Николай Кащеев,
начальник аналитического отдела казначейства ВТБ

МЕДВЕЖИЙ РЫНОК на ближайшие 10 лет

ТО, ЧТО ПРОИЗОШЛО В ПЯТНИЦУ, НО НЕ 13, А 26 ИЮНЯ НА АМЕРИКАНСКОМ РЫНКЕ, ИМЕЛО ОГРОМНОЕ ЗНАЧЕНИЕ: DJIA ПРИБЛИЗИЛСЯ ВПЛОТНУЮ К ЗОНЕ МЕДВЕЖЬЕГО РЫНКА.

Уровень около 11350 является историческим уровнем сопротивления 2000– 2002 года. Последнее длительное ралли Dow началось с пробоя этого уровня осенью 2006 года. Соответственно, пробой этого уровня в другую сторону, вниз, может означать начало мощного обратного движения: уродливого (ugly) медвежьего рынка. С чем и можно поздравить пессимистов, говоривших о чрезмерном увлечении рынков мнимой ремиссией во втором квартале этого года. Ремиссия, как и во время биологической болезни, сопровождается в большинстве случаев возвращением или ростом аппетита — в данном случае, аппетита к риску.

Динамика индекса Доу-Джонса

Сейчас, в преддверии завершения полугодия, голосам [трезвых] пессимистов придается большее значение. В частности, говорят о том, что ожидания по прибылям американских компаний в этом году являлись в начале года чрезмерно завышенными. S&P сообщает, например, что количество дефолтов во втором квартале выросло до самого высокого значения за… 31 месяц. Число случаев снижения корпоративного кредитного рейтинга растет быстрее, чем перед рецессией 2001 года: с прошлого июня этот печальный показатель вырос на 24% против 10% за аналогичный период 2000–2001 годов, цитирует Bloomberg сообщение рейтингового агентства. И добавляет: Merrill's U.S. Corporate Master Index показывает, что корпоративные бонды

инвестиционного рейтинга имели в конце июня спред к Trys на уровне 268 б.п. против 203 б.п. в начале года, которое уже было отнюдь нелегким. Прогнозы убытков и списаний банков — после того как прежние наиболее радикальные прогнозы на уровне $1 трлн были подвержены мягкой обструкции — выросли в диапазон $0.95–1.3 трлн! Немудрено: теперь, когда ясно, что падение цен жилья в США продлится долго, как-то особенно мрачно звучат такие цифры: почти 70% активов маленьких американских банков (активы менее $4 млрд) и примерно 50% больших банков связаны с ипотекой.

Некоторые особенно желчно настроенные пессимисты считают, что разворот на рынке акций будет иметь за собой гигантские последствия и знаменовать собой начало 10–15-летнего цикла снижения цены акций. Увы, приходится отметить, что те прогнозы, которые давали некоторые «традиционалисты», говоря о максимум полугодовой продолжительности кредитного кризиса благодаря проактивной и интенсивной реакции ФРС, уже полностью провалились. Следующая планка — 12–18 месяцев, начиная с момента реального (не обязательно официального) вхождения США в рецессию, то есть с первого-второго квартала 2008 года.

Увы, ситуация пока уверенно развивается по стагфляционному сценарию, что очевидно каждому наблюдателю с более-менее объективным взглядом на происходящее. Даже на фоне не самого активного обсуждения такой перспективы! Правда, по-прежнему брезжит надежда, что мировое замедление экономического роста поправит инфляционную ситуацию.

Как отмечает то же агентство Bloomberg, сырье показало свое лучшее, с точки зрения роста цен, полугодие за 35 лет. И тут же некто Michael Aronstein, один из давних успешных инвесторов в сырьевые товары, говорит примерно следующее: 7 лет он был быком на рынках сырья, но теперь, похоже, приближается разворот, причем драматический и циклический: предложение растет на фоне уже начавшегося снижения спроса. Падает спрос реального сектора на медь, золото, того и гляди упадет и на топливные товары: ближайшие месяцы могут показать заметное снижение автомобильных поездок американцев. Одновременно растет предложение сельхозтоваров, стали, той же меди. Плюс давно необходимые возможные ограничения для индексных спекулянтов могут вскоре дополнить картину еще одного сдувающегося пузыря.

Таким образом, ситуация в лучшем случае может сложиться таким образом, что замедление мирового спроса сдержит и инфляцию. К сожалению, инертность, которую демонстрирует многополярный глобальный мир, где интересы разных экономик и государств не совпадают, а межнациональные гиганты теневой банковской системы, эти «генераторы бонусов», преследуют абсолютно эгоистические цели, открывает возможность для развития стагфляции в самом начале этого тернистого пути. И, между прочим, идея «инвестирования» в сырье по-прежнему популярна среди панически настроенных игроков рынка...

В этих условиях большее количество акций будет демонстрировать снижение, одновременно доходности всех негосударственных (в смысле, эмитированных не правительствами ОЭСР) облигаций имеют дополнительный шанс вырасти, спреды — расшириться, а кривая государственных бумаг ОЭСР — накрениться еще сильнее, что и будет создавать пресловутую негативную спираль, поскольку именно длинные ставки наиболее важны для реальной экономики. Альтернативный сценарий, как мы видим, более-менее удачный для одних стран и вовсе неудачный для некоторых других, связан с устойчивым падением цен на сырье.

