

Истина и красота

(... и российские финансы)

У Господа Бога отличное чувство юмора!

Развенчание мифов	2		
Мировая экономика – В ожидании звука падения второй туфли	8	Иран – неудобная правда?	16
Мировая ребалансировка	9	Экспорт демократии?	17
Могущественный доллар: Какая боль, или игра близится к завершению?	10	Иллюзия демократии	18
О пристрастии к золоту и другим видам сырья	13	Вечная Россия	20
Об осмысленных сигналах и бессмысленном информационном шуме: Предостережение	14	Могущественный рубль – Приступ «голландской болезни»	20
Рейтинговые агентства: Стандартный, бедный, унылый... и глубоко коррумпированный	15	Российские рынки капитала – Одурачь меня раз/Одурачь меня снова	21
		ВТО – Снова мёртв!	22
		Российские рынки и переполох	23
		Казахские безумства	25
		Глазами Запада: Россия в мировых СМИ	26

Развенчание мифов

Некоторые наши коллеги в последнее время занялись развенчанием широко распространенных мифов – между прочим, любимое времяпрепровождение и Вашего покорного слуги. Более того, намного проще и быстрее просто пробежаться по наиболее важным пунктам, затронутым в чужих работах, чем пытаться изложить мысль в виде логически последовательного и увлекательного рассказа... ведь, в конце концов, сейчас лето!

-«Гипотеза декорреляции несостоятельна»

- Несмотря на то, что механизм «декорреляции» работает не совсем так, как того ожидали многие наблюдатели, включая Вашего покорного слугу (т.е. не защищает развивающиеся финансовые рынки от шквала мировой волатильности), честно говоря, никто не ожидал, что крупнейшая экономика мира подойдет так близко к краю пропасти, способствуя возникновению беспрецедентных экономических сбоев. Тем не менее, нынешний кризис скорее **подтверждает** правильность гипотезы декорреляции, нежели свидетельствует о её несостоятельности. По мере того, как экономики стран большой «семёрки» всё глубже погружаются в рецессию, спред между темпами экономического роста крупнейших развивающихся стран и промышленно развитого мира расширяется, а вовсе не сужается. В частности, мощь Китая с каждым днём всё нарастает...

-По масштабу экономика Соединённых Штатов в два раза превосходит экономики четырёх стран лагеря БРИК вместе взятых (и/или по значимости тоже)

- Если оценивать совокупный ВВП этих стран на основе объёма, т.е. покупательной способности национальных валют (PPP – Purchasing Power Parity), то он не будет существенно уступать ВВП Соединённых Штатов; более того, по мере снижения темпов экономического роста в странах большой «семёрки», доля стран БРИК в масштабах мирового экономического **роста** всё больше увеличивается по сравнению с долей развитых экономик. На долю «развивающихся» экономик, всех вместе взятых, сейчас приходится более 50% мирового ВВП.

-Нарастающий дефицит американского бюджета – это вина Обамы / следствие расточительных социальных программ / вскоре будет взят под контроль

- Что за чушь! По оценкам, одна война в Ираке обошлась американскому бюджету примерно в 3 триллиона долларов (включая процентные платежи по скопленным долгам, бессрочные социальные выплаты инвалидам и семьям погибших и пр.). Добавьте еще несколько триллионов за войну в Афганистане, системы ПРО, самолёты-истребители – и очень скоро недавние программы по спасению американской экономики, цель которых заключается в выравнивании чудовищных социальных дисбалансов, возникших в результате глубокой рецессии, покажутся вам всего лишь маленькой погрешностью. А что касается бюджетного дефицита...

-Бюджетный дефицит удастся благополучно компенсировать за счёт увеличения объемов внутренних сбережений граждан США

- Увеличившиеся объемы внутренних сбережений американских потребителей являются просто-напросто зеркальным отражением увеличившихся объемов государственных расходов. Внутренние сбережения граждан не смогут восстановить равновесие, даже если не принимать в расчёт колоссальное увеличение расходов, которое потребуются для восстановления рухнувшей системы социального страхования.

