

«До кризиса не дозрели»

беседовал Матвей Гласный

ЛИД

Турбулентность на финансовых рынках изрядно потрепала нервы инвесторам в осенне-зимний период. Мировая рецессия, серьезно затронувшая и российский рынок, для многих стала настоящим шоком. Однако со стратегической точки эта ситуация в глазах ученых явилась закономерным следствием экономических циклов. Профессор, директор Института ТОЧНОЕ НАИМЕНОВАНИЕ, председатель совета директоров инвесткомпания «Еврофинансы» Яков Миркин фокусирует внимание именно на стратегическом анализе и согласно его расчетам, пресловутый «финансовый кризис» не грозит России в ближайшие несколько лет.

КОНЕЦ ЛИДА

**Яков Моисеевич, можно ли утверждать, что падение российского рынка было вызвано перегретостью из-за значимой доли иностранных вложений, и соответственно, после начала домашних проблем, иностранцы инициировали серьезную понижающую корректировку?**

С точки зрения объемов иностранных портфельных инвестиций, внешних корпоративных и банковских заимствований, Россия не успела дойти до состояния перегретости. Мы находимся, может, на трети пути и с 2000 года очень уверенно шли этой дорогой, вплоть до последних проблем на Западе. Сейчас движение к перегретости внутреннего рынка за счет внешних источников на некоторое время прервано – у «поставщиков» средств возникли свои проблемы. У нас же есть возможность заместить инвалютные ресурсы рублевой ликвидностью, созданной за счет кредитной эмиссии со стороны Центробанка. Если эта возможность сейчас не будет использована, и затем с развитых рынков возобновятся инвестиции на развивающиеся рынки, то Россия продолжит дорогу к перегреву. Он будет достигнут за несколько лет.

Проблема российского рынка не столько в высокой капитализации, о которой любят поговорить относительно перегретости рынка акций, сколько укрепление курса рубля на фоне высокой внутренней рублевой доходности. В Россию после валютной либерализации в 2004 году хлынули рубли как средства иностранных инвесторов, плюс в страну поступали рубли банкам и корпорациям за счет их внешних заимствований, и третье – постоянно нарастали срочные сделки банков по валюте, которая переводилась в рубли и затем игроки вкладывали их на внутреннем рынке.

**Если российский рынок не был перегрет, как же тогда трактовать высокие темпы роста цен на фондовом и долговом рынках за последние годы, и показатель биржевой капитализации в России?**

Важно понимать, что степень оцененности нашего рынка и его потенциала роста является многофакторной проблемой. Когда говорят, что соотношение капитализации российского фондового рынка к ВВП достигает девяносто, сто, сто двадцать процентов, то оперируют не очень корректным показателем. До сих пор количество ликвидных акций, которые обращаются на рынке и составляют реальную, биржевую капитализацию, невелико. До сих пор более 90 процентов биржевых оборотов формируется за счет акций восьми-деяти эмитентов. Кроме того, более точным является показатель капитализации с учетом акций в свободном обращении - фрифлоут. Большинство котируемых эмитентов сегодня находятся во владении контролирующих собственников, и соответственно, доля фрифлоут на российском рынке маленькая, это небольшие доли акционерного капитала. Так что с

учетом этих факторов можно говорить о несколько искусственном характере оценок капитализации. Важно рассматривать показатель капитализации именно с этой оговоркой. Для формирующихся рынков (emerging markets), таких как Россия, традиционным является уровень капитализации к ВВП в районе порядка 60-80 процентов. Значения выше характерны для развитых рынков, а на развивающихся рынках оно служит признаком расширения зоны риска. Важно, что на это обращают внимание крупные, глобальные портфельные инвесторы - они могут начать рассуждать в терминах пузыря на рынке акций, уменьшать вложения и провоцировать тем самым понижение цен. С другой стороны, важный параметр для глобальных инвесторов – соотношение биржевой капитализации эмитентов к их прибыли (P/E). Если его значение в диапазоне 12-15%, как было на российском рынке в последнее время, то по сравнению с другими рынками Россия может считаться в глазах глобальных инвесторов потенциально недооцененным рынком, демонстрирующим возможности роста за счет ожидания повышения корпоративных прибылей.

