Андрей ДИКУШИН,
специалист в области корпоративных финансов и международных слияний и поглощений, основатель FinRobot.com

Загадочное исчезновение металла

Летом обычно сложно найти горячую тему про рынки, но только не этим летом... Мое внимание привлек сюжет про китайский порт Qingdao и ситуацию на рынке трансграничных сделок по финансированию сырьевых поставок. Порт Qingdao является одним из крупнейших в мире, а именно седьмым, с объемом перевалки груза на уровне 350 млн тонн в год. Для сравнения: самый большой порт России — Новороссийск — передает чуть более 80 млн тонн груза. Qingdao недавно вышел на IPO и 29 мая разместился на Гонконгской бирже. Капитализация сегодня составляет порядка $2.6 млрд. Для такого гиганта не так уж и много, но размещение проходило так себе. Кто-то что-то знал, ибо не успели высохнуть чернила на проспектах, как разразился скандал...

Согласно первым новостям, дошедшим аж до Reuters, в порту на бондовых складах обнаружилась недостача 80 тыс. тонн алюминия и 20 тыс. тонн меди. Дело было 2 июня. Новость не заслужила даже десятой строчки. Все на поверхности. В текущих ценах мы говорим о каких-то жалких паре сотен миллионов долларов, а то и меньше. Однако позже шкатулка открылась полностью, и из нее- таки повалилось...

Уже через неделю появилась заметка в Wall Street Journal, что один из крупнейших государственных трейдеров не может доискаться своих 100 тыс. тонн алюминия. Складской ордер на руках есть, а портовые службы металл не выдают, ссылаясь на распоряжение властей, ведущих расследование. Говорят, что руководство некоего оператора порта, аффилированного с одной из публичных китайских горнодобывающих компаний мэйджор-майнеров, уже посадили в тюрьму. Дальше называются имена провинциальных политических тяжеловесов, в отношении которых особый отдел партии ведет свое расследование. На этом месте бизнес по финансированию складских позиций вообще остановился. А это, по оценке Голдмана, уже $160 млрд.

Становится интереснее. Что это за рынок такой вообще? Поскольку это часть теневой банковской системы, то достоверных данных нет. Известная профессиональным наблюдателям история такова, что финансирование под залог складских запасов является одним из наиболее популярных способов обхода валютного контроля в Китае под привлекательную ставку. Оно и понятно, поскольку ликвидный товар находится в залоге на портовой стенке, то кредитор имеет возможность не вникать в лабиринты китайских дел, наивно полагая, что на всякий пожарный случай можно предъявить ордер и погрузить свой металл или руду на пароход, а китайцы пусть сами разбираются.

Какие товары больше всего любят принимать в залог кредиторы? Интересную статистику почерпнул опять же у Голдмана: драгметаллы, медь, железная руда, соя. Обороты по алюминию, цинку и никелю есть, но незначительные. Также известно, что китайцы давно баловались, перезакладывая одну и ту же расписку много раз. Этакая невинная игра, которая хорошо заканчивается, если с кредиторами вовремя расплачиваться или продолжать перекредитовываться.

Помните сюжет про IMF Global? Чем-то напоминает. Но то, что в конце цепочки вообще ничего нет, точно никто предположить не мог. Прямо-таки представляешь себе пустой склад за колючей проволокой, а внутри только один сейф, набитый распис-

ками. Чувствуется почерк мошенника Мэдоффа... Отсюда и паника, полностью парализовавшая довольно большой и ликвидный сегмент рынка.

Это важно. В своем блоге я всегда говорил, что теневая банковская система является не только конкурентом традиционной, но и, по сути, теневым эмиссионным центром. Подумайте, тот же Берни Мэдофф делал деньги из воздуха, рисуя людям несуществующие портфели. Пока значимая часть его инвесторов деньги не забирала, существовал wealth effect: народ чувствовал себя богаче, покупал яхты и особняки, словом, двигал экономику.

Еще одно обстоятельство в виде исторической параллели. Кризис сабпрайма был вызван перегревом одноименного пузыря. Откуда взялся пузырь? Сабпрайм воспринимался как быстрый способ «производства» залоговой массы. На ней собственно и стоит теневая система. Формально риск заемщика исключается из риска сделки. Вот и складские ордера про то же. Жадность и недальновидность управителей чужими деньгами просто приглашает заемщика их кинуть. Хотя бы в виде фиктивного умножения залоговой массы. Простота схемы напомнила мне о приватизационных выписках переходной России. Сплошь и рядом работники «теряли» расписки на будущие акции, а потом получали новые в заводоуправлении.