-Экономический рост будет способствовать восстановлению равновесия американского бюджета

- По крайней мере на протяжении последних двух десятилетий основным катализатором экономического роста был механизм кредитования; по мере того как кредитные деньги выводятся из системы, государство в качестве замены начало использовать механизм дефицитного финансирования чудовищных размеров. И если поначалу этот механизм может способствовать временному решению проблемы, то он, безусловно, никоим образом не помогает восстанавливать бюджетное равновесие. Для этого, вероятнее всего, потребуется лет этак десять аскетизма и умеренности. Здравый смысл подсказывает, что профинансированный за счёт заёмных средств экономический рост не может привести к генерации полноценных, приносящих налоги прибылей, которые, в свою очередь, смогут сбалансировать механизм дефицитного финансирования, способствующего этому самому экономическому росту!

-Сырьевой супер-цикл закончился

- Он даже ещё не приблизился к концу. Если глобализация к чему-то и привела, так это к подключению миллиардов новых потребителей к мировой экономике. И эти новые потребители мечтают об автомобилях, кондиционерах и стиральных машинах, а вовсе не о сетевых протоколах IP и прочих виртуальных ценностях. Так что рано или поздно циклический рост объемов промышленного производства возобновится, неизбежно приводя к увеличению спроса на сырьё. А что касается нефти, то тут всё ещё проще: беда заключается в том, что её больше не производят, а совсем даже наоборот. И, несмотря на все предостережения, мы не видим никаких признаков того, что нефть выходит из моды.

-У доллара нет замены

- Возможно, что действительно нет – **пока**, – но, как день следует за ночью, так и частичная альтернатива (или несколько альтернатив) не преминет вскоре появиться. Сейчас мяч находится на китайской стороне, и – как ни поразительно – китайцы в решении этого вопроса проявляют нехарактерные для них решимость и напор. И поскольку Китай является держателем крупнейших в мире золотовалютных резервов, к его мнению прислушиваются очень внимательно. В любой поворотный момент истории обязательно найдутся учёные мужи, которые будут уверять нас в том, что никогда ничего не изменится, а между тем под их ногами движется сама земля.

-Нефти конец: нефтяные цены никогда не обновят недавние максимумы

- Ещё один образчик идиотизма, недавно подробно изложенный на первых страницах журнала Newsweek. На самом деле в условиях энергоёмкого экономического роста развивающихся стран, резкого сокращения геологоразведочных бюджетов и количества скважин, а также на фоне чрезвычайно волатильного доллара выход нефтяных цен из-под контроля – это всего лишь вопрос времени. По нашим предположениям, следующее ралли нефтяных цен мы увидим в конце 2010 г., хотя опять-таки хотим подчеркнуть, что это ни что иное, как всего лишь предположение.

-Китайцы не могут/не умеют/не будут потреблять

- Любой человек, кто недавно побывал в Гонконге или Макао (или, например, в Банкоке или Джакарте), скажет вам прямо противоположное. В последнее время уровень потребления в материковых районах Китая рос со скоростью примерно 10% в год,

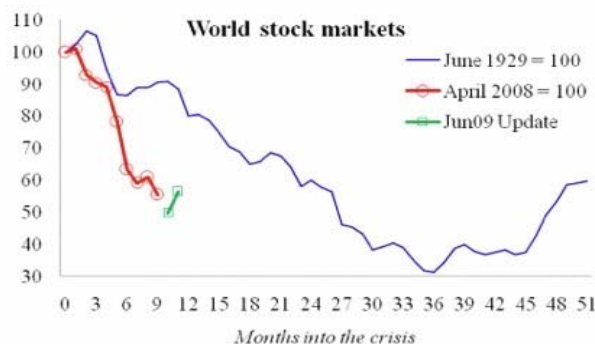
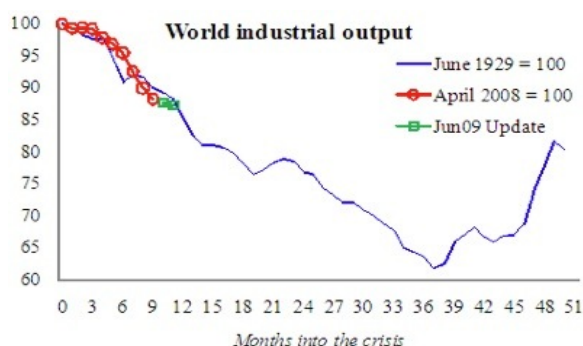
однако ещё более стремительное увеличение китайского экспорта несколько смазало отражение этого показателя в отчётах по ВВП. Простой здравый смысл подсказывает, что для правительства нет ничего легче, чем убедить неизбалованных материальными благами внутренних потребителей покупать больше товаров – конечно, при условии, что и сами эти товары, и кредитные средства для их приобретения становятся более доступными.

-Весь мир только и делает, что мечтает о внедрении либеральной демократии европейского/американского типа

- *Предполагаемый крах мирового капитализма, укрепление воинствующего ислама, а также успехи стран, руководствующихся более националистической моделью развития (Китай, Россия) подводят к мысли о том, что Западу давно следует прекратить тешить себя лестными размышлениями о том, якобы его модель является для всех объектом вождения. Закон многополярности распространяется и на политические системы... так что это тоже высококонкурентный рынок.*

-Корреляция не обязательно подразумевает причинно-следственное отношение

- *Мы видели множество графиков и диаграмм, цель которых заключалась в том, чтобы уверить нас в наличии глубинного сходства между нынешним кризисом и Великой депрессии. Честно говоря, нам эта аналогия не кажется очевидной. В какой-то момент графики, демонстрирующие динамику рынка в ходе двух любых, произвольно взятых экономических кризисов, будут весьма похожи друг на друга, однако, как ни противно в этом признаваться, нынешний мировой контекст бесконечно далёк от того, который наблюдался 80 лет назад. Что бы ни происходило, повторение событий 1929 года так же маловероятно, как повторение великой испанской инфляции 17 века!*



«Сказка, рассказанная идиотом, полная шума и ярости, не значащая ничего...» (Уильям Шекспир, «Макбет»)

-Теория Мальтуса была убедительно опровергнута

- *Как и Ваш покорный слуга, Томас Мальтус на самом деле всё понял правильно; единственное, в чём он ошибся, так это в прогнозировании сроков – этак на пару сотен лет. Как крах долговой пирамиды США удалось неоднократно отложить с помощью надувания локальных пузырей, так и кризис, связанный с неконтролируемым ростом народонаселения, удавалось перенести на более дальний срок благодаря процессу индустриализации и достижениям современного сельского хозяйства. Это свидетельствует только о том, что неизбежный крах рано или поздно окажется поистине грандиозным, поскольку способность планеты выдерживать увеличение в геометрической прогрессии численности одного-единственного биологического вида истощается всё быстрее.
Имеющий глаза да увидит: недавно эксперты Мирового банка сообщили, что на данный*

момент более одного миллиарда жителей планеты страдают от плохого питания и что изменения климата и экономические сбои приведут к стремительному увеличению числа этих несчастных. При этом относительная свобода передвижения по миру означает, что более старые и более стабильные общества не смогут избежать последствий этого демографического тренда. Рано или поздно подмоченная репутация Мальтуса будет восстановлена – о нём ещё не раз вспомнят наши мутирующие потомки.

Россия/СНГ

-Из резервов российского Центробанка «утекло» в никуда примерно \$200 млрд: они были бездарно потрачены в ходе последовательной девальвации рубля

- *Ещё одна широко распространённая глупость: на самом деле, была потеряна примерно одна десятая часть этой суммы; остальное было «прокачено» из резервов Центробанка в российский корпоративный сектор через зарубежные кредитные организации, у которых российские компании брали в долг. Рубль опять в отличном состоянии, и Центральному банку приходится продавать рубли, чтобы замедлить повышение курса национальной валюты. Если цены на нефть удержатся в рамках нашего прогнозного коридора (\$65-90), то, к сожалению, рубль очень быстро вернётся на свой докризисный уровень, особенно учитывая то, что ЦБР сейчас начал сосредоточивать свои силы на таргетировании инфляции.*

