

Аналитик: Николай Кашеев, e-mail: kni@mdmbank.com

Враг у ворот

ЭВОЛЮЦИЯ ВОСПРИЯТИЯ И ПРОСТО ЭВОЛЮЦИЯ

Недавний краткий анализ того, что происходило на глобальных рынках в ходе нынешнего кризиса, мы начали с воспоминаний о заблуждениях, с которых, собственно, и стартовала эволюция восприятия новой, малоприятной действительности экспертным и рыночным сообществом (см. обзор «Праздник не на нашей улице: текущие уроки кризиса»). Естественно, что участникам рынка и экономистам было непросто отказаться от многолетних иллюзий... Однако если на Западе срок жизни подобных иллюзий исчислялся по меньшей мере двумя десятками лет, то мы успели, как говорится, привыкнуть к хорошему за куда меньшие сроки.

Начиная с 1999 г. все основные экономические показатели РФ показывали более чем убедительный рост. За это время успела смениться парадигма экономического развития: в 2003 г. так называемый «олигархический капитализм» достиг высшей точки своего развития, сменившись иным вектором, который мы сегодня называем государственно-частным партнерством. За это время успел исчерпать себя эффект девальвации рубля 1998 года и низкой базы сравнения (после резкого падения ВВП в конце 90-х), а в 2006 году начали, наконец, вырисовываться контуры долгожданного перехода экономики РФ с экспортно-потребительской модели «потребляем, благодаря тому, что экспортируем сырье» на рельсы инвестиционного развития. В 2006 г. рост инвестиции в основной капитал составил без малого 14%, а в 2007 г. – уже более чем убедительный 21%. Доля инвестиций в ВВП достигла, наконец, 20%. Мы, казалось, были на верном пути.

(Для сравнения: в Финляндии, начиная с 50-х годов, инвестиции в основной капитал в течение примерно 30 лет (!) держались на уровне около 25% ВВП, уровне, который признан необходимым для инновационного экономического прорыва. В Китае в последние годы инвестиции достигали 40% ВВП.)

Проблема, собственно говоря, заключалась в следующем: ЦБ РФ по-прежнему не мог проводить самостоятельной денежной политики по нескольким причинам. На фоне регулируемого обменного курса рубля:

а) в России наблюдался сначала огромный профицит текущих операций, а затем и двойной профицит платежного баланса: счет капитальных операций также показал впечатляющий рост;

В 2008 г. чистый приток капитала в РФ впервые в истории превысил баланс текущих операций, достигнув 83 млрд.долл. против 80 млрд. по текущим операциям. При этом в составе капитального притока колоссальный вес приобрели займы за рубежом:

Прирост внешних обязательств по видам, млрд.долл., брутто:

	2004	2005	2006	2007
Прямые инвестиции	15.4	14.6	33.5	55.1
Портфельные инвестиции	3.6	-0.8	15.0	2.6
Ссуды и займы	20.0	-2.0	33.5	151.2

б) эмиссия рублей, порождаемая притоком валюты от положительного баланса текущих операций, в котором традиционно около 80% составлял торговый профицит, активно стерилизовалась бюджетом, а волатильный капитальный приток шел в инвестиционную сферу (не исключая и спекулятивных операций); все это вместе – пока поток капитала в страну был достаточно интенсивным – порождало избыточную ликвидность, с которой только и сражались Минфин и Центробанк;

в) норма сбережений у населения оставалась на неизменном уровне, около 26%, пенсионная реформа шла недостаточно эффективно, а уровень доверия к банкам рос слишком медленно, что никак не обеспечивало должный прирост долгосрочных частных сбережений в экономике.

К сожалению, кредитный пузырь на Западе, ныне столь не слишком благополучно сдувающийся, а ранее обеспечивавший колоссальные поступления капитала на развивающиеся рынки, одновременно надувал пузырь на рынках основного российского экспортного товара – сырья. Таким образом неизбежно сформировались оба канала, через которые заражение от глобального финансового кризиса распространилось на РФ: через счет капитальных операций, т.к. ценовые перспективы российского экспорта стали не очевидны, и через капитальный счет – т.к. создались неблагоприятные условия для рефинансирования внешнего долга корпораций и новых заимствований. Идея об уникальности российской ситуации подвергается испытанию, которого она, увы, пока не выдерживает.

