Николай Кащеев,
начальник аналитического отдела казначейства ВТБ

ЛИКВИДНОСТЬ как главное блюдо на пирах Валтасара

«МЕНЕ, ТЕКЕЛ, ФАРЕС» («ИСЧИСЛЕНО, ВЗВЕШЕНО, РАЗДЕЛЕНО») — СЛОВА, КОТОРЫЕ, СОГЛАСНО КНИГЕ БИБЛЕЙСКОГО ВЕТХОЗАВЕТНОГО ПРОРОКА ДАНИИЛА, БЫЛИ НАЧЕРТАНЫ НЕВИДИМОЙ РУКОЙ НА СТЕНЕ ВО ВРЕМЯ РАЗГУЛЬНОГО ПИРА ВАВИЛОНСКОГО ЦАРЯ ВАЛТАСАРА НЕЗАДОЛГО ДО ПАДЕНИЯ ВАВИЛОНА, ЕГО ЦАРСТВА. ТАКОВЫЕ СЛОВА КАК РАЗ ПРЕДВЕЩАЛИ ОЧЕНЬ СКОРЫЙ КОНЕЦ ПРАВЛЕНИЯ ЦАРЯ-ЭПИКУРЕЙЦА.

В течение последних восьми лет Россия, сменившая за это время пару экономических субмоделей, пользовалась так или иначе щедрыми плодами, которые на самом деле суть ни что иное, как тривиальная природная рента. Под двумя «субмоделями» мы подразумеваем, разумеется, то, что сейчас называется частно-олигархическим капитализмом, прошедшим свой пик в 2003 году, и нынешнюю экономическую парадигму, которая подразумевает переход контроля над распределением природной ренты к государству.

Последний период — что вполне естественно, если поглядеть на динамику нефтяных цен и неуклонно ужесточающуюся бюджетную дисциплину вкупе с монетаристским драйвом экономического блока правительства — как раз и привел к тому, что к собственным нефтяным деньгам, накапливаемым в разного рода госрезервах, присоединились мощные потоки глобального капитала. Достаточно было предъявить мировому инвестиционному сообществу ряд сильных формальных показателей (вроде огромного сальдо текущих операций, профицита бюджета, отношения госдолга к ВВП и так далее), чтобы охочие до венчурной доходности и особенно до carry trades обладатели избыточных средств с мировых рынков, сии дети птенца гринспенова, устремились в Россию.

Не только на рынках — особенно на рынке акций, — но и в национальных счетах РФ произошли замечательные перемены. За 9 месяцев 2007 года (используем именно этот период только потому, что ЦБ еще не опубликовал оценку платежного баланса РФ за весь 2007 год) инвестиции в основной капитал в РФ превысили наконец 17% ВВП, а валовое накопление капитала (инвестиции + изменение материальных оборотных средств) наконец-то перешагнуло 20% ВВП с особенно замечательными результатами в третьем квартале года — по первой оценке, почти 30%. Вклад инвестиций в рост ВВП — примерно 3.7 п.п., а валовое накопление капитала — почти 6 п.п. — абсолютный рекорд за постреформенный период!

Впрочем, склонность России к потреблению природной ренты все равно значительно выше. Те же инвестиции идут в основном в так называемые неторгуемые производства, связанные исключительно с внутренним спросом (даже завод Ford во Всеволожске никуда не экспортирует наши Ford Focus, хотя, например, Toyota из Турции и Opel из Чехии экспортируют вовсю), а структура экспорта почти

не претерпевает изменений, помимо курсовых и ценовых колебаний: экспорт минеральных ресурсов, включая нефтегаз, составляет 65–67% от общего объема экспорта из РФ, металлов — около 15%, а машин, оборудования и «прочих» товаров — около 6%, колеблясь в зависимости от успехов ВПК на внешнеэкономической арене.

Мы должны благодарить не столько себя, сколько судьбу — и за нефть, и за гринспеново изобилие и все наши рыночные радости, а проблема до сих пор заключается в том, что природная рента не имеет эффективных механизмов распределения. Она просто и тривиально стерилизуется — в бюджете, Стабфонде, примерно на 50% в 2006 году и аж на две трети — за 9 месяцев 2007 года! Но это важно для иностранных инвесторов, от которых мы получаем косвенные плоды этой самой ренты через приток капитала, который затем упирается в неразвитую рыночную инфраструктуру: маленькую и слабенькую банковскую систему, а также маленькие рынки и высокие риски реального сектора — монополизм, административный ресурс, незащищенность собственности, низкую корпоративную культуру.

Но все это, право, было не так уж критически важно в 2006–2007 годах, когда деньги на мировых рынках были чуть ли не самым дешевым товаром!

