**Николай Кащеев,**
*начальник аналитического отдела казначейства ВТБ*

# О ТЕКУЩЕМ МОМЕНТЕ: апрельские тезисы

**АПРЕЛЬ, КАК ИЗВЕСТНО, НЕ СЛИШКОМ РАСПОЛАГАЕТ К СЕРЬЕЗНОСТИ. ВОТ КВАРТАЛ И ЗАКОНЧИЛСЯ, И СИТУАЦИЯ С ЛИКВИДНОСТЬЮ В РФ ОКАЗАЛАСЬ ЛУЧШЕ, ЧЕМ МОЖНО БЫЛО ОЖИДАТЬ… ОТРАДНО!**

Правда, полностью закончившимся квартал назвать сложно, пока не уплачен квартальный НДС, который может составить более 300 млрд руб. Однако настроение уже лучше, что, несомненно, поддерживается как усилиями монетарных властей в области сохранения и — по мере возможности — преумножения банковской ликвидности (последнее, правда, разве что с большой натяжкой), так и беспрецедентной ценой нефти. Понятно, что государство усердно собирает природную ренту в свои закрома, но, во-первых, рост цены нефти на некоторое время, похоже, опережал его недюжинные возможности, во-вторых, все же и в экономику кое-что перепадает…

Напрасно все же, по нашему скромному мнению, иные коллеги с Запада фетишизируют универсальность своей модели экономики, основанную на инвестировании прирастающего капитала, и уверенность в том, что Россия полностью зависима от такового капитального притока с глобальных рынков! На этом основании они уже спешат урезать прогнозы экономического роста в РФ на 2008 год, причем существенно. Ан нет! Экономический рост, как и рост инвестиций в начале года в РФ, вновь оказался вполне неплох, что, возможно, дает нам сегодня право сказать: «Прежде на себя оборотитесь, господа! Уж не впервой наша некоторая «отсталость» в некоторых областях дает нам некоторый иммунитет от болезней развитых рынков. Уж мы по одежке протянем ножки, да нам может и этого хватить… Так что поглядим еще, что есть для нас ваш глобальный рынок».

Что касается этих самых глобальных рынков, то, как мы написали в одном из своих обзоров, poisson d'avril[1] в этот раз чуть не оказалась рыбой фугу, причем неважно приготовленной. Что бывает, говорят, опасно. Речь идет, конечно, о «деле UBS». Однако это происшествие — уже многих «славный путь». И как раз к моменту, когда события вокруг швейцарского гиганта получили стремительное развитие, монетарные власти США уже начали делать выводы о системных причинах и последствиях кризиса. Выводы, надо отметить, лишь потенциально влекущие за собой действительно кардинальные решения…

Мнения рыночного и экономического сообщества немедленно разошлись по поводу предложений американского Министерства финансов, которые вкратце сводятся к консолидации многочисленных регуляторов в три базовых института, ответственных за банки и отчасти «теневую банковскую систему[2]», рынок ценных бумаг, включая товарные производные, и за страховые компании, а также к попытке свести под их крыло как можно больше финансовых учреждений разного рода. У ФРС, между тем, практически отбираются надзорные функции, которые будут переданы новому органу, а остаются только рыночные инструменты поддержания ликвидности.

Альтернативная и, на наш взгляд, гораздо более исчерпывающая повестка дня предлагается известным экономистом–«пессимистом» Нуриэлем Рубини, профессором Stern School of Business Нью-Йоркского университета, «королем медведей», как его иногда называют тамошние СМИ. Она включает 10 пунктов, 10 вопросов, которые требуют разрешения для системного преодоления кризиса[3].

1. Система компенсаций банкиров и операторов рынка поощряет негодную практику принятия рисков.

2. Нынешняя модель секьюритизации (основа бизнеса инвестиционных банков) имеет серьезные недостатки, так как поощряет посредников мало заботиться о реальном качестве активов.

[1] *«Апрельская рыба» — символ 1 апреля во Франции, где шутники норовят прицепить к одежде собеседника вырезанную из бумаги рыбу. На спину, разумеется, и потихоньку.*

[2] *Всякого рода инвестиционные институции, не являющиеся собственно банками: фонды, SIV и проч.*

[3] *Источник: http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/252272/*

3. Нынешняя система надзора за банками привела к выводу бизнеса в нерегулируемые (внебалансовые) структуры («теневую банковскую систему»).

4. Слишком большой акцент делается в США на саморегулировании и рыночной самодисциплине.

5. Базель-2 уже продемонстрировал свои существенные недостатки: например, нормы достаточности капитала способствуют кредитному буму в «хорошие времена» и приводят к резкому сжатию в «плохие», плюс ряд других серьезных недочетов.

6. Конфликт интересов и проблемы с информацией у рейтинговых агентств.

7. Остро встают проблемы оценки активов: mark-to-market, DCF, book value и прочее: что адекватнее?

8. Утеря большой части рыночной прозрачности из-за чрезмерности финансовых инноваций.

9. Недостаток регулирования: оно не успевает за инновациями и глобализацией.

10. Невозможно более регулировать рынки лишь на национальном уровне!