### **Насколько существенен навес высокой прибыли сырьевого сектора в общем показателе P/E российского рынка, не искажает ли он общую картину?**

Доля прибыли этих секторов высока, но с другой стороны, в сырьевом секторе она действительно зарабатывается, во-вторых, все постепенно перестают размышлять о перегрестости цен на сырье, катастрофические взгляды исчезают. Участники рынка начали привыкать к новым ценовым уровням и поэтому нельзя говорить, что прибыль сырьевого сектора создает обманчивую, краткосрочную картину российского рынка по показателю биржевой капитализации эмитентов к их прибыли.

По нашим наблюдениям в «Еврофинансах», российская экономика в целом выглядит более прибыльной, более эффективной по сравнению с другими. Она может рассматриваться как интересный объект для внутренних, так и внешних инвестиций. Особенно сегодня, при высокой волатильности рынка и после череды падения биржевых цен, российская экономика и ее отдельные секторы вообще могут оказаться недооцененными.

### **Эта недооцененность может выстрелить в виде ралли на российском рынке, мотором которого станут новые иностранные инвестиции?**

Может, если взгляд глобальных инвесторов на высокую капитализированность, в районе 100-120 процентов к ВВП, будут сочетаться с оценкой P/E на уровне 12-15%. Вообще, вся история формирующихся рынков демонстрирует скачки цен, мыльные пузыри и так далее, возникающие из-за большой роли внешних воздействий. Базовым фактором выступает цикличность мировой экономики и крупнейших мировых фондовых рынков. У российского рынка высокая корреляция с внешними рынками, понятен механизм этой корреляции, и цикличность для нас задана.

Например, недавние проблемы мирового, и затем российского фондового рынка, были очевидны где-то еще года полтора-два назад. Точка «конец 2007-начало 2008 годов» давно виделась переходной к стадии более высокой волатильности рынков. На российском рынке по-прежнему высока доля глобальных инвесторов, кроме того, внутренние инвесторы тоже настроены реагировать на поведение внешних рынков и вести себя в стае. Второй фактор – даже в рамках общих циклов существуют и могут существовать разнонаправленные движения групп рынков и отдельных рынков. Это вызвано возможностью глобальных инвесторов фокусировать направления инвестиционных потоков, балансировать между развитыми и развивающимися рынками. Поэтому в группе специфических рынков – например, БРИК (Бразилия, Россия, Индия, Китай) – могут возникать ценовые тренды, расходящиеся с общемировым. Возникновение особого поведения развивающихся рынков служит индикатором того, что они стали для глобальных инвесторов отдельным объектом инвестиций.

Российский рынок является хорошим примером. С 2000 года на фоне всеобщего понижения цен, у нас они наоборот росли. Важным элементом является парность многих рынков, например России и Бразилии. Еще с 90-х годов многие крупные игроки рассматривали Россию и Бразилию как страны-аналоги. Отсюда, кстати, и общая корреляция российского рынка с рынками латиноамериканских стран.

### **Как, на ваш взгляд, поведут себя глобальные инвесторы?**

Сейчас интересный момент – в период высокой волатильности можно наблюдать необычные решения. Грубо говоря, например, выход глобальных игроков из позиций по группе постиндустриальных стран, и увеличение инвестиций в зоны более высокой доходности на формирующихся рынках. Или, например, просто увеличение инвестиций в отдельные развивающиеся рынки. В результате такие действия могут приводить к локальным ралли, росту капитализации и так далее.

Это возможности особого поведения рынков на фоне глобальных односторонних тенденций. Например, в период 1997-2000 годов финансовые рынки испытывали резкое снижение цен. В 1997-1998 годах произошел сначала азиатский кризис, затем плохо себя стали чувствовать Россия, Бразилия, Латинская Америка. Однако совершенно чудесно вдруг стали вести рынки развитых стран. Это было время бума дот-комов. Поэтому вполне вероятно, что сегодня на фоне волатильности рынков западных стран, с всеобщей рецессией, российский рынок вполне может быть выбран в качестве спасительной гавани.