-Главная «Ахиллесова пята» России – это цена на нефть

- *На самом деле Россия куда более болезненно отреагировала на финансовые беспорядки в мире, чем на снижение цены на нефть, причём урон, который нанёс России внезапный отток кредитных средств, превзошёл все разумные ожидания. И тут вина лежит на совести Минфина: Кудрин оставил заложников на милость судьбы, позволив национальной экономике попасть в опасную зависимость от иностранного капитала, одновременно частично утратив национальную суверенность. Мы продолжаем верить, что самых хороших результатов Россия добивается тогда, когда рассчитывает исключительно на свои внутренние силы и ресурсы, – трудно сказать с уверенностью, что финансовая глобализация принесла значительную и сколько-нибудь продолжительную пользу.*

-Индекс РТС торгуется как нефтяной дериватив

- *Обман зрения: на самом деле сейчас и нефть, и российские акции торгуются как банальные деривативы к мировому уровню терпимости риска. Плюс заключается в том, что, поскольку большая часть непредвиденных прибылей задерживается в руках государства, удастся избежать прямого и сильного воздействия на котировки акций – повышается внутренняя ликвидность. Однако минус заключается в том, что рынок очень чувствительно реагирует на изменения нефтяных цен, причем особенно чувствительно на изменения в сторону понижения: если цены на нефть упадут, предположим, до \$25 за баррель и останутся на этом уровне на протяжении последующих 18 месяцев, то рынок заложит в котировки поистине апокалиптический сценарий. Вместе с тем, однако, такой уровень нефтяных цен возможен только в случае настолько сильной депрессии, в условиях которой наш любезный читатель будет обеспокоен решением куда более насущных проблем, чем наблюдением за динамикой индекса РТС.*

-Российское правительство наводняет экономику неразумно распределенными средствами за счет дефицитного финансирования

- *Ах если бы это было так! На самом деле главной задачей федеральных властей в последнее время было оказание поддержки социальному сектору, а вовсе не корпоративному. Последний продолжает сидеть на сухом и скудном пайке. Увеличение объемов федерального финансирования было в значительной мере нивелировано уменьшением расходов региональных бюджетов. Что же касается «неконтролируемого бюджетного дефицита России», то при цене на нефть на уровне \$70 за баррель это утверждение, похоже, пополнит список таких ночных «страшилок», как «оскудение золотовалютных резервов» и «неконтролируемая девальвация рубля», которые исчезают при белом свете дня.*

-Казахстан на несколько шагов обгоняет своих соседей в стремлении стать оплотом прозрачных западных норм ведения бизнеса

- *Ваш покорный слуга никогда не уставал поражаться тому, насколько легко и быстро западные комментаторы поддаются оболваниванию, особенно если в основу внедряемых предрассудков заложена хоть какая-нибудь псевдонаучная аргументация. Казахстан был и, скорее всего, останется квазифеодальным государством, находящимся на кормлении (а не управляемым) несколькими семейными кланами, которые с готовностью говорят американцам, русским и китайцам в точности то, что те хотят слышать. Фасад прозападного либерального капитализма поддерживался ровно столько, сколько западные финансовые организации с легкой руки Чейни и его приспешников радостно давали деньги. Недавно им на смену тихо и мирно пришли китайцы, которым ровным счётом наплевать, какой именно идеологии придерживается Назарбаев, – главное, чтобы он поставлял сырьё. Большинству западных инвесторов не стоит рассчитывать на возвращение вложенных средств, хотя Ваш покорный слуга продолжает надеяться, что некоторые местные эмитенты будут продолжать выполнять обязательства по долгам, например ККБ, Халык Банк и Банк развития Казахстана.*

-Народные восстания, кульминацией которых стала Революция роз/Оранжевая революция, всё же принесли определённую пользу людям

