данные по продажам первичного жилья в январе и индикатор деловой активности в ключевом для производственного сектора регионе Среднего Запада (Chicago PMI), вышедшие 28 февраля, еще больше в этом убеждают. Плавное повышение процентных ставок в США уже отражается в увеличении безработицы и уменьшении загрузки производственных мощностей. В 2006 году оба параметра приблизились к крайним значениям: загрузка производственных мощностей составила 82.4% (31/8/06), а безработица — 4.4% (31.10.06). Т. е. экономика работала почти на пределе, без резервов мощностей и рабочей силы. Когда ставка ФРС достигла 5.25%, инфляционное давление на экономику начало снижаться.

Следующие заседания ФРС состоятся 21 марта, 9 мая и 28 июня. В июле — пауза. Фьючерсные контракты с погашением в июле торгуются с доходностью 5.07%, отражая ожидания снижения процентной ставки на 25 б.п. уже в июне.

Поэтому рост долларовой ликвидности будет продолжаться. В то же время, именно избыточная ликвидность привела к росту цен на все инвестиционные активы. Поскольку обычно центральные банки не включают инвестиционные активы в индекс базовых цен, то официальная инфляция остается под контролем. Главная особенность прошедшего цикла ужесточения монетарной политики в США — это то, что она не привела к сокращению ликвидности и падению цен на инвестиционные активы. Фактически часть валютной системы уже не работает из-за того, что развивающиеся страны накопили большие золотовалютные резервы и, пытаясь препятствовать укреплению своих валют за счет покупки долларов центральными банками, все больше увеличивают ликвидность. Упрощая ситуацию, можно сказать, что количество денег все возрастает, а хороших активов на рынке остается все меньше.

С этой точки зрения, ограничения на покупку иностранцами ценных бумаг в Китае еще больше уменьшают возможности приобретения реальных активов. Китайский рынок за последний год вырос на 154% и выглядел перегретым. По слухам, некоторые местные жители закладывали жилье и вкладывали деньги в акции, так

что реакция китайских властей не выглядит ни неожиданной, ни особенно резкой. Учитывая, что рост Китая базируется на инвестициях, а правительство делает все возможное для охлаждения экономики, контроль за ограничениями на портфельные инвестиции — мера достаточно своевременная.

Наиболее вероятным сценарием на текущий год можно считать продолжение роста долларовых цен на реальные активы. Опасения по поводу того, что замедление роста в США приведет к коллапсу китайского экспорта и падению цен на сырье, пока преувеличены, поскольку замедление роста в США без значительного ослабления доллара приведет скорее к сокращению производства в сфере услуг.

В то же время, наиболее вероятным сценарием выглядит постепенное сдувание пузыря высоких цен на реальные активы за счет ускорения инфляции. В любом случае, позиции развивающихся рынков с положительными торговыми балансами, консервативной денежной политикой и значительными запасами реальных активов выглядят лучше, чем позиции многих стран с развитой экономикой.