### **Как повлияет ситуация с серьезными валютными колебаниями на выбор инвесторами России?**

Работает классический сценарий – укрепляется курс национальной валюты, на рынок втягиваются спекулятивные инвесторы, они могут получать сверхдоходность. Это ситуация 1997-1998 годов, когда на российский рынок с фиксированным рублем пришли спекулятивные инвестиции, и это стало серьезным стимулом для разогрева российского рынка акций и формирования «мыльного пузыря» - не говоря уж про влияние ГКО...

### **Будет ли кризис?**

Важно, что мы стоим на распутье. Ключевой мотиватор - Центробанк. Если он будет вести себя также как ЦБ западных стран, заливая рынок ликвидностью, то, наверное, все будет в порядке.

В целом есть три сценария. Первый – синхронное плавание российского рынка ценных бумаг при том, что на фоне нарастания сложностей на западных рынках и при росте вывода западными инвесторами средств с российского рынка, эти изъятия будут замещаться ликвидностью со стороны Центрального Банка. В таком случае не произойдет ничего неприятного, рынок акций по-прежнему сохранит волатильность, но без катастрофических колебаний. Хочу отдельно подчеркнуть - ликвидность от ЦБ направлена не внутреннюю экономику, она замещает внешние долги, на сегодняшний день в основной своей массе корпоративные. Сейчас доля иностранцев на российском рынке, в российских инвалютных ценных бумагах, зарубежных заимствованиях соотносится с объемом замещения Центробанком ликвидности при вероятном выводе иностранцами этой доли, с учетом поддержания курса рубля.

Второй сценарий пессимистический. Если вдруг в ЦБ победит точка зрения удержания инфляции и ограничения предоставления ликвидности коммерческим банкам, и такая примитивно-монетаристская точка зрения возобладает при действиях денежных властей на фоне нестабильности мировых рынков, то в стране возникнут серьезные неприятности в случае вывода иностранной доли средств. Недостаток ликвидности, проблемы у банков, рыночные шоки, давление на рубль со всеми вытекающими последствиями, и так далее.

Третий сценарий находится в рамках краткосрочного бума спекулятивной природы. В рамках него, используя послевыборную ситуацию, под лозунгом стабильности, порядка, высокоэффективной и прибыльной экономики, Россия будет выбрана глобальным игроками объектом для массированного потока портфельных инвестиций. Это, собственно говоря, частично происходило в течение последних нескольких лет. Тогда мы увидим, что на фоне высокой волатильности мировых рынков, биржи в России будут вести себя вызывающе хорошо. Будет расти капитализация, мы будем слышать рапорты о победах, о высокой оцененности российского бизнеса, и так далее. Эта ситуация с краткосрочной стороны хороша, с другой стороны, она грозит через три-четыре года мыльным пузырем.

### **В рамках каких горизонтов вероятно осуществление этих сценариев?**

Замеры финансовой системы, произведенные в «Еврофинансах», показывают, что Россия не созрела до полномасштабного финансового кризиса - с точки зрения насыщенности экономики деньгами и финансовыми инструментами, их оцененности, и так далее. В середине 90-х годов монетизация российской экономики по методологии МВФ составляла 15-16%. Это было, в частности одной из важных причин кризиса 98 года – крайний дефицит денежных ресурсов. В течение последних семи лет монетизация постепенно повысилась до 40% к ВВП. Кстати, у Китая она выше 100% к ВВП...

Как развивающийся рынок, Россия только выбирается из состояния, где всего очень мало. До раздувания пузырей – кредитных ли, на рынке акций, или через срочные рынки, или в валютной сфере, - наши рынки еще не созрели. Они должны стать более насыщенными – деньгами, инструментами, финансовыми институтами, кредитными объемами и так далее.

### **Насколько у наших финансовых властей сегодня широки возможности по предотвращению кризисных явлений?**

Возможности великолепны – но при правильной политике. Настоящие неприятности обычно происходят, когда иностранные инвесторы начинают выводить капиталы, меняя рубли на инвалюту и оказывая тем самым понижающее давление на рубль, затем следуют всплески инфляции, и так далее. Особенность российского финансового оборота состоит в том, что рублевая масса внутри страны пока сформирована адекватно.