Удачный? Вот что говорится по этому поводу в годовом отчете Банка международных расчетов: «Не исключено, что сдутие кредитного мыльного пузыря после временного периода высокой инфляции завершится плохо управляемой дефляцией, которая тем более с трудом будет поддаваться лечению, если принять во внимание текущий уровень задолженности».

В этой ситуации Россия тоже оказывается зажатой между молотом и наковальней. $400 млрд негосударственного внешнего долга (пусть за вычетом примерно $22 млрд обязательств перед прямыми инвесторами), из которых, например, $60 млрд обязательств банков поделены поровну между краткосрочным долгом и так называемым «долгосрочным» (свыше 1 года) долгом — массив, нуждающийся в регулярном рефинансировании и обслуживании. Нефть на нынешнем ценовом уровне позволяет худо-бедно решать эту проблему прямо (см. торговый баланс РФ и соответствующее предложение валюты на рынке) и косвенно (нам дают взаймы под эту нефть), но даже на этом фоне возникает известное напряжение, когда финансовый рынок закрывается.

Сейчас, к тому же, нам указывают на самую высокую инфляцию среди стран BRIC и самые слабые меры по ее удержанию в рамках приличий. При чем здесь это обвинение? Просто это — более высокий уровень странового риска, который оставляет нас все более «наедине» со своими долгами. Не критично? Да, но только если вы можете поддерживать внутренний спрос национальными методами, не погружаясь «по уши» в глобализацию и потоки капитала. Сейчас, впрочем, это умеет делать мало кто, кроме стран зоны евро и США… Северная Корея, как вы понимаете, не в счет.

Да, в текущих условиях глобализация испытывает обратное давление, если не по причинам административным — во имя защиты местных рынков от негативных влияний глобальной экономики, — то по чисто экономическим. Например, цена доставки контейнера из Шанхая через Тихий океан в США выросла втрое с 2000 года и, если цены на нефть достигнут-таки $200 за баррель, еще раз удвоится. В настоящее время стоимость транспортировки соответствует таможенной пошлине США 9% от стоимости импортируемого товара против 3% в 2000 году (CIBC World Markets). Так, стоимость транспорта сводит на нет преимущества от либерализации внешней торговли. В результате импорт китайской стали в Штаты упал на 20% год к году, что не полностью объясняется экономическим спадом: рост производства стали в США за это же время составил 10%.

Однако ограничение глобализации — явление почти неизбежное в условиях эдакой «почти стагфляции», но вряд ли разворот. У России есть шанс не только потерять от мировых катаклизмов, но и воспользо-

ваться глобальной бедой, будучи почти единственной страной в мире, [потенциально] самодостаточной в экономическом смысле. Конечно, такой шанс намного более сложно достижим (и слава богу!), чем во времена индустриализации, протекавшей на фоне Великой Депрессии, когда страна была жестко изолирована политически от мирового сообщества, которое, кстати, трещало по швам. Но, принимая во внимание тот факт, что в кризисных условиях пирамида потребностей (вроде пирамиды Маслоу) имеет свойство переворачиваться — потребности, например, в сырье становятся наиболее важными — шанс на некое повторение рывка 30-х годов очевидно есть.

Для этого надо бы для начала максимально защитить уже накопленное немалое: быстрым ответом на вызовы «медвежьего рынка» мог бы стать частичный пересмотр структуры ЗВ резервов ЦБ (таковой уже, возможно, идет) в сторону большей диверсификации активов (золото, швейцарский франк) и сокращения дюрации финансовых инструментов, ускоренное движение в сторону монетарной политики с опорой на внутренние инструменты в целях более эффективного управления внутренним спросом. Не исключим, пожалуй, и возврат ограничений на конвертируемость рубля…

Спрос же со стороны реального сектора должен быть на этом этапе направлен вовне, и это должен быть инвестиционный — в правильном смысле слова — спрос. Основное движение, main thrust, в тех условиях, когда технологии и оборудование на мировых рынках должны стать относительно более дешевыми, очевидно, может быть нацелено на столь нужное нам строительство инфраструктуры и капитализацию человеческого фактора — того, что более всего запущено. Тогда — как и в годы преодоления Великой Депрессии и как бы кому ни было неприятно слышать это, но акцент на национальные проекты и государственные компании оказывается совершенно оправданным. Это ведь что-то вроде мобилизационных экономических задач, чего не избегут и индустриальные страны.

То, что непременно будет мешать российской экономике и обществу воспользоваться уникальным моментом, нам отлично известно. Ставки на то, что мы получим больше от «10 лет медвежьего рынка» — вреда или пользы, ущерба или выгоды — делайте сами. В зависимости от внутренних убеждений и информированности.

ЧИТАЙТЕ

В СЛЕДУЮЩЕМ НОМЕРЕ CBONDS REVIEW:

CLN

Рынок кредитных нот, как и другие сегменты финансового рынка, претерпел существенные изменения в связи с разразившимся в прошлом году глобальным финансовым кризисом. Cbonds Review подробно расскажет о том, как выглядит сейчас этот крайне закрытый рынок и как он будет развиваться дальше.

TOP VIEW

Своим видением ситуации на российском финансовом рынке в эксклюзивном интервью с Cbonds Review поделится глава инвестиционного банка «Траст» Майкл Джеймс Эггтон.

Asset Management

О специфике управления средствами инвесторов из Восточной Европы и стратегии работы на российском долговом рынке прибалтийских управляющих компаний читателям Cbonds Review расскажет управляющий портфелем облигаций Hansa Fondi Валерия Фрейберга.