- *Эти революции, главной движущей силой которых были иностранцы, озабоченные исключительно повышением своих геополитических очков, а вовсе не благополучием местного населения, привели к власти вялых, старомодных клептократов, поддерживающих истеричные идеологические режимы, коррумпированные, с диктаторскими наклонностями, а главное – с гадкой привычкой бессмысленно издеваться над своим огромным, богатым соседом, который к тому же является их основным торговым партнёром. Репрессии в Грузии напоминают ситуацию не в России, а в Иране, а нищета и упадок маленьких городков Украины не может сравниться даже с самыми мрачными годами СССР (причём в отличие от последнего система социальной защиты тут отсутствует). Режим Буша – это уже история, но те, кто был достаточно глуп, чтобы поверить его обещаниям, продолжают расплачиваться за свою роковую ошибку.*

-Весь банковский сектор России обречён

- *Хотя количество просроченных кредитов продолжает увеличиваться (и благодаря «вечно зелёным» сомнительным займам их истинное количество остаётся неизвестным), объем банковских резервов под возможные потери (почти в два раза превышающие число обнародованных просроченных кредитов) растёт не менее быстрыми темпами, чем «плохие» займы. Безусловно, из-за постоянной необходимости*

накапливать резервы под возможные потери под давлением на протяжении следующих нескольких лет будут оставаться и прибыли банков, и свежие кредитные потоки, и вряд ли можно заявлять, что трудные времена для банковского сектора скоро закончатся. Однако риск краха системы равен нулю. Учитывая относительно небольшой масштаб всего сектора, нет причин сомневаться в том, что ЦБР сможет, если потребуются, оказать поддержку. Рано или поздно большая часть мелких игроков либо будет поглощена крупными банками, либо уйдёт со сцены, однако как бы то ни было правительство дало ясно понять, что оно готово предоставить субординированные кредиты в виде ОФЗ любому из 60 ведущих банков страны, если он не сможет привести свои показатели в соответствие с нормами достаточности капитала. Так что рассуждения о риске дефолта эмитентов банковского сектора – это в общем-то теоретические экзерсисы.

-России угрожают социальные беспорядки/политическая нестабильность

- *По крайней мере, у одной из европейских стран (Франции, Греции или Великобритании) намного больше шансов соскользнуть в состояние жестокой революции, чем России стать свидетельницей какого-либо намёка на социальные беспокойства. Революция 1917 года и её продолжительные последствия избавили россиян от всякого желания идти на баррикады и наделили их глубоким скепсисом относительно эффективности любых коллективных действий. Кроме того, – как бы это ни раздражало учёных мужей Запада – российские граждане в большинстве своём сейчас намного более довольны своим нынешним правительством, чем жители многих других стран.*

Мировая экономика – В ожидании звука падения второй туфли

На протяжении большей части последнего десятилетия любимой мантрой Вашего покорного слуги был ироничный трюизм:

- То, что лишено опоры, рано или поздно обрушится.

В настоящее время Ваш покорный слуга страдает от приступов когнитивного диссонанса. Мы одновременно испытываем тревогу по поводу двух взаимоисключающих факторов: с одной стороны, мы боимся, что кризис войдет в очередную острую фазу, поскольку меры, предпринятые для реанимации мировой экономики, представляются катастрофически недостаточными. С другой стороны, нас ещё больше тревожит то, что использованные денежно-фискальные стимулы окажутся слишком успешными – такая удобная кратковременная маскировка более глубоких изъянов, которые остро нуждаются в фундаментальном лечении. После нескольких недель метаний между этими двумя крайностями мы всё больше склоняемся к мнению, согласно которому траектория экономического восстановления, по крайней мере, в Соединённых Штатах, повторит очертания средней буквы имени человека (в английском написании), который несёт главную ответственность за весь нынешний бардак, – Джорджа В. Буша (George W. Bush)!