Иностранцы еще недостаточно зашли на рынок – в относительном выражении они доминируют на отечественных биржах, но в абсолютном выражении объемы их портфельных инвестиций пока малы для запуска кризиса в случае бегства. Даже после валютной либерализации наш рынок еще не созрел до возможностей сокрушительного негативного сценария при выводе капиталов из страны. Нынешние объемы вероятного вывода денег с нашего рынка вполне покрываются золотовалютными резервами и никаких проблем пока возникнуть не может.

Ну и с точки зрения внешних заимствований, будь то корпоративные либо банковские займы, большая их часть является надежной – дюрация бумаг среднесрочная и долгосрочная. Единственным пробелом до сих пор является не налаженный Центробанком механизм регулярного, рутинного рефинансирования банков.

### **На какой из трех сценариев следует сегодня ориентироваться риск-менеджерам, казначействам компаний, взаимодействующим с конъюнктурой фондового и долгового рынков?**

Повторюсь - проблема в том, что сценарии не сформировались, мы как раз находимся в точке неопределенности. Наиболее вероятен сценарий «синхронного плавания», о котором я уже говорил выше и подразумевающего, что ЦБ будет снабжать банки ликвидностью на фоне высокой волатильности как внешнего, так и внутреннего рынков. Тогда мы сможем наблюдать сокращение волатильности на рынке акций и умеренный рост цен. Если на внешнем рынке одновременно будут продолжаться кризисные явления, то местные участники рынка несколько переориентируются на фондирование на

внутреннем рынке, внешние заимствования будет более выгодно замещать внутренними. Так что получается, при первом сценарии нужно будет больше сфокусироваться на внутренних, рублевых ресурсах и, соответственно, на внутристрановых рисках. Второй по вероятности сценарий, что российский рынок будет выбран в качестве «восходящей звезды». Начнется бурное ценовое ралли, в Россию хлынет поток портфельных инвестиций. Для риск-менеджеров, казначейств реального сектора экономики это легкий краткосрочный сценарий. Это ситуация прекращения дефицита ликвидности на два-три года.

Третий сценарий, когда закручиваются гайки - у банков значительно повышаются нормы отчислений средств обязательного резервирования, увеличивается ставка рефинансирования, оно осуществляется с напряжением, якобы подавляется инфляция. Но при этом внешние средства выводятся с местного рынка и одновременно нет возможности рефинансироваться зарубежом – там могут длиться кризисные события, и также существовать дефицит ликвидности. Начинают всплывать проблемные активы – как ценные бумаги, так и, например, недвижимость – неизвестно, как поведет в этой ситуации рынок недвижимости, и так далее. Это сценарий нарастающего системного риска, пошагового роста финансовых неприятностей. Я считаю, что этот вариант наименее вероятен, потому что трудно предположить такое неблагоприятие со стороны регуляторов финансового рынка. Хотя последние действия ЦБ – повышение обязательного резервирования и ставки рефинансирования, заставляют тревожиться. Эти шаги могут вести к схлопыванию ликвидности.

### **В этой ситуации неопределенности стоит ли риск-менеджерам, казначействам активнее работать с инструментами срочного рынка?**

Стоит, но боюсь что в моменты кризисных событий российский срочный рынок не удержит объемы обязательств контрагентов и произойдут истории дефолтов по срочным контрактам – как в 1998 году. На самом деле на российском срочном рынке надо пробовать работать, учиться правильно выбирать моменты входа на него, учиться хеджировать, спекулировать. Особняком стоит внебиржевой валютный срочный рынок. Риск-менеджерам надо беспокоиться о заимствованиях, которые делают российские банки в рамках срочных сделок, получают деньги у иностранных партнеров и перевкладывают эти средства во внутренние рублевые активы более высокой доходности. Здесь находится еще одна точка классического механизма запуска финансового кризиса.

Мы в «Еврофинанс» оценивали обороты по таким валютным срочным сделкам. Пока они не достигают величин 1998 года – я имею в виду относительный объем к ВВП и так далее, и это еще один индикатор того, что до кризиса надо дорасти. Есть еще три-четыре года. Если будет поддерживаться поток портфельных инвестиций в Россию, то и объем российско-зарубежных сделок на валютном рынке будет успешно нарастать. Поэтому с точки зрения волатильности, кризиса и так далее, при управлении рисками, связанными с внутренним финансовым рынком, рекомендую казначействам внимательнее следить за объемом срочных сделок банков в валютной секторе.