Ниже показаны благоприятные изменения в структуре роста российского ВВП, которые нынче подвергаются жестокому тесту на устойчивость: снижение веса чистого экспорта, акцент на внутренний спрос и инвестиции. К сожалению, данный график не может отразить косвенное влияние пузыря на рынке сырьевых товаров на эту благоприятную картину. Однако нельзя не отметить, что к концу 2008 г. расходы на конечное потребление достигли примерно 66% ВВП (против примерно 50% у КНР), что более характерно для так называемых развитых экономик. Это – наш кусочек от глобального пирога большой ликвидности, предложенного миру А.Гринспеном... Впрочем, и тут не без лукавых особенностей: конечное потребление домашних хозяйств составило всего 48% ВВП, а государства – свыше 17%.

Составляющие роста ВВП РФ



Источник: ФСГС, МДМ

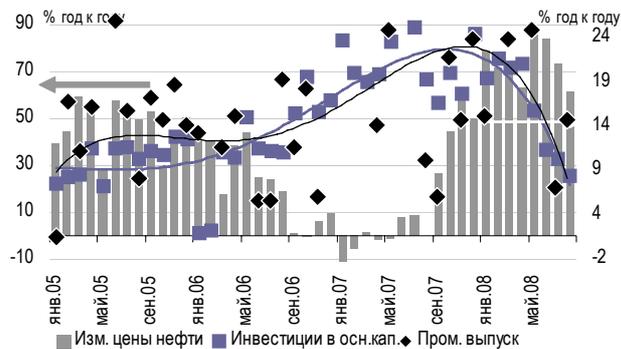
АНАМНЕЗ

Вы, безусловно, уже сами знаете предостаточно о том, как протекает болезнь. Мы ограничимся достаточно беглым и сугубо макроэкономическим взглядом на проблему.

В 2008 г., начиная уже со 2-го квартала, в РФ произошло резкое замедление роста инвестиций в основной капитал и промышленного производства. Причем случилось это на фоне невероятного реванша нефтяных

цен, что должно было повлиять на рост экономики в прочих условиях самым позитивным образом. В этом случае ничего подобного не произошло.

Возможно, речь и могла бы идти о высокой базе сравнения: после стремительного роста этих показателей прошлых лет, замедление темпов должно было быть ожидаемым. Более того, ЦБ РФ предпринимал сознательные меры для торможения роста, который стал инфляционно опасным. Однако на самом деле ЦБ лишь ускорил сдувание российского сегмента глобального пузыря ликвидности, который начал таять еще в августе 2007 г.:



Источник: ФСГС, МДМ

Предложение денег в РФ заметно ухудшилось. За 8 месяцев 2008 г., еще до начала основных неприятностей, денежная база в узком определении (наличные деньги + ФОР) выросла на 13% против 20% год назад, а в реальном выражении (с учетом инфляции) эти величины составили 3% и 13% соответственно. Широкая денежная база (узкая база + корсчета и депозиты в ЦБ и ОБР) в реальном выражении вообще снизилась более чем на 1%! Рост денежной массы (отражающий активность банковской системы) замедлился вдвое.

На самом деле, невозможно обвинить Центробанк РФ в том, что именно он повинен в том, что банковская система РФ подошла к трудным временам, уже будучи ослабленной с точки зрения ликвидности. В течение длительного времени ЦБ решительно (и довольно изобретательно) противостоял спекулянтам (керри трейдерам), ставившим на укрепление рубля, которые в самой высокой степени способствовали формированию избыточного денежного предложения на рынке в течение большей части 2007 г. и даже части 2008 г. Проблема инфляции в тот момент стояла гораздо острее других, поэтому ЦБ, сначала придерживая курс рубля к бивалютной корзине, а затем пытаясь сделать его менее предсказуемым через расширение необъявленного вслух коридора колебаний, и был вынужден одновременно ужесточать денежную политику.

Однако еще с начала года стало вполне очевидно, что внешний фактор тоже играет довольно активную роль на нашем экономическом поле, и играет не на нашей стороне.

Платежный баланс РФ за 9 мес. 2008 г., несколько препарированный нами для большей легкости восприятия, без которого практически невозможно обойтись при почти любом анализе ситуации в РФ:

млрд.долл.	9 мес. 2008 г.	9 мес. 2007 г.	Изм., %	2007
Текущие доходы	447	300	49	431
Экспорт товаров и услуг	409	273	50	394
Доходы к получению	38	27	43	37
Текущие расходы	-360	-245	47	-351
Импорт товаров и услуг	-278	-196	42	-283
Доходы к выплате	-81	-50	64	-68
Баланс текущих операций	87	54	61	80
Обслуживание и погашение гос.долга	4	9	-51	14
Изменение валютных резервов	86	106	-19	149
Чистый капитал	3	61	-95	83
Средняя цена Urals	110	63	73	70
Доля энергоресурсов в экспорте	67	61		62
Доля экспорта в ВВП*	34	31		31
Бегство капитала, % экспорта	9	11		12
Прямые инвестиции	64	38	68	55

Источник: ЦБ РФ, МДМ

Баланс, в котором счет текущих операций весьма заметно улучшился даже против очень и очень удачного 2007 г. из-за беспрецедентного роста цены нефти, сегодня, на фоне трудностей банковской системы, отлично показывает, что положительное текущее сальдо в нынешних условиях не компенсирует частному сектору критическое снижение притока капитала – этот профицит, как мы уже отметили, в основном абсорбируется бюджетом. Поэтому нынешние меры ЦБ и Минфина, в ходе которых на поддержание банков расходуются их немалые резервы, есть всего лишь «восстановление ранее попорченной справедливости»!

На конец сентября в руках государства находилось около 4.8 трлн.руб. в виде средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния плюс около 2 трлн.руб. профицита федерального бюджета. Вся эмиссия рублей от покупки валюты ЦБ в 2007 г., когда на рынке почти постоянно наблюдался избыток ликвидности, составила около 3.6 трлн.руб. При этом бюджет в разные годы стерилизовал от 50% до 70% всей эмиссии. Так, за 2007 г. остатки на счетах правительства выросли на 2 трлн.руб. (при эмиссии ЦБ 3.6 трлн.)

Главным недостатком государственной помощи банкам (или, если угодно, государственного восстановления справедливости), который ныне широко обсуждается, является тот факт, что наибольшая часть средств, поступающих в систему из закровов государства, является слишком краткосрочной для того, чтобы российские банки смогли сохранить тенденцию к наращиванию дюрации активов. Согласно данным ЦБ, кредиты, предоставленные российскими банками предприятиям на срок свыше 3-х лет, возросли с 7% объема всех банковских кредитов в 2001 г. до 17% на конец 2007 г. В реальном выражении они возросли более чем в 8 раз, достигнув 2.1 трлн.руб.

Всего кредиты предприятиям составили в 2007 г. 26% ВВП, кредиты физическим лицам достигли 9% ВВП.

Таким образом, главная опасность для российской банковской системы (если оставить в стороне риск нехватки вообще всяческого фондирования) таится в мисматче по срочности пассивов и активов. В этих условиях скорейшее восстановление доверия к банковской системе, ее нормального функционирования является жизненно важной необходимостью. Предпосылки для этого имеются, и ими необходимо воспользоваться в полной мере.

Денежный мультипликатор, отражающий ссудную активность банковской системы, приостановил свой рост уже в самом начале года ввиду постепенно нарастающих внешних и внутренних рисков. Сначала ЦБ мог это только приветствовать, так как сектор был перегрет ввиду избыточной ликвидности:



Источник: ЦБ РФ

В продолжение графика выше... В банковском секторе наблюдается существенное замедление роста активов, кредитов нефинансовому сектору, снижение ликвидных резервов и прочие ожидаемые печальные явления. В 2007 г., вероятно, можно было бы сказать, что это – всего лишь промежуточные результаты. Теперь же, скорее, следует говорить о возможном ухудшении ситуации по итогам года. Это тот случай, когда промежуточные значения почти наверняка окажутся лучше итоговых. Это, впрочем, не должно означать слишком жестокого исхода – по поводу устойчивости российских банков обратитесь к недавнему исследованию наших аналитиков «Пять причин не бояться кредитного риска российских банков».

	на дату: 01.09.08 01.01.08	
Активы банковской системы, млрд.руб.	22,003	19,827
Активы банковской системы, млрд.долл.	880	808
%ВВП	55	58
реальное изм. с начала года, %*	3.6	29.0
Ликвидные резервы, млрд.руб.	1,441	1,818
реальное изм. с начала года, %	-0.1	21.3
Кредиты реальн. сектору, млрд.руб.	16,055	12,737
%ВВП	40	32
реальное изм. с начала года, %	14.7	34.6
Иностранные активы, млрд.руб.	2,869	2,290
реальное изм. с начала года, %	13.6	24.7
Иностранные пассивы, млрд.руб.	5,036	4,086
реальное изм. с начала года, %	2.6	33.2

* с коррекцией на индекс потребительских цен

Источник: ЦБ РФ, МДМ

Наши расчеты, в целом, подтверждают широко распространенную мысль о том, что среднегодовая цена нефти на уровне 70 долл. за барр. является break-even point (точкой безубыточности) для российской экономики. Буде таковая достигнута в 2009 г., и баланс счета текущих операций РФ будет практически нулевым (не более 10 млрд.долл.). Если при этом не удастся добиться и более-менее значимого притока капитала – что даже более вероятно – то в таких тяжелых обстоятельствах поддержание необходимой для роста экономики денежной эмиссии полностью ложится на ЦБ и Минфин. Последний, впрочем, в такой ситуации сам будет, вероятно, вынужден обратиться к заимствованиям... Причем, скорее всего, и что не удивительно, внешним.

Q&A (Ответы на вопросы агентства Прайм-ТАСС)

Ваши оценки действий российского правительства по поддержке банковской системы. Решат ли денежные вливания существующие проблемы?

Как и в случае с США, эти меры имеют, безусловно, пожарный характер. Ни в США, ни в России они главной проблемы не решают. В США, собственно, есть двухуровневая проблема... Первый уровень - это кризис платежеспособности, а не ликвидности. Решается – тактически - довольно очевидным образом: путем списания и реструктуризации долгов конечных заемщиков. А более глубокий уровень – это необходимость сокращения конечного потребления в пользу сбережений. Но это – слишком фундаментальная задача для текущего момента. У нас же важнейшая проблема – нехватка долгосрочных частных сбережений. Разница в том, что у властей США есть возможность сделать выбор среди различных мер и немедленно перейти к решению проблемы первого уровня, проблемы платежеспособности заемщиков. А у нашего правительства нет выбора: проблему нехватки частных сбережений даже за год не решишь. И у Штатов ассортимент инструментов вдобавок много шире – рынок-то с более развитой инфраструктурой. Но мы в ходе нынешнего кризиса можем все же подойти к осуществлению некоторых шагов в нужном направлении: получить, например, большую консолидацию банковской системы.

Есть опасения, что выделенные средства осядут в госструктурах, а действительно проблемные компании не получат доступа к деньгам. Как вы прокомментируете это? Не способствует ли подобный подход к дальнейшей монополизации рынка?

Вопрос стоит так: как воспользоваться предложенным инструментом? Все же 250 млрд.руб. (из 950, млрд. выделяемых Минфином) предназначены «другим банкам». И как провести черту между консолидацией и монополизацией? Вопрос непростой. Однако, например, относительно ВТБ можно отметить, что в РФ нет другого финансового института со столь развитой мировой сетью дочерних банков. Так что по размерам – и государственная поддержка...

Если сравнивать американский способ оказания помощи финансовой системы и российский, какой вам кажется эффективнее?

Это – совсем разные рынки, разные задачи и, соответственно, разные возможности у монетарных властей. ФРС имеет в своем распоряжении гораздо больше средств, чем ЦБ и Минфин РФ. До сих пор таких мер уже применено очень немало, мы насчитали около 20 шагов разного рода, и они постоянно придумывают что-то новое. Но и ответственность на ФРС лежит более высокая: на ее действия, без преувеличения, с трепетом смотрит весь мир.

Каковы ваши прогнозы по инфляции в связи с «вливаниями» 950 млрд.рублей в финансовую систему?

Сейчас это вообще неправильный, точнее, несвоевременный, вопрос. Из-за закрытых каналов нормального перетока ликвидности эти деньги не идут в реальный сектор немедленно, а сама экономика будет тормозить в росте, тем самым снижая инфляционное давление. В общем, сейчас это не столь актуально.



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52
Роберто Пеццименти	+7 495 228 35 17

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кащеев	kni@mdmbank.com
----------------	-----------------

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com
-------------------	--------------------------------	-----------------	------------------------------

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2008, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.