Николай Кащеев,
начальник аналитического отдела казначейства ВТБ

ПОКАЯННОЕ ПИСЬМО от маркетмейкеров

МНЕ НЕ ХОТЕЛОСЬ БЫ И ДАЛЕЕ РАЗОЧАРОВЫВАТЬ НАШИХ КОЛЛЕГ С РЫНКА АКЦИЙ, ПРЕДРЕКАЯ НЕПРИЯТНЫЙ 2008 ГОД, НО ВЕДЬ БОЛЕЕ ВСЕГО ОПТИМИСТОВ ОСТАЕТСЯ ПОКА ИМЕННО ТАМ! ВПРОЧЕМ, ОНО И НЕ УДИВИТЕЛЬНО: ПЕССИМИСТ, КАК ИЗВЕСТНО, ЭТО ХОРОШО ИНФОРМИРОВАННЫЙ ОПТИМИСТ, А ОСОБЕННОСТИ НАШЕГО РЫНКА — РЫНКА ДОЛГА, ДЕНЕГ, ВАЛЮТЫ — ВСЕ ЖЕ ТРЕБУЮТ, КОЛЛЕГИ, НЕСКОЛЬКО БОЛЬШЕЙ ИНФОРМИРОВАННОСТИ О ГЛОБАЛЬНЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПРОЦЕССАХ. ИЛИ ВЫ СО МНОЙ НЕ СОГЛАСНЫ?

Ну, если не согласны, тогда вам должно быть особенно несладко от вызвавшего столько разнообразных толков недавнего шага Центробанка РФ, а именно подъема чувствительной для рынка ставки однодневного РЕПО на 25 б.п. Ибо вы, возможно, наш локальный носитель бациллы Subprimus Vulgaris, так как преимущественно занимаетесь, словно злонамеренный SIV, малопочтенным ныне rollover'ом, занимая на коротком конце кривой, чтобы вложиться в доходные инструменты на более длинном. Может быть, даже в junk bonds. Именно вы можете в конце концов привести наш рынок к существенному падению цен на активы. Потому что у меня (вместе с А. Улюкаевым) для вас, возможно, тоже есть плохая новость: события на глобальных рынках идут по крайне тревожному сценарию.

«Вы, вы, зарвавшиеся денежные мешки из группы контрибуторов MOSPRIME, виновны в этом!» — вероятно, скажете вы и сошлетесь для пущей убедительности, как мой уважаемый коллега на Облигационном конгрессе в Питере, на малоприятный пример Казахстана. Да, наша вина в этом, безусловно, есть. Мы были довольно активными проводниками той инфекции, которая к концу текущего первого квартала, возможно, поднимет температуру рынка до уровня лихорадки. Однако мы всего лишь невольные виновники, и еще вчера мы делали возможным бум на российских рынках. С одной стороны, иначе просто не могло быть, мы вынуждены были занимать такую короткую международную позицию, с другой стороны, рынок эгоистичен… Не мы ли, в конце концов, из кожи вон лезли, чтобы создать рынок процентных деривативов? Обратите внимание — не запятнавших себя структурных продуктов, а деривативов, инструментов хеджирования? Да и вы, разве вы отказывались от свалившихся из глобального пространства благ? Разве вся экономика не получила наконец мощную инвестиционную инъекцию в 2007 году, когда инвестиции в основной капитал внесли беспрецедентный вклад в рост ВВП РФ, примерно 4.2 п.п.?

Кстати, сопоставление с Казахстаном само по себе не очень корректно… Проблема в банковской сфере там действительно похожа: банки Казахстана заняли вот такую иностранную позицию: иностранные пассивы — около $40 млрд — оказались вдвое выше иностранных активов. И это, кстати, в относительно очень даже крупной и значимой банковской системе, с валовыми активами банков на уровне примерно 100% ВВП против 60% у РФ…

Щедрой рукой ФРС снабдила Казахстан вместе с другими emerging markets, включая BRIC, дешевой ликвидностью, и вот теперь, когда ситуация изменилась, страна оказалась в несколько щекотливом положении, хотя в последнее время в Казахстане опять наблюдается рост резервов ЦБ, а внешние долги негосударственного сектора удалось неплохо реструктурировать, удлинив их дюрацию. Тем не менее, ситуация действительно была довольно болезненной, в отличие от, например, Центральной Европы, где глубокая интеграция в ЕС и международную банковскую систему позволила тамошним банкам, на 70% и более скупленным международными гигантами, сформировать куда более сбалансированную внешнюю позицию: пассивы и активы в евро и долларах там оказались более-менее сбалансированы.

Однако в Казахстане есть-таки одна серьезная проблема, которая сильно отличает эту экономику от российской. У нефтедобывающей страны неожиданно огромный дефицит текущих операций — $5.3 млрд за 9 месяцев 2007 года. Это почти 5% ВВП страны! Ох уж эти соблазны избыточной глобальной ликвидности…

А что капитальный счет? Как и в РФ, рост заимствований за рубежом (так называемые «другие обязательства») — нетто на $7 млрд второй год подряд. Но они-то требуют обслуживания! В результате сокращения мирового аппетита к риску резервы ЦБ Казахстана сократились в этом году, по предварительной оценке, на $2.4 млрд при общем уровне около $20 млрд. Это как если бы Россия пережила падение своих золотовалютных резервов на $85 млрд.

Нет, конечно, жизнь на этом не кончается. Как вы думаете, пережила бы Россия падение резервов на $85 млрд? Пережила бы, конечно! Вот и Казахстан пережил, и его резервы опять подросли в последнее время. Но слабое место обозначено. У нас оно, это место, пока, слава богу, сильное. Имеется в виду торговый баланс и — шире — баланс текущих операций, конечно. К тому же, доля иностранных пассивов в балансе банковской системы РФ — примерно 20%, тогда как в Казахстане она вдвое выше.