И в самом деле: а где государственным компаниям с капитализацией мирового уровня, типа «Газпрома», «Роснефти», а также банкам вроде ВТБ, где ваш покорный слуга имеет честь служить, брать большие по объему и, главное, долгосрочные средства в потребном количестве? Где, если в РФ нет развитой пенсионной и страховой системы, низко доверие к банкам вообще, зато есть банковская «система» с активами около 60% ВВП, из которых только ВТБ, Сбербанк, Газпромбанк да еще пятерка банков располагают более-менее серьезной ресурсной базой? Плюс еще энное количество доморощенных хедж-фондов, часть каковых отчего-то именует себя инвестбанками, которые только и делают, что играют в опасную игру roll over, то бишь занимают короткие деньги на денежном рынке под весьма волатильные ставки у упомянутых восьми банков и вкладывают их в активы, которые в значительной степени находятся под постоянным серьезным риском обесценивания и/или потери ликвидности, а это именно то, что сегодня сотрясает до основания западные финансовые рынки через подвергаемый теперь остракизму механизм structured investment vehicles, SIV!

Итог закономерен: по-прежнему очень высокая зависимость рынков от западного притока капитала, несмотря на все кажущиеся успехи. Более того, в 2007 году эта зависимость только усилилась: если учитывать покупку валюты Центробанком только от профицита счета текущих операций плюс от нетто-поступления прямых инвестиций (речь идет только о той валюте, которая гарантированно надолго останется в распоряжении РФ; прочая может быть гипотетически востребована в короткие сроки), то таковая сумма оценочно составила за 9 месяцев 2007 года $88 млрд против… $120 млрд в 2006 году. Всего же, по нашей оценке, чистая покупка валюты ЦБ за 2007 год составила $140 млрд против $119 млрд год назад (в 2006 году состоялось досрочное погашение РФ внешнего долга, на каком-то этапе приведшее к кратковременному сокращению резервов ЦБ). Вот вам и сжатие баланса текущих операций с одновременной интенсификацией заимствований за рубежом!

По нашим, разумеется, весьма приблизительным оценкам, чтобы денежное предложение в 2008 году показало реальный рост (с поправкой на дефлятор ВВП), нужно, чтобы чистый приток капитала составил при средней цене нефти $80 за баррель Urals не менее $50 млрд, при цене нефти $70 за баррель — не менее $60 млрд. Особую пикантность приобретает этот вопрос в свете того, что российские заемщики в 2008 году должны выплатить по своим долгам около $40 млрд — закономерное следствие того, что серьезных длинных денег в стране все это время не было. В смысле, у банковской системы… У государства кое-что было и есть, но оно до сих пор не горело желанием делиться этим богатством, боясь более всего инфляции.

Учитывая, что пока Россия в основном проедала природную ренту — конечное потребление составляло в эти годы 65–70% ВВП против 50% у Китая при накоплении капитала, вдвое более низком, чем у КНР, и на 30% меньшем, чем в Индии, — понятно, что банковская система РФ с ее активами 60% ВВП против 80% у Индии и более 200% у Китая находится в весьма уязвимом положении в рамках пресловутой группы BRIC. А вместе с ней и весь инвестиционный бум, профинансированный, как мы теперь понимаем, прямо и косвенно, но почти целиком из внешних источников (прочее же — в Стабфонде).

И вряд ли даже пресловутые 640 млрд руб. от правительства способны всерьез и надолго изменить ситуацию. Нужно что-то делать системно, имея целью как национально контролируемую эмиссию денег, так и жизненно необходимое повышение доли долгосрочных сбережений. Это потребует как решительного укрупнения банковской системы, так и новой пенсионной реформы, и повышения эффективности — с последующим повышением щедрости — государства, постепенного перехода к плавающему курсу рубля и прочая, и прочая, и прочая. За год не осилишь, особенно выборный! Так что делиться государству, очень вероятно, придется в том или ином виде уже в обозримом будущем, даже невзирая на самые серьезные инфляционные угрозы.

Второй аспект проблемы: какова надежда на то, что РФ станет «тихой гаванью» для паникующих западных капиталов в 2008 году? Если США падают в рецессию, тогда уже довольно хрупкий — из–за опережающего роста импорта — платежный баланс РФ может заметно пострадать даже от не самого стремительного снижения цены нефти, а это очень и очень важно для иностранных инвесторов. Поэтому вдохновляться продолжившимся в начале года ростом цены российских акций (на фоне обещаний ФРС решительно снизить ставку) стоит с крайней осторожностью. Приоритетные рынки для Запада сейчас лежат в Индии и ЮВА за пределами Китая.

И вот кое-что еще по этому поводу от The Economist: «Надежда — на то, что кредитные рынки разблокируют сами себя, и на то, что стремительно растущие развивающиеся экономики будут покупать экспортные товары и рекапитализировать банки стран «богатого мира». Опасность же заключается в том, что кризис будет приобретать новые обличия перед тем, как завершиться — особенно если им займутся политики. Банкротства, рецессия, судебные тяжбы, протекционизм — к сожалению, все это возможно в 2008 году». Добавим от себя, что рецессия в США — уже почти свершившийся факт, а «помощь» странам «богатого мира» из России — до сих пор вещь уж совершенно гипотетическая.