Но любой такой «праздник» должен закончиться. Банки и финансовые институты пребывают в панике. Пока обнаруженная недостача — капля в море, а если это только начало? Как в случае с сабпраймом, смею утверждать, что значимая часть рынка прекрасно понимала, во что ввязалась. Это только перед обывателем-налогоплательщиком потом воздевают руки со словами, что никто ничего не мог предвидеть. Вот и сейчас всем без исключения держателям залогов на $160 млрд очень и очень страшно.

Любопытно, что разворачивающийся перед нашими глазами live-сценарий иллюстрирует универсальную последовательность того, что происходит, когда рушится долговая пирамида. Поясню: если нашли отсутствующий металл, то цены на спот-рынке должны пойти вверх? Интуитивно — да. В реальности все наоборот. Цены на основные объекты залога падают — медь просела, руда — ниже плинтуса. Почему? Знающие люди говорят, что схлопывание финансирования заставит торговцев и часть счастливых кредиторов, чьи залоги оказались не фиктивными, сбрасывать товар. А тех, кто играл по классике, откупать назад длинные форварды.

Таким образом, товарный рынок должен развернуться из хронической бэквордации обратно в контанго, то есть форвардная цена на руду опять будет выше спота. Обратным ходом объясняется еще один феномен последних нескольких лет. Все всегда говорили, что бэквордация (спот выше форварда) может существовать только на точках разворота рынка, а мы жили с ней уже довольно долго. До сего дня рационального объяснения не было. Теперь все ясно. Если товарные потоки было прибыльнее использовать для игры в теневые деньги, то спекулятивная скупка спота превалировала над спросом и предложением в реальном секторе. Все встает на свои места. Пару лет назад ценники на руду были такие, что, казалось, она в мире заканчивается. Хотя наряду с углем это один из наиболее распространенных ресурсов с очень дешевой добычей. Теперь песне пришел конец.

Суть в том, что веревочка будет виться дальше. В суперцикл ресурсов играли все и глобально. Новые месторождения скупались за гигантские деньги. Инфляция цен на труд и оборудование была нереальной. Для этого достаточно посмотреть на печальный опыт Австралии, основного экспортера руды и угля в Китай. Вроде бы все сказочно богаты. Пожалуй, нет в мире страны с более высокими зарплатами за относительно средне- и малоквалифицированный труд, но ценник на жизнь таков, что на желудок высокая зарплата никак не влияет.

Caterpillar уже заявил, что продажи оборудования в Азии упали на двузначные проценты. А этот рынок, как вы можете себе представить, тоже «запирамижен». Думаю, нет в австралийской пустыне ни одного бульдозера, который бы не находился в той или иной форме лизинга. Пока спрос и цены на технику только росли, это никого не волновало.

Сценарий везде прослеживается одинаковый: рост спроса и предложения на залоговую массу. Затем крах, который по цепочке приводит к падению ценников на все. А потом следующий виток. Получается, что в вечном споре дефляционистов и инфляционистов правы первые. Схлопывание системы будет дефляционным. Инфляция последует, но во втором акте пьесы.

Похоже, центральные банки первого мира это понимают. Достаточно почитать чуть внимательнее Марио Драги, который более откровенен в своих выступлениях по сравнению с Йеллен или Бернанке. Последний вообще любил кодированные сообщения. Однако они хоть и понимают, но не могут бороться с фактом того, что дефляционный шок наступает не от недостатка средств в системе, а из-за отсутствия адекватных залогов с постоянно повышающейся или хотя бы непадающей стоимостью.

Из этого макронаблюдения есть практические выводы: если хочешь быть успешным дефляционистом, то, во-первых, надо набраться терпения, а потом перекладываться из ликвидности в активы очень-очень быстро. Окно будет коротким. Во-вторых, нельзя полагаться на первых ласточек. Шоки обычно идут серией. Я, например, ошибся, полагая, что раз убытки сабпрайма абсорбировали в 2009 году, то рынок американской недвижимости начнет сразу разворачиваться. В последующие два года последовало еще два ценовых цунами. Торопливость в инвестиционных делах не приветствуется.

Пока продолжаем сидеть и наблюдать, какие события способны перерасти в потерю контроля над ситуацией центральными банками. Мини-дефляционные сюжеты, которые пока удается локализовать, скорее, помогают политике монетарного смягчения, нивелируя инфляционные последствия. Но не все. Население развитого мира в среднем уже беднее эталонного 2007 года. Если небольшой сюжет из Китая показателен, то дальнейшее — вопрос времени...

P.S. *У истории с фальшивыми китайскими залогами есть еще одни весьма любопытные факты. Ценники на залоговые активы рухнули, а на золото — поднялись. Видимо, требовать поставки алюминия или руды не так-то просто, а с золотом — подгоняй инкассаторский автомобиль, проверяй номера плиток и — привет! Делайте соответствующие выводы...*