Да, к хорошему человек, конечно, привыкает быстро... Чистый приток иностранного капитала в РФ на уровне $83 млрд (брутто привлечено было, вероятно, более $150 млрд) — это нечто, что заставляло нас гордиться собой. Мы имели возможность быть принятыми, как желанные гости, в «благородных» гостиных финансовых столиц, в 2007 году мы могли в значительной степени рефинансировать наш растущий негосударственный долг, который столь успешно замещал нам собственные сбережения. Когда норма сбережений в РФ — отношение сбережений к располагаемым доходам — колеблется около значений 23–25%, а, по данным ВЦИОМ, количество россиян, имеющих сбережения, почти не меняется и составляет также 26%, причем около 60% депозитов сосредоточено в Сбербанке, мы по-другому и не могли впрыснуть адреналин инвестиций в нашу экономику. В конце концов, такие инъекции были характерны далеко не только для России или Казахстана, но и для многих других новых рынков. Некоторые из них (не будем показывать пальцем на Восток) очень неплохо воспользовались подарками Гринспена, потому что пользоваться начали намного раньше и активнее…

В течение 10 лет в США средний темп роста потребления домохозяйств был 3.6%, а рост ВВП за этот же период — 2.9% (Newsweek). Отсюда колоссальный долг США. Отсюда истоки сегодняшнего кризиса, который, как представляется, в таком контексте неразрешим с помощью снижения ставки ФРС несмотря на то, что мы читаем множество комментариев о том, что-де агрессивная политика ФРС плюс гибкость американской экономики дадут мягкую и короткую рецессию с последующим быстрым восстановлением. Восстановлением чего, господа? Опережающего роста расходов над ВВП? Следовательно, ставок ФРС ниже инфляции и новых пузырей в активах? Нет, как хотите, но adjustment требует сокращения потребления в США, по некоторым расчетам, примерно на $700 млрд, что является огромной, гигантской, неимоверной величиной, так как все целиком конечное потребление в Китае составляет около $1 трлн, а в Индии — около $600 млрд. А если это выправление дисбалансов захватит и Европу, то последствия для мировой экономики очевидны. Надежда на то, что американцы и впрямь не утратили былую гибкость и найдут метод подстелить реальной соломки…

А что у нас? Наше конечное потребление составляет около $700 млрд. Рост расходов на конечное потребление домохозяйств РФ с 2000 по 2007 год — в среднем 10.3% в год. Средний рост ВВП — 7%. Наш долг, господа, только начинает копиться, пока, слава богу, из отрицательной области! Вот почему мы неизбежно получаем рост импорта на 40% в год. Тем не менее, не забывайте, что мы все же emerging economy, нам еще нужно повысить долю конечного потребления в экономике, у нас низкий старт. Но уже сейчас указанная доля, если брать все конечное потребление — 66% ВВП, а потребление домохозяйств — 50% ВВП; в США — 72%, среднее значение за 25 лет — 67%.

Поскольку высокий рост импорта быстро съедает наше «нефтяное счастье» (счет текущих операций), то и надежды на высокую ликвидность неизбежно смещаются в сторону притока капитала, который, как мы видим, очень капризен и волатилен.

Итак, коллеги с рынка акций. Снова к вам… Не стройте больших иллюзий! Большая нефть, как мы видим — это еще не все. Нам нужен внешний капитал, и ваш рынок демонстрирует особо ясную зависимость от него.

Да, шаблонность подхода нерезидентов к инвестициям (с точки зрения оценки рисков) известна, и она, как кажется на первый взгляд, очень нам «в кассу»: профицит текущих операций, валютные резервы, профицит бюджета и экономический рост — все в нашу пользу. Но это в краткой перспективе, ибо на более далеком горизонте — непочатый край работы: непоследовательность реформ, недостаточно конкурентная среда, бизнес-климат много ниже похвал, недостаток диверсификации экономики, непростые демографические проблемы и так далее.

На интернет-конференции, которую проводил «БрокерКредитСервис» 6 февраля, Will Lyons, директор по анализу акций из компании Westminster Securities (США), довольно энергично развеял ряд рыночных иллюзий, изложив взгляд массового инвестора на рынки РФ. Вот что он сказал:

«В общем, только небольшое число институциональных инвесторов и еще меньше частных инвесторов в США имеют интерес к инвестированию в российские рынки. Это происходит отчасти из-за того, что американские инвесторы мало знают о российской экономике, и отчасти из-за негативного впечатления от действий правительства за последние несколько лет, включая давление на иностранные нефтяные компании в целях отказа от ранее заключенных договоров по нефти и газу... Большинство американских инвесторов не заинтересованы в том, чтобы инвестировать в рынки, которые в такой значительной мере контролируются правительством...»

«В обозримом будущем мы не ожидаем сильного спроса на акции российских компаний со стороны большинства американских инвесторов. Однако российские компании с внушительными бизнес-планами, которые хорошо контактируют с инвесторами, привлекут интерес большинства американских инвесторов, особенно институциональных (таких как хедж-фонды)».

Это, на самом деле, нам уже было известно: BRIC сегодня, на краю смены цикла, скорее, brIC. Но и это изменение регистра — не беда. В конце концов, все, что ни делается — к лучшему… А то, что нас не убивает, делает нас сильнее. И мы в этом убедимся, вероятно, не позже чем через год.

Только не вините маркетмейкеров, которые успели-таки привести немного глобального капитала в российскую экономику. Они делали то единственное, что могли. С лучшими помыслами. И ведь кое-что полезное сделать успели, не так ли?