Это все? Почти… Пожалуй, за исключением одного: фундаментальных макроэкономических проблем, стоящих за нынешними неприятностями. В самом деле, как мы пару раз говорили, можно обвинять А. Гринспена в том, что именно он подготовил нынешний кризис. Но не менее резонно задаться вопросом: а разве он не вынужден был делать то, что делал, если экономика стала изрядно «нематериальной» (из-за вывода производительного сектора в Азию и т.п.), но расти должна была и дальше, и не на чем-нибудь, а на конечном спросе? Вопрос весьма непростой. Впрочем, инвестиционных банкиров это, понятно, волнует вряд ли сильно… А свалить все и вся на А. Гринспена не так сложно и можно уже прямо сейчас.

Сегодня, как мы знаем, благодаря происходящему вес фондов национального благосостояния, особенно из Китая и нефтеэкспортирующих стран, во всем мире резко возрос. Они поддерживают падающий доллар, мировую ликвидность и даже вытаскивают теперь тонущие глобальные банки. Не особенно вникая в их дела и стратегию. Да, несут убытки, но глобальные финансы-то спасают!

Источники богатства SWF, конечно, весьма различны. Одни — у Китая, совсем другие — у нефтяных стран. Сложилось так, что Россию иногда «подмешивают» к странам Персидского залива. Оставим такую натяжку на совести экспертов, но признаем очевидное (а куда денешься!), что нефть — наш наиболее меркабельный и едва ли не самый важный товар и по сей день. По нашему личному мнению, кстати, идея энергетической сверхдержавы сама по себе далеко не порочна, и дьявол кроется лишь в деталях осуществления такого суверенного пути…

Посему нам пришла в голову мысль: а отчего бы не пойти навстречу экспертам, переносящим нас, условно говоря, на брега Персидского залива, и не представить российскую экономику… монокультурной, что ли? То есть выразить «наше все» в баррелях нефти. Тем более что идея выражать, например, капитализацию РТС в баррелях, уже кому-то из коллег приходила в голову. Правда, считалось, что цена нефти — своего рода дефлятор, и на ее основе можно оценивать справедливые значения индекса, но мы ничего такого, конечно, в виду не имеем. Нам интересно другое: как мы сберегаем и как мы потребляем каждую добытую каплю. С тем допущением, что мы — страна, занятая главным образом добычей и экспортом нефти. Вот что вырисовывается (см. Таблицу).

Местами любопытно: спасибо внешнему притоку капитала, но мы во многих отношениях успели несколько уменьшить зависимость от нефти. Мы потребляем «меньше нефти», государство сберегает немного «меньше нефти», чем бывало, инвестиции в основной капитал стоят не так «много нефти», но больше другого капитала. Впрочем, вот государство тратит теперь все «больше нефти»… Последнее, пожалуй, полностью оправдывает введение двойного — нефтяного и «ненефтяного» — бюджета. Так проще выполнять заповедь об одежке, по которой и следует протягивать конечности.

И теперь о богатстве SWF и мифах диверсификации. Любимая мантра многих: «Доллару как мировой валюте приходит конец» — удивительным образом совершенно не желала оправдываться в 2007 году! МВФ намедни опубликовал данные по мировым золотовалютным резервам, из которых следует (по оценкам американских специалистов в соответствующей области, которые отслеживают рост резервов и стран, не поставляющих сведения МВФ; а это, между прочим, страны Персидского залива и частично — в области структуры резервов — Китай), что ЗВ резервы по всему миру выросли в 2007 году на $1.3 трлн, из которых $960 млрд пришлось на долларовые активы.

Короче, покупали всего и много! При этом развивающиеся страны не изменили существенно долю доллара в резервах за год — около 60% в среднем, снижение всего на 0.5 п.п., тогда как благодаря росту их совокупной доли в общих мировых резервах пропорция долларовых активов по всему миру снизилась с 65.7% до 63.6%. Ведь у так называемых индустриальных стран доля долларов в резервах выше — около 70%. А их доля в мире снизилась.

Пресловутая диверсификация оказалась не столь существенным фактором. Но вот потоки частного капитала радикально изменили направление: приток в США, вероятно, сменился оттоком. И в этом, конечно, признаки возможной в будущем более серьезной угрозы.

**Таблица. «Наше все» в баррелях нефти**

| млрд барр. нефти | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|---|---|---|---|---|
| Экспорт, всего (включая неэнергетич. товары) | 5.0 | 5.3 | 4.8 | 5.0 | 5.1 |
| Импорт, всего | -2.8 | -2.8 | -2.5 | -2.7 | -3.2 |
| Счет текущих операций | 1.3 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.1 |
| Чистый приток капитала | -0.1 | -0.2 | 0.0 | 0.7 | 1.2 |
| Расходы федерального бюджета | 2.8 | 2.7 | 2.5 | 2.6 | 3.4 |
| Выплаты по госдолгу | 0.3 | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.2 |
| Гос. сбережения: рост счетов органов гос. управления | 0.4 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.4 |
| «Внутренние источники» гос. сбережений (налоги, акцизы, внутр. заимствования и проч.) | 2.3 | 3.1 | 3.0 | 2.4 | 2.7 |
| Инвестиции в осн. капитал | 9.0 | 7.0 | 5.1 | 4.2 | 4.6 |
| Конечное потребление | 37.1 | 29.1 | 21.4 | 16.5 | 15.5 |
| Гос. сбережения / инвестиции в осн. капитал | 5 | 24 | 33 | 37 | 31 |
| Действительный годовой экспорт сырой нефти из РФ | 1.3 | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |