

Возврат к норме

Стратегия, осень 2009

Резюме

- Квартал назад мы написали стратегию «Кризис заканчивается», где предположили, что «экономическое дно» пройдено. Похоже, мы оказались правы. Российская и глобальная экономика перестали падать как раз в конце весны – начале лета. Меры, рекомендуемые экономистами и выполняемые правительствами G20 – фискальная и монетарная накачка, спасение банков – принесли свои плоды.
- До сих пор вокруг много пессимистов, которые считают, что кризис далек от завершения. До сих пор есть ожидания «второй волны» кризиса и второй девальвации, движения экономики по «W-образной» траектории. Бывает, конечно, все, но вероятность подобных событий нам кажется крайне низкой. По мере движения экономики вверх от дна, подобные сценарии кажутся все более маргинальными. Необходимые для этого шоки не просматриваются, а сценарий «новой Великой Депрессии», которым пугали зимой, сейчас выглядит нелепым.
- После экономического дна летом и прохождения фондовыми рынками минимумов следует ожидать движения к норме. Режим кризисного функционирования акций и бизнеса будет все больше смещаться в сторону обычной деятельности. Это предполагает целый ряд привлекательных стратегий для получения прибыли.
- Акции России и других стран росли в марте-мае, то есть тогда, когда экономика еще падала. В этом нет противоречия, и это оправданная реакция фондового рынка как «опережающего индикатора». Инвесторы делают ставку на будущее экономики, отнюдь не на то, что с ней происходит или происходило. Поэтому самые выгодные инвестиции совершаются в то время, когда кризис еще идет.
- Но даже сейчас время совершать выгодные покупки акций еще далеко не закончилось. Мы ожидаем, что в перспективе 2-3 лет индекс РТС превысит свой исторический максимум лета 2008 года. А это означает, что инвестор может получить доходность порядка 30-40% годовых в долларах. Конечно, в акциях никто и никогда не должен называть гарантированные цифры предстоящих прибылей, но вероятность получения названной прибыли представляется почти абсолютной.

Встает вопрос, какие объекты инвестиций выбрать. Вариантов сейчас много.

- В банках можно найти сверхприбыльные депозиты в рублях с доходностью порядка 15% годовых (в крайних случаях даже выше 20%). Мы ожидаем, что инфляция в 2010-2011 годах опустится заметно *ниже 10% отметки*, и вклады с фиксированной доходностью должны принести (впервые за много лет?) огромную доходность даже после очистки от инфляции. Мы считаем, что эпоха большой инфляции в России закончилась.
- Подобные вложения можно искать на рынке долгосрочных облигаций. Мы ожидаем, что ставки будут падать вместе с инфляцией, а это поднимет их курсовую цену.
- Безусловно, рынок акций обязан опередить по прибыльности рынок с фиксированными инструментами.
 - Ликвидные акции, «голубые фишки» способны дать доходность сопоставимую с нашим прогнозом по индексу РТС.
 - Менее ликвидные акции – это то, где сейчас следует искать сверхдоходность с перспективой получения до 50% годовых и выше. Неликвидные бумаги крайне сильно пострадали в ходе кризиса потому, что в них просто исчезли покупатели. До сих пор в этом секторе можно найти акции с невероятной недооцененностью.
 - Многие привилегированные акции сейчас значительно обгоняют по потенциальной доходности обыкновенные бумаги.

Кризис или что это было?

Финансовые проблемы

Финансовый кризис тлел около года до 14 сентября 2008 года, когда обанкротился банк Lehman Brothers. После этого события финансовые рынки (акции, кредитование, валюты) впали в совершенный ступор, что обрушило реальную экономику. До сих пор нет единства, почему и как все произошло. Ниже мы предлагаем наш взгляд.

- В США с 1960-70-х годов возникла «теневая банковская система». Простые цифры: в США внутренний кредит составляет около \$50 трлн. долларов. Обычные коммерческие банки обеспечивают кредит в размере порядка \$10 трлн. долларов. Есть кредит от традиционных финансовых пенсионных и страховых фондов, но он не велик. Остальное обеспечивают финансовые рынки, включающие в себя то, что теперь называется «теневой банковской системой».

- В том, что в США возникли и функционируют «теневые банки» нет ничего плохого. Эта альтернатива традиционной банковской системе, может быть, более эффективна. Проблема в том, что теневая система сложна, она функционирует по сложным правилам, которые трудны для понимания. Система из-за ее молодости никогда не «ломалась» и не были известны ее уязвимости. Именно поэтому власти, регуляторы, инвесторы оказались не готовыми к тому, что произошло. Тем не менее, случившийся кризис следует считать совершенно ОБЫЧНЫМ, схожим с тем, что происходило с банками в прошлом. Далее, мы сравним теневую систему с обычной банковской системой.

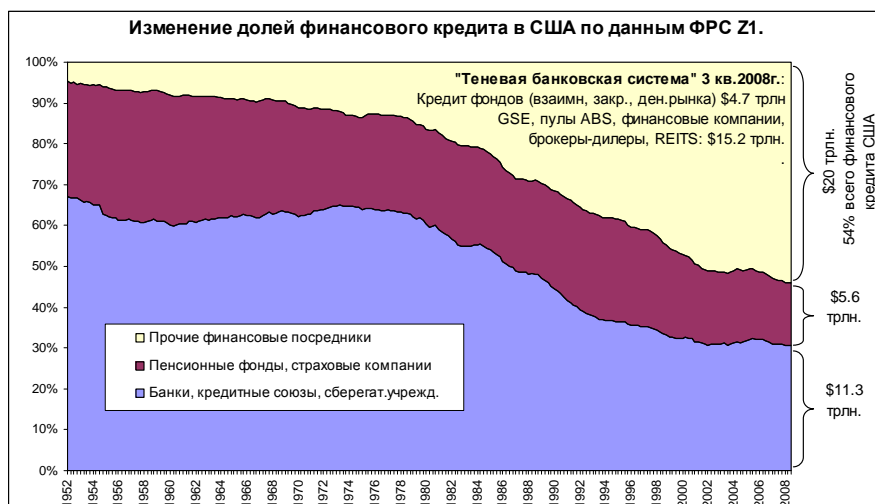
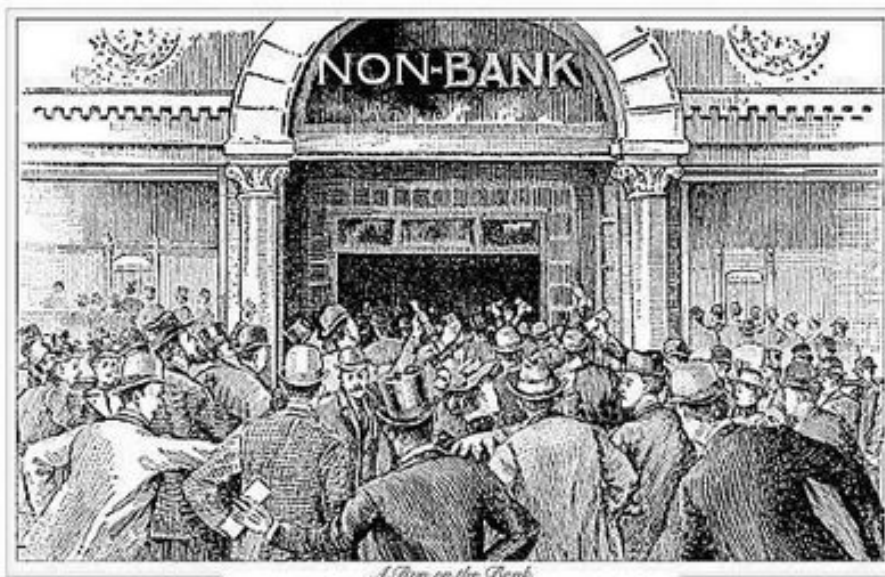


Рисунок 1. Финансовый кредит США, разбивка по источнику предоставления кредита.

Система из-за ее молодости никогда не «ломалась» и не были известны ее уязвимости. Именно поэтому власти, регуляторы, инвесторы оказались не готовыми к тому, что произошло. Тем не менее, случившийся кризис следует считать совершенно ОБЫЧНЫМ, схожим с тем, что происходило с банками в прошлом. Далее, мы сравним теневую систему с обычной банковской системой.

- Традиционные банки зарабатывают тем, что привлекают капитал в виде депозитов и выдают кредиты. Разница в уплачиваемых процентах между депозитами и кредитами есть основной доход обычного банка («процентная маржа»). Все банки работают с большим рычагом – большим размером привлеченных средств в сравнении с собственными. Поэтому небольшие потери от кредитования способны быстро сделать банк несостоятельным. Банки уязвимы: если вкладчики вдруг массово потребуют свои вклады, то банк может не суметь расплатиться, поскольку быстро достать деньги из кредитов не удастся. Поэтому современные банки регулируют и «оберегают» (вкачивая в них капитал, если необходимо).
 - Одной из важнейших функций центрального банка (и ФРС США) является рефинансирование – если идет отток вкладов, то центробанк их замещает, как «кредитор последней инстанции».
 - Но даже это не спасает от паники вкладчиков, потому большинство стран дает гарантии на вклады частных лиц, а этой осенью в ряде стран гарантии были распространены на все вклады.
 - Банки регулируют по размеру собственного капитала, чтобы банкиры не вкладывались в особо рискованные проекты. Поскольку в случае потерь акционеры рискуют потерять свои вложения.
 - Регуляторы говорят банкам, что они могут держать на балансе и что приобретать не могут, регулируя состав активов, срочность, валютные риски.

- Банки обязаны отчитываться, они прозрачны и подконтрольны.
 - Подобная структура банковской системы была выстрадана уроками Великой Депрессии (когда в США обанкротилась треть банков) и других банковских кризисов разных стран. Она неплохо работала в послевоенные годы. Подобное же устройство банковской системы имеется в России и других странах.
 - Однако регулирование имеет свои недостатки. Акционеры и менеджмент банков заинтересованы в росте банковской прибыли. Для этого надо увеличивать размеры операций – привлекать больше депозитов и размещать больше кредитов при как можно меньшем вложенном акционерами капитале. Но нормы достаточности не дают банкам выйти за регуляторные лимиты.
 - В итоге, в США развернулся процесс «финансовых инноваций», который особенно бурно шел в 1980-х – 1990-х годах. В результате возник целый пласт компаний, которые действовали как банки, но банками не назывались. Они точно так же привлекали капитал через выпуск облигаций или заимствуя на долговых и денежных рынках. Они точно так же размещали этот капитал в разные инструменты. Эти компании, как и банки, зарабатывали на процентной марже или комиссии. Но зато они полностью выпали из системы банковского контроля. Их не рефинансировала ФРС, вклады не были гарантированы, требования к капиталу отсутствовали, и рычаг не был ограничен. Состав активов не регулировался. Непрозрачность и запутанность в «теневой банковской системе» не позволили ни властям, ни регуляторам, ни инвесторам распознать грядущие проблемы. Традиционные банки также участвовали в «теневой» системе, выводя операции за баланс.
- Потери, связанные с рискованным кредитованием (subprime) и сдуванием пузыря недвижимости запустили волну неуверенности в надежности вложений в теневою систему. Сообщения о потерях поставили вопрос о том, какие компании финансового сектора выживут. И, в конце концов, вкладчики отказали им в кредите. После краха «Lehman



Brothers» приобрел панический, неуправляемый характер. Возникло

бегство из фондов денежного рынка, сломались рынки коммерческих бумаг, рынки РЕПО, брокеры-дилеры лишились кредита. При этом теневая банковская система обеспечивает более половины финансового кредита США.

Финансовые новации настолько запутали структуру потоков и отношений, что не было понятно, где могут возникнуть потери. Деньги изымались вкладчиками буквально отовсюду. Все это прекратило нормальное течение кредита и сказалось на экономике.

- При этом финансовый кризис следует считать классическим банковским кризисом, с той оговоркой, что банковская система была «теневой». Финансовая система, к сожалению, не состоит из изолированных островков (теневых и не теневых они тесно связаны), осенью 2008 года вся система впала в кому. Дальнейшие последствия известны – волна недоверия парализовала финансовые рынки, застопорила кредитование и сказалась на реальной экономике.

Рисунок 2. Бегство вкладчиков (англ.: bank run) из "shadow banking system" не отличалось от того, что происходило много раз в истории, с депозитно-кредитными учреждениями.

Проблемы реального сектора

Банковские кризисы неприятны своим влиянием на реальный сектор. При прекращении нормального течения кредита начинают страдать практически все предприятия, снижается размер инвестиций, что приводит экономику к спирали спада.

К примеру, осенью сломался один из основных механизмов проведения международных расчетов – аккредитивы (letter of credit). Банки перестали доверять друг другу и перестали акцептовать подобные расчеты. Это подорвало международную торговлю. Другой понятный пример – компании, которые делали капиталоемкие инвестиции, не могли получить кредит для того, чтобы довести свой проект до конца. Так возник первичный шок, который запустил механизм спада.

Современная наука смотрит на рыночную экономику следующим образом:

- Обычно она стабильна, однако при возникновении негативных шоков, она может перейти в режим самоподдерживающегося спада. Экономические агенты, люди, воспринимают окружающий мир через то, что видят. Если экономика растет, безработица стабильна или снижается, тогда люди больше тратят. Бизнес инвестирует, банки нормально выдают кредиты, а жизнь вертится.
- Если обстановка ухудшается, люди меняют свое поведение. Они боятся тратить и начинают больше экономить. Инвестиции уменьшаются, и все это вызывает спад. Спад приводит к ухудшению ожиданий и порочный круг замыкается. Именно таким образом, проблемы финансового сектора сказались на реальной экономике.
- Сложность в том, что возникший кредитный шок был очень большим по амплитуде. Благодаря глобализации и мобильности капитала он был еще и повсеместным – пострадали страны, которые никак не были задействованы в пузырях или финансовых дисбалансах мира.

Изначально это был всего лишь банковский кризис, который не раз происходил в человеческой истории и методы избавления от него хорошо известны. С осени было предложено множество невероятных версий, что стало причиной кризиса. Назывались конспирологические версии, вменялась вина США за неумное потребление, утверждалось, что в мире слишком много долгов, что что-то не так с долларом и так далее. Некоторые из этих версий можно считать в чем-то разумными, но они точно не являются основными. Главная проблема – слом теневой финансовой системы, последующая паника и самоподдерживающаяся спираль экономического спада.

Необходимое лечение

Банковские и кредитные кризисы не раз встречались в истории. Существуют наработанные рецепты по избавлению от этой напасти. Банковская система (включая теневою) выполняет важную функцию – превращение сбережений в инвестиции. При ее сломе, инвестиционные траты бизнеса прекращаются, и экономика впадает в штопор спада.

Великая Депрессия в США сопровождалась крахом 9 тысяч депозитно-кредитных организаций с 1929 по 1933 годы, составляющих около 1/3 всех банковских и сберегательных учреждений. С тех пор пренебрежительного отношения к банкам не осталось.

Важным рецептом предотвращения спада является поддержка работоспособности банковской системы: рефинансирование и предоставление ликвидности, инъекции капитала. Все это выполнялось в огромных масштабах в США и других странах с большой скоростью. Но затронуты оказались, прежде всего, банки.

Проблема с теневой банковской системой состояла в том, что она не имела традиционных для банков инструментов рефинансирования. Так, инвестиционные банки не могли обратиться в ФРС, также не могли обратиться туда хедж-фонды, брокеры-дилеры ценных бумаг, SPV или предприятия, выходящие на денежный рынок за займами. Поэтому ФРС в 2008 году организовала около 11 новых механизмов кредитования (включая рефинансирование Центробанков других стран!), которые позволили «теневой банковской системе» США и не только получить необходимую ликвидность и работать дальше.

Тем не менее, выправление ситуации заняло время, и реальная экономика получила удар. Крах «Lehman Brothers» и его последствия стали большим сюрпризом для инвесторов, властей разных стран, включая Россию.

Шок способен ухудшить ожидания, что снижает инвестиции (до кризиса они составляли 26% от ВВП РФ) и общий выпуск экономики. Негативные ожидания получают подтверждение, что ведет к волне сокращения трат и порочный цикл замыкается.

Лечение на пользу

Чтобы выбраться из порочного круга современная экономическая теория предлагает всего три необходимых и достаточных мероприятия: монетарная экспансия, фискальная экспансия и поддержание работоспособности банков.

- Монетарная экспансия проводится в основных странах, кроме России. Увеличение денежного предложения имеет несколько положительных каналов влияния на экономику. Основные: снижение процентной ставки, рост кредитования, увеличение ощущаемого богатства, рост ликвидности банков и снятие проблемы бегства вкладчиков. Печатание денег в кризис не носит в себе ничего плохого – экономические агенты склонны держаться на деньги (money hoarding), ожидая худшего: увольнений, набега вкладчиков, расплаты по кредитам или даже возможности купить что-то дешевле.
- Фискальная экспансия в классической кейнсианской теории через мультипликатор расходов прерывает порочный круг снижения экономики. С точки зрения «теории балансовой рецессии» дефицит бюджета позволяет задействовать разницу между сбережениями и инвестициями, которая накапливается в банковской среде после лопнувшего пузыря. В условиях неопределенности банки боятся одалживать ресурсы, которые у них есть. Они не превращаются в траты (инвестиции) и экономика падает. Государство, занимая эти деньги, превращает их в траты и тем самым выводит экономику из спада.
- Банки чувствуют себя неплохо, спрэд LIBOR-OIS (характеризует взаимное доверие) находится на минимуме с августа 2007 года (то есть за 2 с лишним года), падают кредитные спрэды, и растет аппетит к рисковому кредитованию. Правительства основных стран, включая Россию, производят инъекции капитала, снимая проблему достаточности в банковской отрасли. Банковская отрасль уже оправилась от кризиса, что нельзя сказать об экономике.

	Overall Balance			
	2007	2008	2009	2010
Argentina	-2.3	-0.5	-3.6	-2.3
Australia	1.6	0.1	-2.2	-2.8
Brazil	-2.2	-1.5	-1.0	-0.8
Canada	1.4	0.4	-3.2	-3.7
China	0.9	-0.3	-3.6	-3.6
France	-2.7	-3.1	-6.0	-6.2
Germany	-0.2	-0.1	-4.0	-5.2
India	-5.2	-8.4	-10.0	-8.6
Indonesia	-1.2	0.1	-2.5	-2.1
Italy	-1.5	-2.7	-4.8	-5.2
Japan	-3.4	-5.0	-8.1	-8.3
Korea	3.8	1.2	-2.2	-3.2
Mexico	-1.4	-1.9	-3.2	-2.9
Russia 2/	6.8	4.2	-5.2	-5.1
Saudi Arabia 2/	15.8	35.5	-8.3	-6.5
South Africa	0.9	-0.1	-2.7	-3.4
Turkey 3/	-2.1	-3.0	-4.2	-3.3
United Kingdom	-2.7	-5.5	-9.5	-11.0
United States 2/	-2.9	-5.9	-7.7	-8.9
G-20 PPP GDP-weighted average	-1.1	-2.6	-5.9	-6.3

Рисунок 3. Бюджетные дефициты в процентах от ВВП стран G20. Источник: меморандум МВФ к встрече министров финансов G20 13-14 марта. 2/ Доходы бюджета России С.Аравии и США скорректированы на изменения общего баланса (что вернее отражает размер стимула).

Все эти меры теоретически должны привести к развороту экономики наверх и прекращению спада. Так оно и происходит.

На графике справа приведен индекс уверенности в производстве Markit /JPMorgan Global Manufacturing PMI. В августе, впервые с мая 2008 года он поднялся выше отметки в 50 пунктов, разделяющие рост от падения (в июне было ровно 50). В абсолютном значении уверенности промышленности оказался на максимуме за последние 26 месяцев (!).

JPMorgan Global Manufacturing PMI



Рисунок 4. Глобальный индекс уверенности в промышленности по данным Markit/JPMorgan говорит о том, что мировая промышленность вышла на траекторию роста (значение выше 50)

Российская экономика: неработающий монетарный канал

На рисунке 5 приведен индекс ВВП ВТБ-Капитала, показывающий, что российская экономика перешла в режим роста (измерение производится в режиме «к аналогичному периоду прошлого года», поэтому уменьшение минуса говорит о подъеме).

Данные основываются на опросах сектора услуг и промышленности. Сектор услуг вышел в положительную зону и начал расти (уровень выше 50), тогда как промышленность в последние месяцы находится на грани роста и падения.

Таким образом, худшее в экономике России, похоже, также позади и дно пройдено. Однако, есть существенная проблема, связанная с отечественной монетарной политикой, которая напрямую влияет сразу на большое количество экономических показателей, включая инфляцию, доступность кредита, экономический рост и даже курс рубля.

Поэтому дальше мы хотим углубиться в монетарную политику страны, которую считаем главным фактором течения кризиса и выхода страны из него.

В России, в отличие от развитых стран правительство не использует монетарный антикризисный канал. Причины политические – боязнь девальвации, при выбранной политике стабильного рубля. Также в стране велика инфляция, которая на самом деле также является следствием выбранной ранее политики стабильного валютного курса. Эта же политика не дает использовать монетарную экспансию, основной «медикамент» антикризисного набора. В результате кредит в стране остается дорогим, получение его напряженным. Из этого следует, что восстановление в России будет происходить пока медленнее, чем в других странах и этот же факт объясняет, почему по темпам падения ВВП во время кризиса Россия находится в списке худших стран мира.

Составные ВВП Индикатора

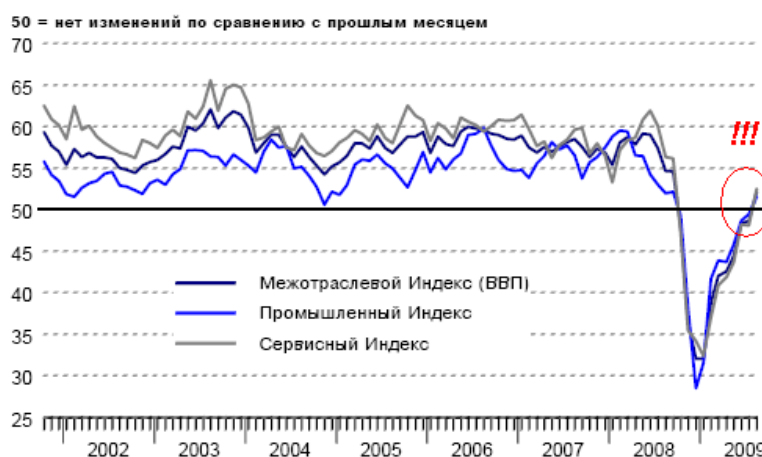


Рисунок 5. Индексы уверенности, на основе которых рассчитывается ВВП-Индикатор. Опросы в секторе услуг показывают рост, в промышленности ситуация находится на грани роста и падения (значение около 50). Сококупный индекс говорит о росте деловой активности в бизнесе

Российский Индикатор ВВП

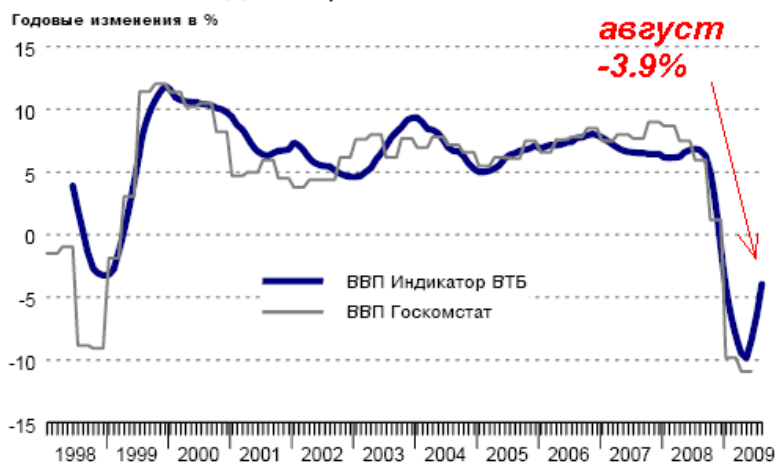


Рисунок 6. Оценка изменения ВВП РФ по данным «ВВП-Индикатора», рассчитываемого ВТБ-Капитал в сравнении с официальной поквартальной статистикой от Росстата.

Последствия денежной политики

Нобелевский лауреат Милтон Фридман показал, что основной причиной возникновения Великой Депрессии было снижение денежного предложения. Наверняка, у этой катастрофы было множество других причин, но в представлении современных экономистов, слишком жесткая денежная политика ФРС была главным фактором, превратившим обычную рецессию в экономическую катастрофу.

Известный факт, что нынешний глава ФРС Бен Бернанке на праздновании 90-летия Фридмана извинился перед ним, сказал, что «мы (ФРС) сделали это», добавив, что «больше не будем».

С теоретической точки зрения, изменение количества денег при условии негибких цен и зарплат имеет прямое влияние на экономический выпуск в краткосрочном периоде.

Центробанк может вызывать рецессию, уменьшив предложение денег. И наоборот,

центробанк может подстегнуть краткосрочный рост, вбросив дополнительные деньги и вызвав рефляцию (то есть временное оживление, которое потом оборачивается ростом цен).

На графике приведены индексы промышленного производства разных стран периода Великой Депрессии. График показывает удивительную зависимость – как только страны отказывались от золотого стандарта, так возобновлялся экономический рост. Франция, дольше всех сопротивлявшаяся отвязке от золотого стандарта и дольше всех находилась «на дне».

Такая зависимость, похоже, объясняется следующим механизмом. Во время экономических потрясений и бегства капитала из страны центральные банки стран были вынуждены обменивать собственную валюту на золото, что автоматически уменьшало количество денег. А это вело к сокращению кредита и усугублению экономического спада. Отвязка от золота позволяла увеличить предложение национальной валюты и стабилизировать денежную систему, а с этим нормализовать кредит и вернуть экономику на траекторию роста.

Все это имеет прямое отношение к России и проводимой в стране денежной политике. Российский Центробанк все последние годы придерживается политики стабильного валютного курса, которая сродни политике валютной привязки во время золотого стандарта. Действительно, до кризиса страна имела огромные валютные запасы, которые превосходили количество выпущенных рублей в денежной базе и даже размер агрегата М2. Казалось, что бегство из рубля будет временным и с третьими в мире международными резервами России нечего опасаться. Мы также попались в эту ловушку осенью, считая, что бегство из валюты не будет настолько проблемным.

Оказалось, что даже большой размер валютных резервов страны не гарантирует от бегства капитала. Но главное, оказалось, что политика правительства РФ и Центрального банка по сдерживанию бегства из рубля обернется большими неприятностями для экономики.

- Валютный курс, привязанный к золоту, доллару или корзине валют, несет в себе системный дефект. Центральный банк подобной страны оказывается не в состоянии регулировать количество денег в экономике. Попытка удержать стабильность курса в период потрясений и паники неизменно приводит к повышению ставок в стране, ограничению кредита, а следом – к рецессии или депрессии. В России, казалось бы, ЦБ РФ не называет четких ориентиров по валюте, и рубль находится в режиме «грязного плавания». Но даже нежесткая привязка ведет к потере управляемости над монетарной политикой.

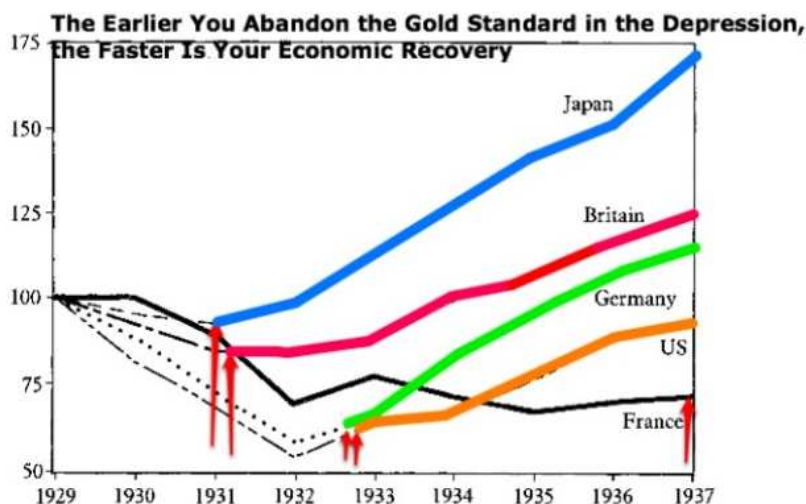


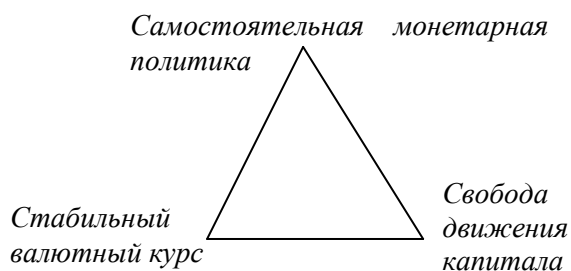
Figure 5. Indices of industrial production, 1929-1937 (1929 = 100)
Source: League of Nations, *World production and prices, 1937/8*, p. 44.

Рисунок 7. Чем раньше страна отказалась от золотого стандарта в Великую Депрессию, тем раньше началось восстановление.

По данным блога американского экономиста Бреда Делонга

• Проблема связана с «несовместимым треугольником», представленным справа. Из трех возможностей – стабильная валюта, свобода движения капитала и самостоятельная монетарная политика – можно выбрать только две. Есть всего три возможных варианта политики.

Треугольник несовместимости:
можно выбрать только два желания из трех



○ С одной стороны есть пример Китая. Иностранец не может так просто купить юани. А китаец не может просто так купить доллары, потому что движение капитала ограничено. При этом китайский Центробанк имеет возможности управлять монетарной политикой и держать стабильный курс юаня. Расширение денежного предложения в этой стране во время кризиса спасло экономику от спада и даже вызывало локальные пузыри в недвижимости и акциях в 2009 году.

Рисунок 8. Невозможная троица. Теоретическое предположение модели Мандела-Флеминга (модель IS-LM для открытой экономики), подтверждающееся практикой

○ В странах Евросоюза, США, Британии, Японии, Мексике или Бразилии нет ограничений на движение капитала. Центробанки проводят собственную политику по регулированию предложения собственной валюты и процентных ставок. При этом они практически не пытаются регулировать курс своей валюты, поскольку это невозможно. Некоторые из этих подобных стран проводят эпизодические валютные интервенции, но лишь с целью ограничить спекулятивную активность или сгладить резкие движения. О контроле курса речи даже не идет.

○ В России власти традиционно регулируют курс рубля, проводя интервенции. В России также нет ограничений на движение капитала. Любой россиянин, российская или иностранная компания может обменять рубли на другую валюту и обратно. Для регулирования курса ЦБ РФ вынужден постоянно балансировать спрос и предложение на валютном рынке, что приводит к постоянным колебаниям количества выпущенных рублей. Собственная монетарная политика невозможна. Во время роста цен на нефть 2003-2007 годов ЦБ РФ противостоял укреплению рубля, что вело к хроническому росту денежного предложения и росту инфляции. За это время были накоплены валютные резервы, доходившие до \$600 млрд. По их величине, даже после падения до \$400 млрд. Россия находится на третьем месте в мире после Китая (\$2 трлн.) и Японии (\$0.9 трлн.).

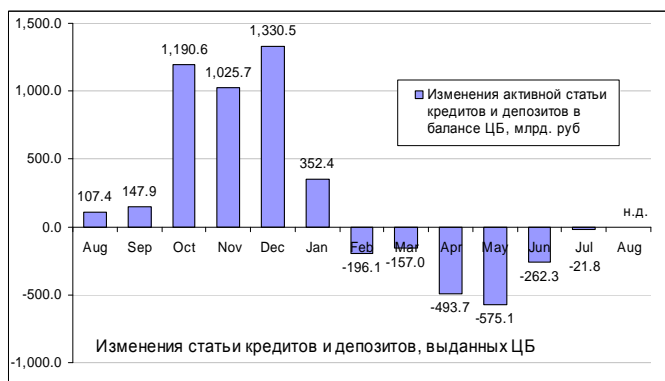
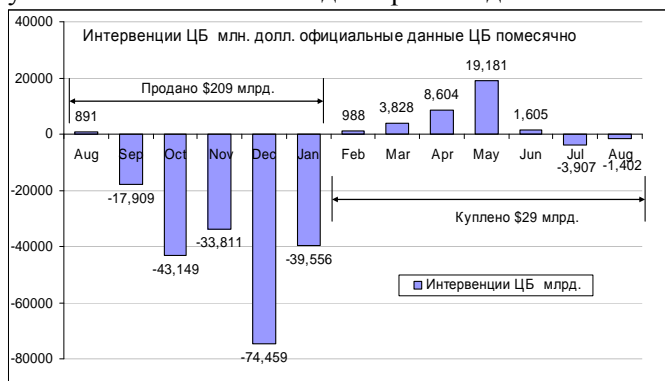


Рисунок 9. Валютные интервенции и изменение статьи активов ЦБ РФ "депозиты и кредиты финансовой системе". Данные www.cbr.ru

• Экономисты часто пользуются понятием «заблуждение структуры» (fallacy of composition), применимым явлению девальвации. На индивидуальном уровне осенью 2008 года покупка долларов или евро выглядела оправданным решением. Хотя бы из предосторожности, экономические агенты, хотели получить что-то более надежное, чем российский рубль. Поскольку золотой стандарт закончился в начале 1970-х, логичным решением была покупка «резервных валют». Но это оправданное решение лишь на индивидуальном уровне.

На коллективном уровне, т.е. на уровне страны, массовое решение купить доллары обернулось экономическими проблемами. Оно контрпродуктивно, поскольку российский капитал используется в самом неэффективном виде.

• Когда возрос спрос на доллары (и увеличилось предложение рублей), российский Центробанк был вынужден компенсировать эту разницу, увеличив недостаточное предложение долларов. Все было бы не так плохо, если бы продажи Центробанка не влияли на размер денежного предложения.

○ С сентября по январь было продано \$209 млрд. долларов по официальным данным. Если посчитать по условному среднему курсу за период в 27 рублей за доллар, то мы получим 5.6 трлн. рублей.

○ На 1-е сентября 2009 года размер денежной базы – то есть всех рублей, выпущенных ЦБ в экономику – составлял 5.3 трлн. рублей. Почему же продажи валюты ЦБ не истратили все рубли в экономике? Потому, что без рублей экономика не смогла бы работать. Центробанк вбрасывал их обратно через предоставление кредитов финансовой системе. На рисунке 9 показаны ежемесячные валютные интервенции и ежемесячные изменения статьи активов Центробанка «кредиты и депозиты», выданные банковской системе.

○ Заметно, что в январе случилась резкая «ступенька». В начале года Центробанк прекратил кредитовать банковскую систему, продолжая продавать доллары. Сделано это было в порыве отчаяния, чтобы остановить бегство из рубля. Продолжающиеся интервенции без подпитки кредитом ЦБ привели к снижению количества рублей в экономике (ступенька), уронили банковскую ликвидность, взвинтили ставки. Рубль был спасен, но спасен дорогой ценой – за счет того, что экономика России была пущена под откос.

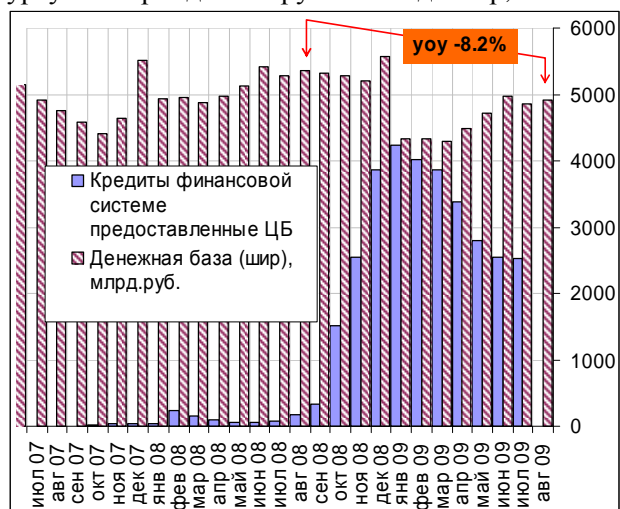


Рисунок 10. Сравнение размера денежной базы в широком определении с величиной кредита, предоставленного ЦБ РФ банкам (млрд.руб.)

Размножение рублей банками

Далее нужно сделать небольшое отступление, чтобы показать, как количество рублей влияет на кредит. Чтобы понять, как это происходит, нужно разобрать как банки «умножают» деньги.

ЦБ РФ дает статистику по следующим основным составляющим денежного предложения:

- 1) Денежная база в широком определении:
Это все выпущенные «первичные» рубли в экономике:
наличные (включая кассы банков)+ безналичные¹

¹ На самом деле, безналичные рубли разбиты на ФОР (фонд обязательных резервов), корсчета коммерческих банков в Центробанке, депозиты комбанков в Центробанке, плюс выпущенные ЦБ РФ облигации (так называемые «бобры»). Этими компонентами можно пренебречь, без ущерба для понимания.

2) Агрегат М2

Наличные рубли за пределами банковской системы (у населения и предприятий) + рублевые депозиты населения и предприятий в банковской системе.

3) Агрегат М2Х

В терминах Центробанка агрегат М2Х называется «широкой денежной массой» Это М2 плюс *инвалютные* депозиты российских банков.

Деньги в экономике «размножаются» при помощи банков. Человек или предприятие, получившее рубли, может оставить их себе в наличном виде (первая компонента М2 – наличные рубли в обращении). Но если эти деньги будут размещены в банковскую систему, то они могут быть отправлены банками на дальнейшее кредитование. Тогда в пассивах банк записывает обязательство вернуть эти деньги вкладчику, а в активах записывает задолженность в виде кредита. Эти деньги снова попадают в экономику, и кладутся в некий банк, и схема проворачивается снова и снова.

Денежная база в широком определении составляла в июле 4.9 трлн. рублей, тогда как агрегат М2 был 13.1 трлн. рублей. Те, кто держат свои деньги в виде депозитов, считают, что у них есть эти деньги, и они «лежат в банке». На самом деле у банков этих денег в прямом виде нет, поскольку они выдали их в кредит. У банков в активах есть обязательства вернуть деньги от кредиторов плюс небольшой запас наличных и безналичных денег, называемых банковскими резервами. Этот запас денег резервируется, чтобы расплатиться с держателями депозитов, когда они потребуют деньги.

Воспринимаемое экономическими агентами количество денег в экономике становится больше, чем их оригинально было выпущено. Все это называется «системой банков с частичным резервированием», это нормально, и она работает в таком виде практически в любой стране мира (кроме, может быть, Северной Кореи или Кубы).

Почему же количество денег в агрегате М2 не вырастает до бесконечности? Потому что банки оставляют определенное количество наличных и безналичных рублей резервов. Чем больше банком было привлечено денег, тем больше нужно держать этих резервов.

Дело в том, что вкладчики могут обратиться в банк и потребовать обратно свой депозит или деньги с текущих счетов. Деньги будут выданы либо в наличной форме, либо переведены на другой счет безналом. Так, коммерческие банки в России держат обязательную кассовую наличность (чуть меньше 400 млрд. в последние месяцы) и определенный размер безналичных рублей, сверх норм обязательного резервирования. Все эти рубли вместе называются «банковскими резервами». Они могут принимать форму депозитов в Центробанке, денег на

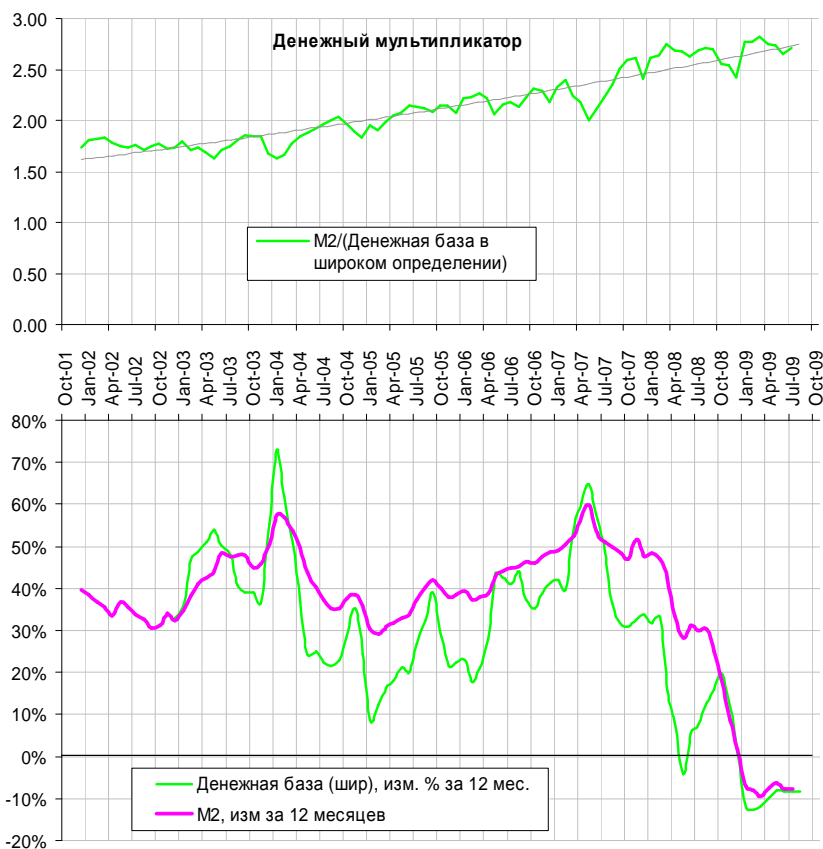


Рисунок 11. Денежный мультипликатор и темпы изменения агрегата М2 и денежной базы в широком определении за 12 месяцев.

Денежный мультипликатор очень стабилен даже в кризис, а темпы изменения М2 и денежной базы имеют высокую корреляцию.

корсчете или денег в фонде обязательного резервирования. Они даже могут иметь форму краткосрочных бумаг (особенно, тех, под которые рефинансирует ЦБ РФ) и других обязательств (включая краткосрочный межбанковский кредит). Таким образом, понятие банковских резервов несколько шире, чем рубли на корсчетах или наличные в кассе банков.

В США, где имеются сильные денежные рынки до кризиса практически каждый доллар превращался в кредит, так, что нормы обязательного резервирования установленные ФРС обуславливали естественный барьер на пути роста долларовой денежной массы (т.е. «старших» агрегатов, M1 и M2).

В России нормы фонда обязательных резервов меньше чем в США (и были еще понижены в кризис). Но в России меньше развиты инструменты денежного рынка и система рефинансирования, поэтому банки в стране предпочитают держать заметную часть безналичных рублей на корсчетах в ЦБ, так называемых «избыточных резервах» (0.6-0.9 трлн. рублей в среднем с сезонным всплеском до 1.15 в январе 2009 года). Это отличает нашу страну от США, где величина избыточных резервов до кризиса была близка к нулю.

Количество первичных рублей, выпущенных в обращение Центробанком РФ, обуславливает величину денежного предложения, т.е. денежной массы. На рисунке 11 показано, насколько тесно связаны величины денежной массы и широкой денежной базы. Денежный мультипликатор (соотношение M2 к широкой денежной базе) очень стабилен даже во время кризиса. Мультипликатор медленно во времени растет. Но это же означает, что величина денежной базы, определяемой действиями ЦБ РФ определяет величину рублевого кредита.

Поводок нельзя толкнуть, но можно дернуть

В январе ЦБ решил остановить бегство из доллара, прекратил кредитовать финансовую систему, продолжая продавать доллары, что привело к падению размера денежной базы. Соответственно, резко упало предложение рублевого кредита, ставки взвинтились.

Снижение денежного предложения обусловило падение ВВП на 9.8% в 1-м квартале, поскольку реальный сектор, лишенный кредита, был вынужден остановить инвестиции и начать распродавать запасы.

Экономисты сравнивают денежную политику с поводком – центральный банк может резко дернуть за него и остановить движение экономики, но при этом «нельзя толкнуть поводок». Это выражение проводит границу между монетарной политикой в развитых странах (и некоторых развивающихся, которые не таргетируют свой валютный курс) и Россией.

В развитых странах наводнение долларами или фунтами похоже на политику «толкания поводка». Оно не приводит к немедленному резкому росту экономической активности или инфляции – толкнуть экономику вверх не получается. В условиях неопределенности эти «лишние» денежные единицы остаются замкнутыми в банковской системе, не превращаются в кредит и инвестиции. Но не следует считать политику монетарной экспансии бесполезной, она уже приносит плоды и будет возвращать экономику к траектории роста.

В России, после того, как поводок резко дернули в январе, он остается довольно туго натянутым и сдерживает рост экономики. Власти России только с мая начали его медленно отпускать.

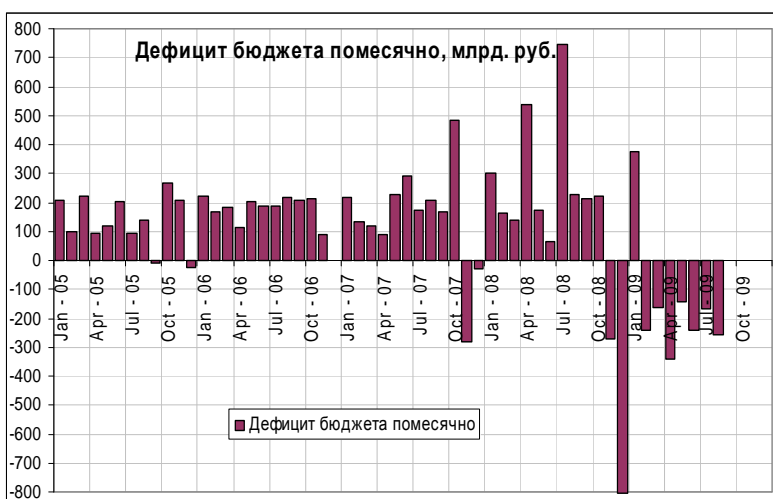


Рисунок 12. Дефицит федерального бюджета РФ ежемесячно. До кризиса профицит бюджета стерилизовал избыточные рубли, вбрасываемые в экономику валютными интервенциями ЦБ РФ. После октября 2009 года дефицит бюджета работает на увеличение денежного предложения.

Правительство РФ в последние месяцы тратит деньги бывшего Стабфонда (сейчас это Резервный фонд и фонд Нац.благосостояния). Дефицит бюджета составляет порядка 200-300 млрд. рублей в месяц, т.е. правительство тратит больше, чем собирает налогов.

На самом деле, рубли, изъятые из экс-Стабфонда это инфляционные рубли, увеличивающие денежную базу. В 2003-2008 годах правительство России собирало больше налогов, чем тратило. Профицит бюджета складывался на счета ЦБ (в т.ч. Стабфонда), что уменьшало величину денежной базы и частично компенсировало инфляционные интервенции Центробанка на валютном рынке.

Сейчас идет обратная ситуация – рубли изымаются и тратятся, что увеличивает денежное предложение. Почему же мы не видим инфляции? Потому, что пока ЦБ может уменьшать величину кредита, предоставленного банкам, и тем самым держать денежную базу стабильной в состоянии «натянутого поводка». Несмотря на проинфляционные траты бюджета, величина денежной базы в 2009 году не растет и остается стабильной.

Политика медленного отпуска натянутого ранее поводка приводит к тому, что экономика РФ выходит из режима спада, идет медленно. Реальное предложение денег упало даже больше. Инфляция в России сохраняется. Рост потребительских цен август-август составил 11.6%. Следовательно, реальное предложение «денежная база»/«уровень цен» упало на -17.7% $[(1-8.2\%)/(1+11.6\%)-1]$, а это большая величина.

Еще больше запутывает ситуацию тот факт, что правительство осенью-зимой размещало в коммерческих банках депозиты, изымая их со счетов ЦБ РФ. Тогда это увеличивало предложение денег. Сейчас, если правительство забирает свои депозиты из банков и тратит их, то это не влияет на величину денежного предложения, поскольку эти рубли уже находятся в экономике. Правительство становится «вторым эмиссионным центром», если тратит рубли, изъятые со счетов ЦБ РФ, не важно, как они записаны там: фонд Нацблагосостояния, Резервный фонд, Стабфонд или просто, счет правительства в ЦБ РФ.

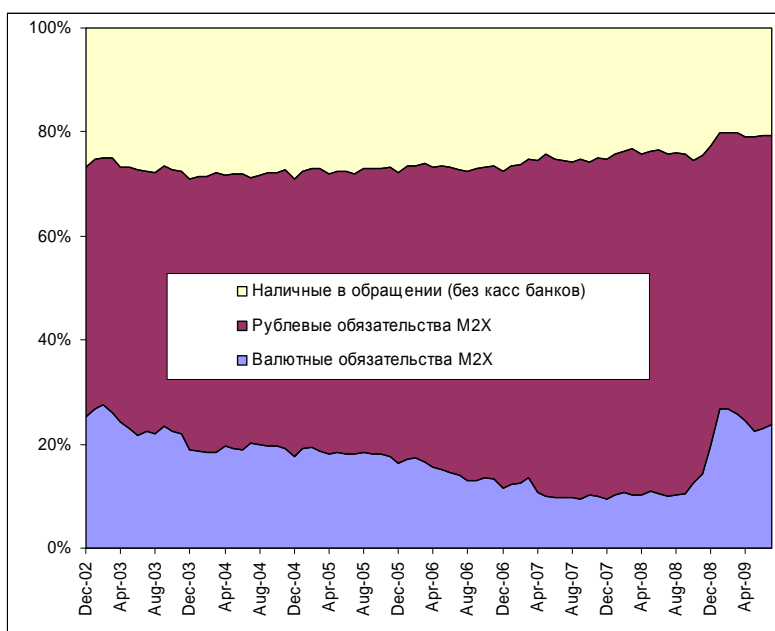


Рисунок 13. Составляющие денежной массы в широком определении (агрегат M2X), который помимо рублевых компонентов M2 включает в себя остатки и депозиты в российских банках, номинированные в иностранной валюте. Банковский кредит экономике составляет 17.5 трлн. рублей (включая валютный кредит). Основным источником являются рублевые источники в размере 9 трлн. рублей (M2 минус рубли на руках) и валютная составляющая M2X - депозиты и остатки на счетах в размере 5 трлн. рублей в эквиваленте. Данные ЦБ РФ

Почему мы уделяем большое внимание агрегату M2? Потому что (за минусом наличных на руках) это ресурсная база банков, из которой финансируется рублевый кредит. В результате «поводок» деньги-кредит-экономика тянется одновременно в разные стороны под влиянием разных факторов.

Реальная ситуация еще сложнее, и российские банки кроме рублевого, имеют также инвалютный кредит. Долевое распределение широкой денежной базы показано на рисунке 13. До кризиса в стране шла дедолларизация, связанная с уменьшением доли инвалютных ресурсов банков.

После кризиса и бегства россиян в доллары и евро, ситуация несколько изменилась – валютные пассивы банков возросли. Колебания количества рублей влияют на рублевый кредит. Вне его влияния остается инвалютный кредит отечественных банков и инвалютный кредит, полученный российским бизнесом за рубежом. Поэтому текущая ситуация «натянутого поводка» не является настолько катастрофической для экономики как могло бы быть. Экономические агенты могут брать кредит в иностранных валютах. Правда, сейчас не рублевый кредит кажется слишком рискованным и это также не способствует возобновлению былой инвестиционной активности.

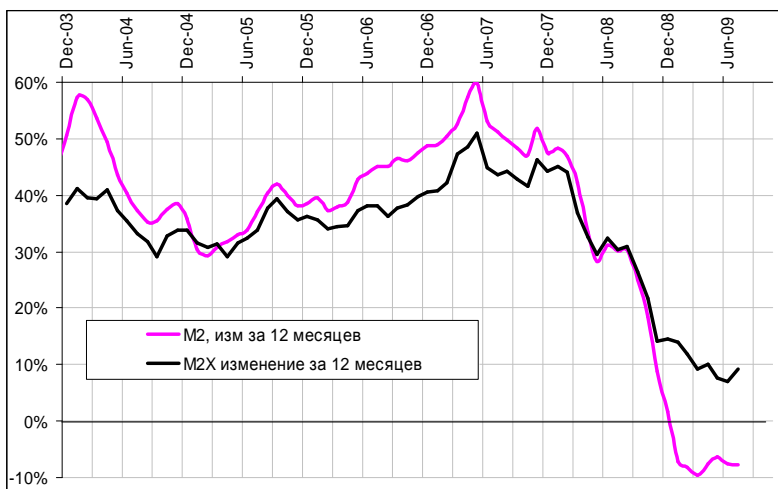


Рисунок 14. Разница в изменении агрегатов M2 и M2X отражает степень влияния размера рублевого предложения на кредит российских банков. А также - влияние девальвации. Падение рубля сделало иностранные активы дорогими.

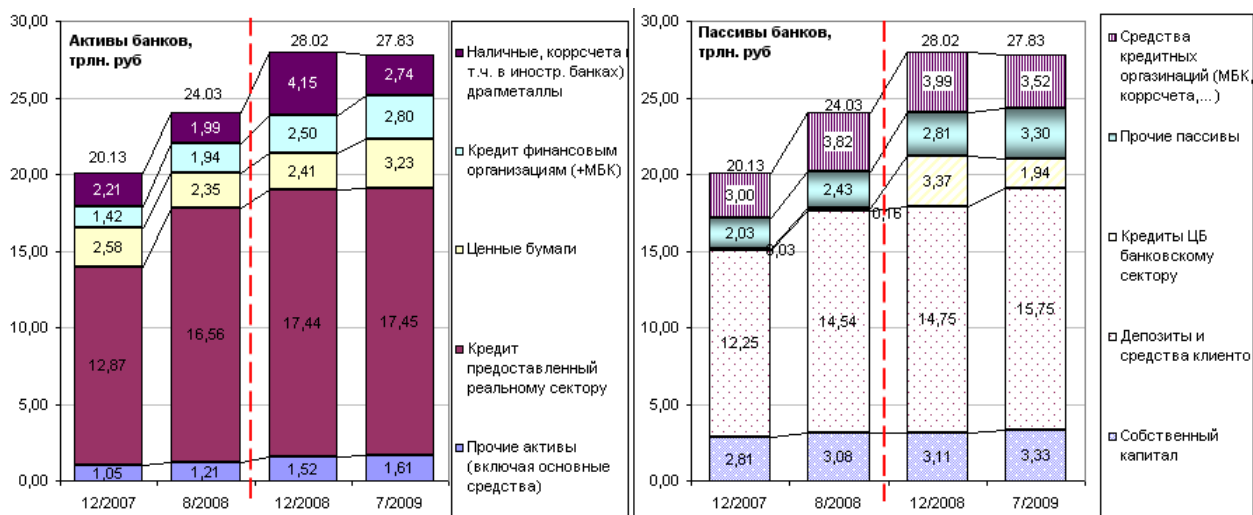


Рисунок 15. Изменение основных составляющих активов и пассивов российской банковской системы

Есть хорошая новость: инфляция

В прошлые годы политика ЦБ РФ по таргетированию валютного курса была проинфляционной. Постоянные интервенции на валютном рынке, регулярно изменяют денежное предложение и влияют тем самым на рост цен. Экономисты считают, что снижение денежного предложения способно вызвать рецессию (что наглядно показала осень и январь, об этом далее). Поэтому для компенсации колебаний курса рубля, находящегося в режиме «грязного плаванья», лучше преимущественно покупать валюту, вызывая рефляцию, чем продавать, вызывая рецессию. Инфляция - это меньшая беда, чем дефляционная спираль спада. Кроме этого власти не хотели быстрого укрепления курса рубля, ведущего к голландской болезни. В результате монетарная политика ЦБ РФ прошлых лет имела тяготение к постоянному расширению денежного предложения, то есть была проинфляционной.

Инфляция² всегда и везде является монетарным феноменом, как сказал Милтон Фридман. Эту позицию разделяет большинство экономистов и правление российского ЦБ РФ. В мире много

² Мы предвидим возражения, поскольку в России слишком много людей, которые верят в немонетарную инфляцию. Такой не бывает. Большой вопрос в том, как определять инфляцию. Индикатор, которым мы меряем рост цен – индекс потребительских цен. Он может расти, например, если был неурожай картошки, и она поднялась в цене, при прочих равных. Является ли это инфляцией. Мы скажем – нет, потому что

стран, которые выбрали политику «таргетирования инфляции», смысл которой сводится к тому, что печатается именно такое количество денег, чтобы темп роста цен был небольшим. Такой политики придерживаются (иногда неофициально) все развитые страны, но есть примеры развивающихся стран, включая Бразилию, Мексику.

Стабильный уровень цен и низкая инфляция выгодны для экономики, поскольку агенты уверены в покупательной способности своей валюты и имеют меньше стимулов заниматься контрпродуктивной скупкой иностранных активов. Пул сбережений в стране расширяется, а низкая и предсказуемая инфляция позволяет откладывать средства надолго. А это создает длинный капитал, столь необходимый для экономического роста.

В духе классического треугольника несовместимости, если страна разрешает движение капитала, то ей приходится жертвовать стабильностью валютного курса. Так, Бразилия с момента перехода на инфляционное таргетирование получила сначала трехкратное падение своей валюты с 1999 по 2002 с 1.3 реалов за доллар до 3.9, затем до 2008 – почти трехкратное укрепление к доллару до 1.6 реала за доллар, и снова падение до 2.4 реалов на текущем кризисе. Стране удается удерживать инфляцию ниже 10% отметки (за небольшим исключением во время Аргентинского кризиса).

Повышенная волатильность своей валюты это плата, которую приходится стране платить за то, чтобы иметь в руках работоспособный канал монетарного регулирования, позволяющий держать инфляцию под контролем и способный противостоять экономическим рецессиям. Есть, правда, еще китайский путь – закрытия границы для движения капиталов (включая запрет россиянам свободно покупать доллары или евро), но этот вариант для России не просматривается.

Официальные лица в нашей стране не раз заявляли, что Россия перейдет к режиму инфляционного таргетирования. Ранее провозглашалось, что это случится в 2011 году, хотя причины такой медлительности не понятны. Заявления, которые звучат в последний месяц от премьера Путина или представителей Центробанка, позволяют предположить, что страна наконец-то отказалась от политики стабильного валютного курса, что открывает двери для снижения инфляции и перехода Центробанка РФ совсем на другие принципы работы.

Монетарный шок, который устроил ЦБ РФ своей экономике имеет одну привлекательную сторону – он снижает темпы инфляции. На рисунке приведены темпы 12-ти месячного изменения денежного агрегата M2 в сравнении с темпами инфляции за 12 месяцев. При этом график изменений M2 сдвинут вперед на 14 месяцев. Денежная накачка, как и снижение темпов денежного предложения воздействует на цены не сразу, а с определенным лагом. График предполагает, что полное воздействие на цены ощущается примерно через 1 год и два месяца, после того, как была произведена накачка.

Возможно, на снижение инфляции потребуются больше чем один год. Тем не



Рисунок 16. Темпы изменения агрегата M2 хорошо предсказывают инфляцию. Как и следует из экономической теории

инфляция это продолжающийся рост общего уровня цен. В рыночной экономике со свободными ценами изменения ценового индекса происходят постоянно. Но для инфляции необходим систематический, многолетний характер роста цен, что мы и имеем в России.

Так, тарифы естественных монополий будет менять уровень цен и даже косвенно влиять на другие цены (через издержки). Тарифы часто называют факторами немонетарной инфляции, тогда как на самом деле их опережающий рост к общему уровню цен оправдан многолетней политикой кросс-субсидирования. Если заниженные тарифы на газ и электричество бы выросли до уровня обеспечивающего прибыльность, их не надо было бы поднимать больше опережающими к инфляции темпами. Тарифы монополий это даже не спор о курице и яйце. Тарифы растут потому, что они были изначально занижены и потому, что в стране есть инфляция, но не наоборот.

менее, как и предсказывает динамика агрегата M2, рублевая инфляция в стране начала снижаться, даже несмотря на рост цен импортных товаров, связанный с девальвацией. Мы предполагаем, что уже в первой половине 2010 года темпы роста цен в России могут опуститься ниже 10% и остаться там.

Именно так и предсказывает экономическая теория³. Конечно, это произойдет, если правительство совместно с Центробанком не начнет накачивать экономику рублями.

Итак, складываются предпосылки для того, что инфляция в России будет побеждена и будет оставаться низкой и далее. В особенности, если Центробанк РФ официально перейдет к политике инфляционного таргетирования.

В этой связи у нас есть инвестиционное предложение – если есть возможность найти способ вложения рублей с высокой процентной ставкой, не подлежащей пересмотру долгосрочно (минимум несколько лет), то следует вкладываться в подобные инструменты. Среди них могут быть долгосрочные депозиты или длинные облигации с фиксированным купоном.

Монетарный шок и «запасное» падение ВВП

Росстат до сих пор не опубликовал разбивку компонентов ВВП 2-го квартала по расходам. Но данные за 1-й квартал дают любопытную картину. Оказывается, падение ВВП в большей мере происходило благодаря одной компоненте – запасам.

Цифра падения ВВП 1-го квартала в -9.8% вызвала удивление многих аналитиков также как и у нас, поскольку было не понятно, почему случился такой обвал. Так, в апрельском опросе Bloomberg опрошенные аналитики давали консенсус-оценку падения экономики в -5%, а вышло почти в 2 раза больше. Закономерен вопрос: почему?

Косвенные и более частотные (помесячные) индикаторы, характеризующие компоненты ВВП, не предсказывали подобного обвала. В частности, реальные располагаемые доходы и зарплаты, розничные продажи, инвестиции в производственные активы не давали никаких намеков, что цифра будет близка к -10%, а говорили всего про несколько процентов спада.

Напомним формулу ВВП по расходам:

$$GDP=C+G+I+NX=$$

=Частное потребление + Государственное потребление + Инвестиции + (Экспорт – Импорт).

Итак, пойдём по компонентам.

- Расходы на конечное потребление [C+G] – домохозяйств, плюс государственное потребление – упали незначительно, на -1.9% в реальном

Компонента	Вес	Падение	Вклад
Валовой внутренний продукт	100%	-9,8%	-9,8%
Расходы на конечное потребление	67%	-1,9%	-1,3%
домашних хозяйств	48%	-3,2%	-1,5%
государственного управления	19%	1,3%	0,2%
нко обслуж. домохозяйства	1%	-1,2%	0,0%
Валовое накопление	20%	-56,0%	-11,1%
валовое накопл. осн. капитала	16%	-16,3%	-2,6%
изменение запасов	4%	-226,0%	-8,5%
Чистый экспорт	12%	17,2%	2,1%
Экспорт	33%	-14,5%	-4,8%
Импорт	-20%	-34,3%	7,0%
Статист.расхождение	1%	--	--

Рисунок 17. Темпы падения ВВП РФ в 1-м квартале 2009 года по сравнению с 1-м кварталом 2008 года покомпонентно и вклад каждой компоненты в итоговую цифру

³ Если темпы инфляции становятся небольшими, скажем около 2%, то изменения денежной массы или денежной базы перестают показывать столь идеальную корреляцию. Но это не меняет сути дела, по-прежнему, в конечном итоге цены определяются размером денежного предложения. Другое дело, что колебания количества денег имеют длинный и изменяющийся лаг («long and variable lag», как говорил М.Фридман). Странники «немонетарной инфляции» часто указывают на слабую корреляцию колебаний количества денег и инфляции в странах с низкими темпами роста цен. Но эта позиция неверная.

При низких темпах инфляции связь количества денег становится неустойчивой по ряду причин. Не ясно, что такое деньги, и какой денежный агрегат лучше измеряет их количество. Цены могут испытывать естественные колебания из-за сезонности, влияния экспорта импорта и других факторов. Поэтому краткосрочная связь может разрушаться. Если инфляция это продолжающийся рост цен, то отсутствие краткосрочной связи не принципиально. Инфляция возможна только при продолжающемся увеличении денежного предложения.

выражении (госрасходы выросли).

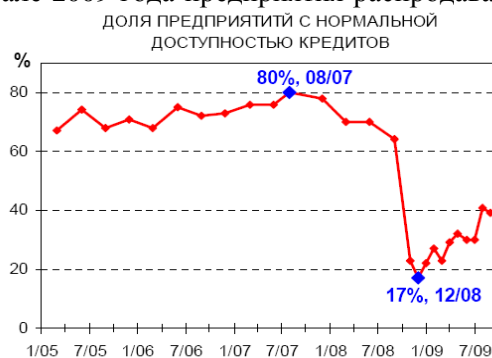
- Чистый экспорт вырос на 17.2%, благодаря опережающему падению импорта почти на треть.

- Но в опубликованных Росстатом цифрах есть жуткое падение «валового накопления» на -56%?

Валовое накопление состоит из двух вещей: 1) Инвестиции в основной капитал -16.3%, а это близко к тому, что дают частотные помесечные данные по инвестициям в производственные активы. 2) Инвестиции в оборотный капитал - изменение запасов, по которым Росстат ничего не говорит, как они изменились в реальном выражении. Очевидно, что инвестиции в запасы должны упасть настолько сильно, чтобы падение инвестиций в основной капитал -16.3% превратилась в -56% по всей суммарной статье валового накопления.

Мы можем оценить эту цифру, поскольку это единственная неизвестная. Оказывается, инвестиции в запасы упали на 226% (!). Одна только эта компонента обусловила 8.5% падения ВВП из общей величины падения в 9.8%. Приблизительно, на 6/7 падение ВВП России в 1-м квартале обусловлено запасами.

Все прошлые годы цифра валового накопления оборотного капитала была положительной. Цифра падения запасов на 226% говорит о том, что в 1-м квартале 2009 года предприятия распродала свой оборотный капитал. На самом деле, предприятия были вынуждены пойти на этот шаг, потому что ужесточение монетарной политики высушило рублевый кредит. Даже если предприятие могло получить кредит, ставка стала запредельно высокой и зашкалила за 20%. В таких условиях торговым компаниям проще распродать часть товаров и высвободить деньги, предприятиям снизить количество материалов в обработке и постараться получить за них рубли. На рисунке 18 хорошо видно, что доступность кредита упала как раз на рубеже 2008/2009 года. Именно этот монетарный шок и повинен в столь резком падении ВВП РФ, а он является следствием политики стабильного рубля, сделавшим невозможным проведение контрциклической монетарной политики. Вместо того чтобы поддержать кредит в кризис, его величина была сокращена.



Доступность кредитов для промышленности в сентябре осталась на прежнем, самом высоком для кризиса, уровне. Средняя минимальная ставка предложения банков рублевых кредитов предприятиям составляет 18.4% годовых.

Рисунок 18. Данные опроса "Института экономики переходного периода" по промышленности. Сентябрьский обзор.

Экономика России: прогноз

- Эффект зажатого поводка приведет к более медленному восстановлению экономики России, чем в других странах. Но это не означает, что экономика не восстановится. И это также не предполагает W-образного сценария, «второй волны» и т.п.
- Траты стабилизационного фонда и отступающие страхи властей перед возможностью новой волны бегства в валюту приведут к нормализации денежного предложения. А с ним восстановится инвестиционная активность и экономический рост.
- Инфляция в России будет резко снижаться. Мы ожидаем, что 12-ти месячное значение инфляции опустится ниже 10%-й отметки уже в 1-м полугодии 2010 года. Есть шансы, что после кризиса закончится период хронической высокой инфляции. Очень похоже на то, что власти перейдут к политике инфляционного таргетирования раньше, чем в 2011 году. А это будет означать кардинальные изменения в российской финансовой системе. Будет медленно появляться внутренний долгосрочный капитал и удлиняться кредит. Но на это потребуются годы.
- Волатильность рубля к валютам увеличится. Курс станет менее предсказуемым и зависящим от внешних факторов. Курс перестанет определяться в Кремле, а будет определяться рыночными силами. Игра на укрепление или ослабление рубля будет похожа на игру евро против доллара.

Валюта. Рубль vs. доллар

Еще с 90-х годов в России стало модно инвестировать в валюту. Причем мода эта появилась не просто так, а из-за отсутствия других альтернативных финансовых инструментов. Рынок акций и облигаций еще не был развит, банки лопались один за другим, и системы страхования вкладов тогда не существовало. У многих людей сейчас возникает вопрос, нужно ли вкладываться в валюту, будет ли вторая волна девальвации и т.д. Наши привычки долго остаются в памяти, а экономическая грамотность и по сей день находится на низком уровне. Поэтому далее мы попытаемся разобраться, что будет с рублем в ближайшем будущем и имеет ли смысл покупать доллары и евро как альтернативные средства сохранения сбережений.

15 сентября прошел ровно год с момента банкротства «Lehman Brothers», дня краха всех мировых рынков. После этого за период 6 месяцев рубль упал практически на 50%. Все панически устремились в обменники и начинали скупать валюту. Образовался снежный ком, что еще больше усугубляло падение курса. Если посмотреть на развивающиеся страны и страны БРИК, то окажется что рубль пережил одно из самых серьезных падений. Начался вывод капитала из страны, и все чаще можно было услышать фразы от деятелей бизнеса и политики, что курс в скором времени достигнет 50-60 рублей за доллар. Но этого не случилось. Мы с самого начала придерживались противоположной точки зрения и были оптимистами в отношении перспектив национальной валюты, фондового рынка и экономики в целом. Однако очень многие хорошо заработали на этом падении. И это были в первую очередь банки. Они брали деньги у ЦБ и вместо того, чтобы кредитовать реальный сектор, занимались валютными спекуляциями.

Как мы знаем из макроэкономики, государство не может контролировать все. Перед центробанками разных стран зачастую встают проблемы, какой показатель взять под контроль, а какой отпустить в свободное плавание. Одна из таких главных дилемм – курс национальной валюты и инфляция. Можно таргетировать лишь одно, вместе не получается. В России последние 19 лет стабильность рубля оставалась для правительства и ЦБ первоочередной задачей. Хотя в мире сейчас осталось крайне мало развитых (и развивающихся) стран, где присутствует подобная политика. Прежде всего, нужно понять, что регулируемый курс не позволяет давать экономике столько национальной валюты, рублей, сколько нужно для стабильного роста ВВП и низкой инфляции. Если бы не монетарная политика российских властей, текущий кризис страна пережила бы намного мягче, а восстановление прошло бы быстрее.

Из заявлений первых официальных лиц, в первую очередь Путина и Улюкаева, и по поведению рубля на валютном рынке легко понять, что Россия отказывается от старых стандартов и переходит к политике таргетирования инфляции. Благодаря этому мы можем увидеть инфляцию в стране не выше 6-8% через пару лет. Это очень позитивное и долгожданное явление для России. Период кризиса был очень подходящим моментом, когда можно было отпустить рубль. Население уже привыкло к высокой волатильности, а в период стабильности это вызвало бы некоторое волнение в умах.

Одним из подтверждения изменения политики ЦБ относительно основных валют могут служить два графика (см. рис. 19). Мы видим, что в период весны-лета 2009 года волатильность (стандартное отклонение, 10-дневное) курса рубль/доллар в среднем была в

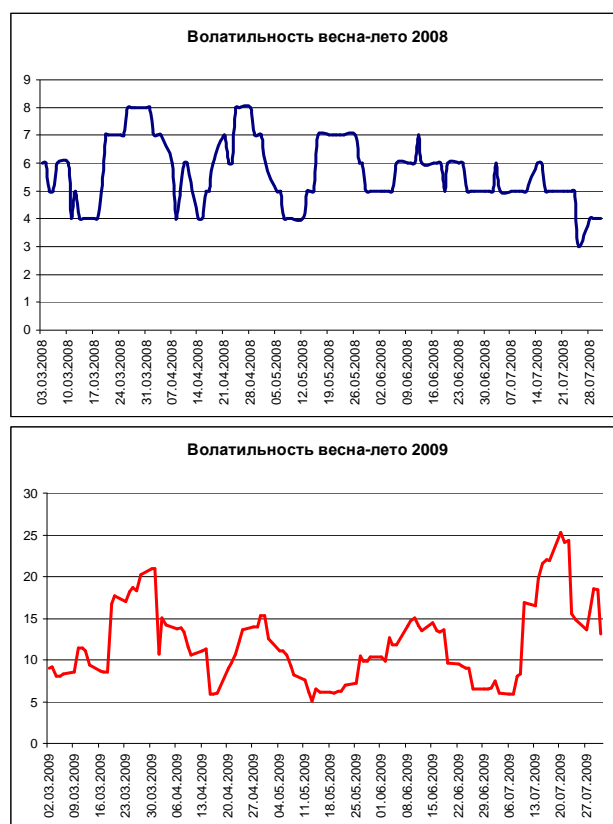


Рисунок 19. Скользящая 10-ти дневная волатильность курса рубля к доллару, % в годовом выражении

2-2,5 раза выше, чем за аналогичный период прошлого года. И это связано отнюдь не с кризисными явлениями, а постепенным переходом к свободному плаванью. Дальше такая изменчивость курсов сохранится и не нужно этого бояться. Достаточно взглянуть на историю котировок доллара, евро, фунта, йены и мы увидим, что их колебания также являются значительными. При этом экономики этих стран являются развитыми, ВВП стабильно растет, а инфляция находится на минимальных и комфортных уровнях (2-3% в год).

Золотовалютные резервы России продолжают медленно восстанавливаться после провального падения 3-4 квартала 2008 года, когда произошел массовый отток валюты из страны и панические покупки населения. Цифра, опубликованная ЦБ 22 сентября, в 410,9 млн. долларов является посткризисным максимумом с середины января этого года. Мы ожидаем, что резервы продолжат свой медленный рост.

Вторая волна кризиса все меньше маячит в головах людей, и они постепенно избавляются от купленной ранее валюты. Многие при обмене валюты открывали депозиты в банках на полгода-год. Сейчас как раз этот период заканчивается и они, вероятно, по истечении срока вклада обменивают деньги обратно в рубли вместо того, чтобы сидеть в падающем долларе-евро. Вообще смысл и значимость ЗВР при политике инфляционного таргетирования теряется. Курс рубля перестанет быть регулируемым, а его движения будут определяться мировой конъюнктурой. Таким образом, можно предположить, что резервы в будущем не будут существенно меняться (только от изменения валютных курсов). На примере США и Евросоюза, где они практически равны нулю, мы видим, что это никак отрицательно не сказывается на макроэкономической политике. Словом ЗВР сейчас – это как золотой стандарт – атавизм.

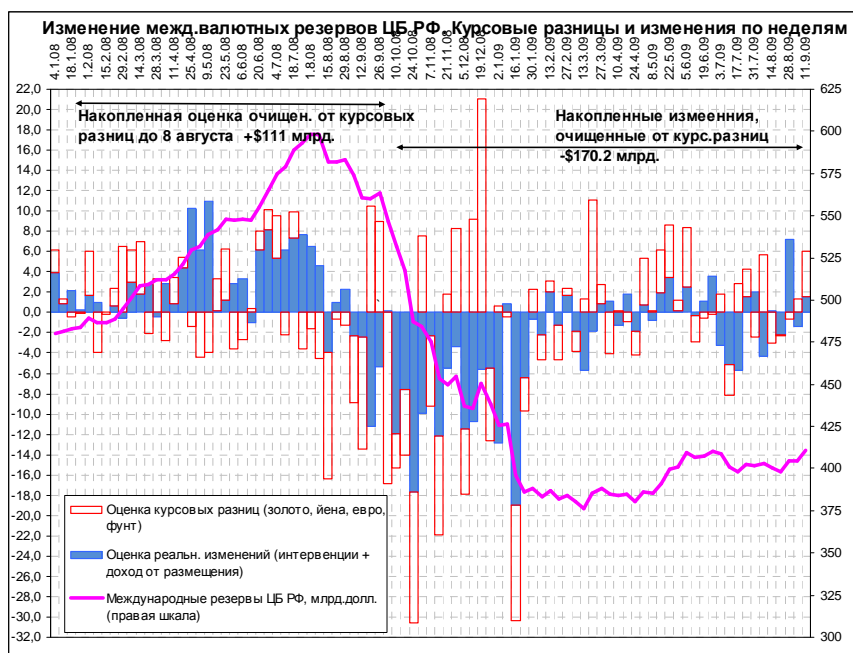


Рисунок 20. Изменения валютные резервы ЦБ РФ очищенные от влияния курсовых разниц золота, евро, фунта и йены.
Данные ЦБ РФ, расчеты Парма-Менеджмент

операциями на рынке FOREX, что также движет котировки. По оценкам опроса Блумберг, эта ситуация продлится до весны 2010 года, когда ФРС планирует начать цикл повышения ставок. Однако мы считаем, что это может произойти и раньше, так как рецессия по многим опережающим и статистическим показателям заканчивается или уже закончилась.

Последние 3 месяца на мировом валютном рынке мы наблюдаем ситуацию укрепления многих национальных валют, в т.ч. и рубля к доллару. Мы связываем это в первую очередь с операциями сауг-trade. Подобные события можно было наблюдать в Японии несколькими годами ранее. Суть данной операции очень проста. Занимается валюта в стране с низкими процентными ставками (в США процентная ставка сейчас установлена ФРС на уровне 0-0,25%) и размещается в другом государстве с более высокими. Все это сопровождается активным перетоком валюты и

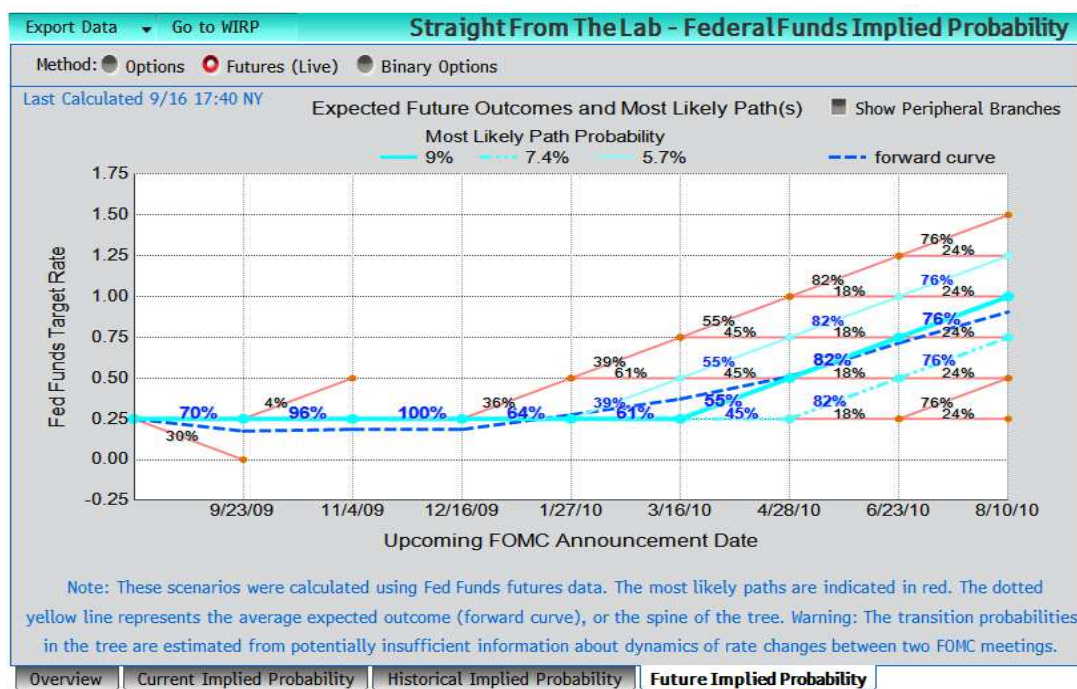


Рисунок 21. Политика нулевых или около-нулевых ставок продлится еще долго

Мы остаемся последовательными в своих прогнозах относительно курса рубль-доллар. В предыдущей стратегии за 2-й квартал мы утверждали, что к концу года курс будет ниже 30 рублей. По итогам торгов 23 сентября он опустился ниже этой отметки. Заветная цифра достигнута!

Многие паникеры ожидали второй волны девальвации, но их ожиданиям не суждено сбыться, так как экономических предпосылок для это совершенно нет. Цены на нефть держатся устойчиво в районе 70 долларов за баррель, что полностью устраивает Россию, так как такие цены обеспечивают необходимым количеством валюты. Другие сырьевые экспортные товары, такие как металлы и химия, также серьезно отскочили от своих минимумов и сейчас находятся в устойчивом восходящем тренде. Все это позволяет надеяться на то, что в ближайшее время наш платежный баланс будет оставаться положительным, а рубль продолжит укрепление в рамках новой политики государства по таргетированию инфляции. На конец года наш прогноз по доллару составляет 28-29 рублей.

Индекс РТС и цены на нефть

В самый разгар кризиса цены не опустились ниже \$40/баррель, и остаются сейчас на уровнях в \$60-70/баррель. Это очень высокие цены, если сравнивать их не с пиковыми \$147 летом 2008, а средними ценами в 2005-2008 годах.



Рисунок 22. Сравнительная динамика индекса РТС и цен на нефть

В настоящее время рынок акций находится на уровне РТС около 1100, тогда как нефть находится на \$70/баррель. В 2005-2007 годах нефть находилась также на уровнях около ~\$70/баррель, а индекс РТС рос и был в 1.5 раза выше (и даже почти 2 раза).

В последние месяцы индекс РТС показывает высокую корреляцию с ценами на нефть, графики движутся практически по одной кривой (но с разным масштабом). Однако, если заменить индекс РТС на венгерский или польский, то мы обнаружим подобную же корреляцию. Поэтому утверждение «куда нефть туда и индекс РТС» не верно, а вернее «и РТС, и нефть в одну сторону». И это согласованное движение происходит под влиянием движения капитала, пытающегося сделать ставку на течение мировой рецессии.

Мы полагаем, что нефть вряд ли сможет опуститься ниже \$50-60/баррель на длительный промежуток времени. Долгосрочно влияют маржинальные издержки тяжелых нефтей, битумных песков и глубоководных месторождений – на менее низких уровнях нефть просто не выгодно производить. Краткосрочно волатильность и провалы возможны. Но поскольку даже в самый жестокий период кризиса нефть не опустилась ниже \$40, то вряд ли опустится сейчас даже до \$50. Очень вероятно, что с возобновлением экономического роста, цены на нефть могут вновь вырасти ближе к отметке \$100/баррель.

Краткосрочная картина рынка акций

Рынок акций в РФ показал классическое движение – дно акций (январь) было примерно на полгода раньше, чем экономическое дно (предположительно – май-июнь). Итак, основной рост акций прошел в то время, когда экономика еще падала или находилась в худшей форме. С начала по конец лета рынок российских акций почти не изменил своих уровней. По индексу РТС это около 1100 пунктов, хотя летом были большие колебания от 800 до 1200. Мы полагаем, что консолидационная фаза рынка должна завершиться и рост акций возобновится до конца года. Предположительное закрытие года – 1300-1500 п. (до +25%... +40% роста)

Долгосрочная динамика рынка акций

Ниже на графике представлена долгосрочная динамика индекса РТС с 1995 года.



Рисунок 23. Долгосрочный график индекс РТС, логарифмическая шкала

Просто восстановление рынка акций до своих максимумов в 2500 пунктов по индексу РТС в течение 2-х лет позволит инвестору заработать около 30% годовых. Однако мы оптимистично смотрим на российский фондовый рынок и полагаем, что в течение 2-3 лет уровень в 2500 пунктов по РТС будет пройден. Это сулит инвесторам, купившим бумаги по, казалось бы, высоким ценам, получить долларовую доходность выше 30-40 % годовых в течение 2-3 лет. Достаточно трудно найти альтернативные инструменты инвестирования, которые в ближайшие несколько лет способны продемонстрировать соизмеримую с фондовым рынком доходность.

Недвижимость

Рынок недвижимости является достаточно сложным для анализа. Если для акций или валюты есть фундаментальные модели, или они поддаются техническому анализу, то для рынка недвижимости таких инструментов почти нет. Часто стоимость недвижимости сравнивают с некоторыми экономическими показателями, например, с располагаемыми доходами населения, зарплатами, нефтью или ВВП.

Мы построили соотношение стоимости недвижимости в США к номинальному ВВП. ФРС рассчитывает стоимость всей жилой американской недвижимости на ежеквартальной основе. Видно, что это соотношение растет, но заметим, это отнюдь не стоимость квадратного метра. Жилой фонд в США после войны увеличивался, и это приводило к росту его совокупной стоимости.

Можно сравнить этот показатель с российским, для этого мы посчитали «капитализацию недвижимости». Росстат дает цифру средней стоимости квадратного метра и объем всего жилого фонда. Конечно, есть вопросы, что такое средняя стоимость Росстата. Например,

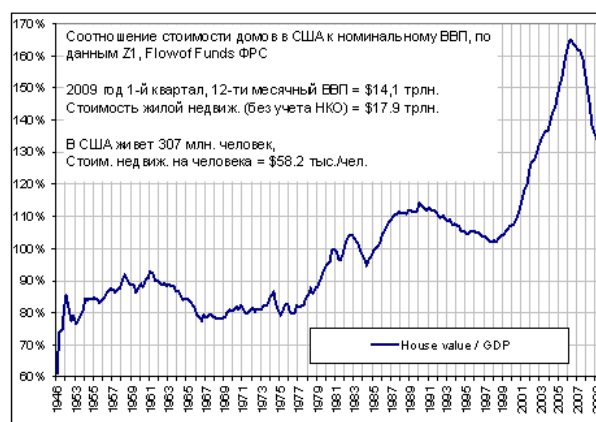


Рисунок 24. Соотношение стоимости жилой недвижимости к ВВП США

$(3+3+3+3+3+33)/6=8$, в этом примере средняя стоимость кв.м. завышена из-за одной дорогой квартиры их шести. Простая средняя стоимость имеет тенденцию к завышению, и как считает показатель Росстат нам не известно. В принципе, Росстат должен применять весовые коэффициенты, чтобы дать адекватную стоимость. Пока будем предполагать, что все цифры правильные.

Получается, что в России на душу населения, в среднем, приходится стоимость недвижимости в размере 1.2 млн. рублей. Немало. Это \$39 тыс. по нынешнему курсу. Для сравнения, в США на одного американца приходится недвижимости на сумму в \$58.2 тыс. Таким образом, россияне владеют примерно схожей по размеру собственностью. Если мы учтем, что из \$17 трлн. стоимости американской недвижимости около \$10 трлн. составляет ипотека, а в России ипотека около 2.5% от ВВП (можно пренебречь), то в среднем россиянин владеет более дорогой долей чистой стоимости недвижимости, чем американец.

Вся недвижимость России стоит 176 трлн. руб. или \$5.6 трлн. Немало, это примерно в 4 раза больше, чем наш ВВП, тогда как американская недвижимость больше ВВП всего на 30%. Из этого вряд ли можно сделать выводы о стоимости, кроме как о том, что нужно увеличивать размер нашей экономики.

Недвижимость в большинстве стран - это самое дорогое, чем владеет человек. Фондовый рынок, депозиты, валюта всегда составляли и будут составлять меньшую долю персонального богатства.

Можно также оценить вклад жилищного строительства в ВВП страны. Для этого были перемножены по годам объемы вводимого жилья и средняя цена на конец периода. Это можно критиковать, поскольку введенная недвижимость обычно в большей мере уже продана, но это не суть. Конечно, если сравнивать стоимость недвижимости с определенным макроэкономическим показателем, возникнут сомнения, почему стоимость квадратного метра должна быть обязательно пропорциональна тому или иному показателю.

Из рациональных подходов на этом рынке можно выделить лишь одно: модель маржинальных издержек, согласно которой недвижимость должна стоить ровно столько, сколько нужно потратить на новое строительство, плюс нормальная прибыль (не завышенная или не заниженная) на инвестированный застройщиком капитал. Логика такова: если недвижимость дорогая и дает большую прибыль девелоперу, то найдется много желающих построить новые



Рисунок 25. Жилой фонд РФ к ВВП страны



Рисунок 26. Доля строительства в ВВП России

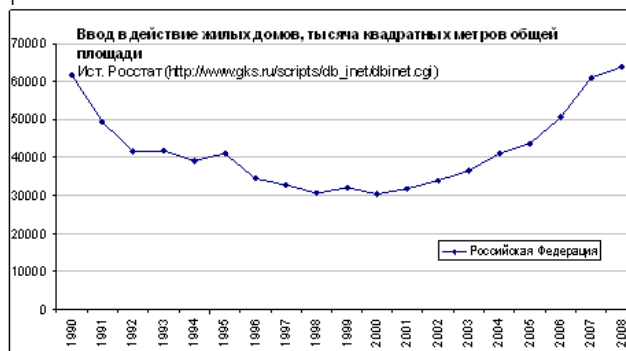


Рисунок 27. Динамика ввода нового жилья в России

дома. Возникнет конкуренция, цены упадут и маржа прибыли стабилизируется. Если недвижимость дешевая и прибыль мала, то желающих строить будет мало, предложение уменьшится и цены повысятся.

Это теоретическая модель. На практике ситуация гораздо сложнее. Новая недвижимость – это лишь капля в море. Так, в России на последнем пике строительного бума вводилось около 2% от существующего жилого фонда. Сейчас весь фонд ~3 млрд. кв. метров (по данным Росстат), а введено в 2008 году около 60 млн. кв. метров. (0,5 кв. метра на человека). Таким образом, каждый год в это море вливается капля размером в 1/50 от всего объема и она, определенно, не вносит большого влияния на спрос и предложение. Цена – это результат спроса и предложения, и как на любом рынке иногда возникают перекосы. Но приток нового жилья не способен радикально изменить ситуацию.

Сейчас застройщики утверждают, что строить стали мало, спрос все равно будет, поэтому цена возрастет. Мы не согласны с этой логикой (хотя она имеет место быть), так как только новое жилье не определяет весь рынок. Также важен оборот вторичного жилья. Конечно, долгосрочно строительство – это единственный источник нового жилья, которое определяет размер всего жилого фонда. В России на человека приходится 22 квадратных метра жилья, а в США – 60 квадратных метров. Теоретически, чтобы догнать по этому показателю США при введении 2% от существующего объема потребуется 100 лет (исходя из, слегка, нереалистичных предположений, что 1% жилфонда - естественное выветривание, число людей в РФ неизменно = $\text{Log}(60/22; 1+2\%-1\%)$). В России должны строить значительно больше, чем было введено в рекордном в 2008 году, чтобы качество жизни повысилось и мы «догнали и перегнали Америку».

С анализом рынка есть еще проблемы. Жилье не является гомогенным, как, скажем, нефть или пшеница. Дом дому рознь, важно, где он стоит, из чего сделан, каковы гедонические характеристики (соседи или вид из окна). Факторы строительства могут сильно различаться из-за стоимости земли, неформальных издержек на чиновников (взятки). Рынок непрозрачен, факторы стоимости посчитать сложно и они будут похожи на среднюю температуру по больнице. Отрасль крайне капиталоемкая и нуждается в долгом финансировании, слишком инерционна и долгосрочна. С момента начала строительства и получения отдачи проходит несколько лет. Это создает большую неопределенность, поскольку разрывает во времени предложенную выше связь цены и прибыли с объемом предложения.

Объемы нового строительства, тем не менее, важны, но это слишком долгосрочный фактор. Однако часто, особенно в России, стоимость вторичной недвижимости формируются исходя из цен на первичном рынке. Поэтому модель маржинальных издержек имеет место быть. По нашим расчетам, текущие цены на пермском рынке недвижимости в 40 тыс. руб. за метр позволяют застройщикам получать нормальную прибыль.

Рядом приведен график, показывающий реальную стоимость недвижимости в США и России. Американская недвижимость приносила долгосрочный доход сопоставимый с инфляцией. Можно ожидать, что вторичная недвижимость будет расти как индекс цен.

В России, мы, однако, видим рост реальных цен, который превосходит по размерам американский. Из этого необязательно должен следовать вывод, что в России был пузырь, но на это похоже. Но все равно остается вопрос, где находится реальная долгосрочная стоимость недвижимости.



Рисунок 28. Реальная стоимость недвижимости в России и США

Есть определенная логика в том, что цены должны расти как инфляция. Она связана с тем, что стройматериалы долгосрочно растут как инфляция. Вложенный застройщиком капитал (машины и оборудование) тоже должен расти как инфляция, а именно от него должна рассчитываться «нормальная прибыль». Вот только стройматериалы не главная составляющая издержек. Остаются

такие факторы, как труд (затраты на который могут расти быстрее инфляции), прогресс и увеличение производительности в отрасли (снижающие цены), стоимость земли, подключения к коммуникациям и административные барьеры.

Мы считаем, что на текущий момент рынок недвижимости достиг или даже преодолел свое дно. Несмотря на это, мы не ждем бурного роста стоимости недвижимости. По нашим прогнозам, покупка недвижимости позволит получить доходность наравне с инфляцией. Заметим, что динамика стоимости недвижимости не в полной мере отражает доходы инвесторов. Коммунальные платежи и налоги существенно сокращают доходность недвижимости, особенно жилой.

Итоги второго квартала

В предыдущей стратегии, которая вышла в июле, мы рекомендовали к покупке некоторые акции второго эшелона, которые на наш взгляд были одними из лучших на рынке по фундаментальным показателям. Чтобы не быть голословными мы приводим результаты за 3 месяца.

Компания	Цена на дату рекомендации	Цена на 23/09/09	Прибыль/убыток
НЗХК (nzhk)	2,5	5.75	130%
Комбинат Южуралникель (unkl)	190	245	29%
Машиностроительный завод (MASZ)	91	187	105%
Синарский трубный завод (SNTZ)	35	70	100%
Корпорация ВСМПО-АВИСМА (VSMO)	78.5	74.5	-5%
Южный Кузбасс (ukuz)	20.1	25	24%
Туймазинский завод автобетоновозов (tuza)	2.25	3.1	38%
Нефтекамский автозавод (nfaz)	9	5	-44%
Челябинский цинковый завод (chzn)	2	2.74	37%
Электроцинк (eltz)	12	20	66%
Ашинский метзавод (AMEZ)	0.22	0.3	36%
Индекс РТС (01/07-23/09)			29%

По 9 из 11 акций мы получили положительную доходность. Самые лучшие на наш взгляд бумаги – «НЗХК» и «Машиностроительный завод» – принесли и максимальную прибыль 130% и 105% соответственно. Индекс РТС за это время вырос на 29%. Худшими оказались «ВСМПО-АВИСМА», упавшая на 5%, и «Нефтекамский автозавод», показавшая -44%. Следует при этом учесть, как мы фиксировали цены. Некоторые из акций, которые мы выбирали, крайне неликвидны. Сделки по ним проводятся несколько раз в год, а спред между покупкой и продажей подчас составляет 50-100%. Если сделок не было давно, мы при покупке фиксировали лучший offer, а при продаже - лучший bid. В реальности доходность, показанная в таблице, будет несколько выше.

Как заработать на возврате к норме

- Занимать преимущественно длинные позиции. Ожидаемая доходность рынка будет измеряться десятками процентов годовых в ближайшие годы. Нам нравятся практически все ликвидные акции, за редким исключением («Сбербанк» дороговат).
Чтобы быть конкретными, предположительное закрытие 2009 года будет в диапазоне 1300-1500 пунктов. Мы ожидаем, что в 2011 году РТС достигнет своего исторического максимума в 2500 пунктов. Конечно, точные цифры в точные сроки угадать не может никто, но мы уверены в направлении движения рынка вверх.
- Продать доллары, рубль будет сильной валютой. В сентябре курс коснулся 30 рублей за доллар, мы ожидаем, что в 2010-2011 году курс рубля к доллару будет находиться преимущественно ниже этой отметки.
- Мы ожидаем, что будет падать инфляция. В этой связи крайне интересны длинные облигации или депозиты с высокой ставкой. Как вариант – можно найти долгосрочный вклад с фиксированной ставкой, не подлежащей пересмотру и возможностью пополнения. В таком

случае можно будет неплохо заработать, если инфляция и ставки снизятся. Длинные облигации могут значительно вырасти в цене.

- Менее ликвидные акции остаются более предпочтительными – они сильнее упали и сильнее вырастут. В качестве иллюстрации мы предлагаем график соотношения «Сургутнефтегаза» привилегированного по сравнению с обыкновенными бумагами. Возврат дисконта к нормальным уровням будет означать, что доходность привилегированных акций будет выше, по сравнению с обыкновенными.



Рисунок 29. Соотношение курсовой стоимости привилегированных и обыкновенных акций «Сургутнефтегаза»

ООО УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «ПАРМА-МЕНЕДЖМЕНТ»

КОНТАКТЫ:

Россия, 614990, г.Пермь, ул. Орджоникидзе, 15
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69
www.p-fondy.ru

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА:

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР	Матвеев Эдуард Вениаминович
тел. (342) 210-59-91, edward@pfc.ru	

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ	Рахимов Денис Владимирович
тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru	

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА	Тимофеев Дмитрий Вячеславович
тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru	

Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

Важная информация

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в российские ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.