Нынешний финансовый крах только подтверждает наш глубочайший скепсис относительно окончательной победы крайних форм неолиберального капитализма: судя по всему, незримая рука привела своих последователей на край пропасти. Однако, как известно, не было бы счастья, да несчастье помогло: для того, чтобы в полной мере уяснить уроки нынешнего кризиса, потребуется высокая степень интеллектуальной гибкости, а это, в свою очередь, может стать первым шагом на пути к созданию более устойчивой экономической модели, причем в согласии с заранее разработанным планом, а не по вдохновению. Увы, но пока процесс выработки интеллектуальной гибкости оставляет желать лучшего: большинство игроков продолжает

склоняться либо к замысловатому суррогату теории «свободных рынков», либо к извращённо истолкованным идеям кейнсианства. И если экстренные меры, направленные на остановку кровотечения и предотвращение смертельного исхода, оказались хорошо скоординированными и весьма успешными, то корень всех проблем был радостно проигнорирован.

Не будем ёрничать: Вашему покорному слуге вовсе не нравится роль Кассандры, угрюмо ворчащей в разгар всеобщего веселья. Однако, увы, нам кажется, что рынок вновь повторяет ошибки прошлого, сосредотачиваясь на сиюминутном и приятном и игнорируя необходимость решать более долгосрочные проблемы. Пока наш прогноз сводится к следующему: после впрыскивания денежно-фискальных стимулов, которых хватило бы, чтобы оживить мёртвого, Соединённые Штаты будут с удовольствием переживать отскок вплоть до начала 2010 г., после чего последует второй этап кризиса, к возникновению которого приведёт либо вывод из мировой экономической системы колоссальных стимулирующих средств, либо – что представляется более опасным – начало настоящих проблем, связанных с обслуживаем государственным долгом США.

Двумерный рынок

На момент публикации настоящего обзора аппетит к риску опять входит в моду. Сырьё, операции carry trades и высокодоходные облигации – всё пошло в рост. Но хотя финансовые рынки сейчас, безусловно, ведут себя более рационально, чем шесть месяцев назад: ценообразование на рынке бондов по сравнению с акциями протекает более разумно, ликвидность адекватна, а цены на высокодоходные активы сохраняют, по крайней мере, хоть какую-то взаимосвязь с фундаментальными характеристиками, – мы, тем не менее, опасаемся, что под этим внешним благополучием скрываются глубочайшие внутренние проблемы мировой экономики.

Как не только дети, но и внуки отвечают за грехи своих отцов и дедов, так и

последствия нескольких десятилетий экономической близорукости и легкомыслия, кульминацией которых стало возникновение в течение последних десяти лет гротескных перегибов, не могут исчезнуть сами по себе. Операционный бизнес-цикл никуда не делся – он просто оказался в заложниках соображений политической целесообразности, кредитных денег и разнообразных фондовых пузырей. Теперь требуется курс лечения с применением клизм и целебного голодания. Дальнейшее промедление смерти подобно и сделает цену этого искупления практически неподъемной.

Это вовсе не означает, что мы подвергаем сомнению необходимость срочных мер, которые были предприняты центробанками и минфинами от Вашингтона до Москвы и Пекина: эти интервенции были проведены на удивление хорошо и согласованно и уберегли нас от глубокой и, возможно, фатальной экономической депрессии. Более того, те комментаторы, которые уверяют, будто бы мировой финансовой системе надо было позволить лететь в тартарары в приступе так называемого «созидательного разрушения», либо держат внушительные короткие позиции, либо ровным счётом ничего не понимают в происходящем. Однако следует признать, что умение предотвратить катастрофу – это одно дело, а желание уклониться от необходимости пережить исцеляющую боль – это другое. И тут нужно сделать несколько важных оговорок:

- Необходимо восстановить равновесие между объемами китайских инвестиций в строительство производственных мощностей и внутренним потреблением.

-Европейская система социальной защиты, которая выполнила роль «подушки безопасности», предотвратившей во время недавнего экономического коллапса серьезный гуманитарный урон, тем не менее нуждается в проведении болезненных и непопулярных реформ.

-Навязав странам с совершенно разными экономическими системами единую кредитно-денежную модель, Европейский Союз амбициозно переоценил свои силы.

-Россия оказалась очень уязвимой перед лицом кредитного кризиса, а потому обязана резко сократить свою зависимость от заёмных средств, а также создать фонды долгосрочного внутреннего

капитала и ускорить то и дело приостанавливающиеся судебные реформы и процесс реформирования финансовых рынков.

-Страны с профицитным бюджетом должны найти новую резервную валюту для аккумуляции своих резервов. Страны с дефицитным бюджетом обязаны сократить потребление. А регуляторным органам следует наконец научиться делать то, для чего они и предназначены, – регулировать глобализированные финансовые рынки.

-И, наконец, самое важное: эпоха, когда Соединенные Штаты могли спокойно переложить на плечи всего остального мира решение проблем, вызванных дисбалансом их экономической и финансовой системы, закончилась. Безобразия в Ираке на сумму 3 триллиона долларов, гипертрофированно раздутый военный бюджет, реформирование системы социального страхования, а также несколько программ по спасению национальной экономики – всё это необходимо финансировать каким-то иным способом, нежели бесконечной эмиссией гособлигаций. Иначе весь этот госдолг очень быстро превратится в классическую долговую спираль – быстро даже по меркам катастрофически близоруких и популистских политиков.

Даже просто для того, чтобы предотвратить соскальзывание американской экономики в рецессию, потребуется огромный объем новых кредитных средств и дефицитного финансирования. Кроме того, спустя десятилетие перепроизводства вялый спрос на недвижимость, автомобили и прочие товары длительного пользования будет тормозить экономический рост. Учитывая всё вышесказанное, мы не видим иного выхода из этой долговой ловушки, кроме как продолжительный период отрицательных темпов роста. Боль, которую следовало пережить в самом начале текущего десятилетия, была отсрочена. Последствия нам хорошо известны. Если откладывать испытание этой боли ещё на более дальний срок, то это приведёт к настоящей катастрофе.

Мировая ребалансировка

Несмотря на то, что относительная значимость американской экономики пошла на убыль, Соединённые Штаты были и остаются страной с крупнейшей в

мире экономикой, а до, по крайней мере. 2007 года Америка была основным источником мирового экономического роста. Рано или поздно ребалансировка мировых экономических сил состоится, однако «грязная» работа по достижению этой цели ещё даже не начата: задача по уравниванию пресловутых «глобальных дисбалансов» пока отложена в дальний ящик из-за возникшей рецессии, а преждевременное возобновление роста американского ВВП немедленно спровоцирует восстановление порочного и смертельно опасного торгового партнёрства между США и Китаем.

Аналогично, нет никаких причин полагать, что бюджетный дефицит стран большой «семёрки» – это явление временное или находящееся под контролем. В частности те, кто уверяет себя в том, что увеличение объёмов сбережений граждан США поможет рефинансировать дефицит бюджета из внутренних ресурсов, просто выдают желаемое за действительное: на самом деле мы видим не что иное, как перенос расходов и долговой нагрузки с плеч домохозяйств на плечи правительства.

Более велика вероятность того, что макроэкономическая ситуация в США ухудшится, а не пойдёт на поправку. Следует ожидать стремительного увеличения социальных расходов по демографическим причинам, а также в результате социальных дисбалансов, возникающих в результате спада промышленного производства в уже и без того социально расслоённом обществе. Также необходимо каким-то образом финансировать гротескно раздутый военно-промышленный комплекс, а также наследие военных авантюр режима Буша. Более того, есть очень реальная угроза увеличения доходности по гособлигам США и, соответственно, утрата Федрезервом способности обслуживать свой долг в том случае, если доверие рынков к эмитенту ослабнет. Для того чтобы привести федеральный бюджет в порядок, потребуется много лет аскетизма и болезненного повышения налогов, и хотя в период рецессии/пострецессии коэффициент соотношения госдолга и ВВП в 100% представляется субоптимальным, к середине следующего десятилетия такое соотношение почти точно окажется неподъёмным. Если в Соединённых Штатах начнутся проблемы с

обслуживанием госдолга в духе Аргентины, то нынешние экономические трудности покажутся пустяковыми неурядицами.

Нас лично больше всего волнует то, насколько в случае возобновления мировой экономической турбулентности Россия сумеет продолжать проводить реформы. По нашему мнению, новые щедрые притоки капитала, которые были характерны для середины 2000-х годов, маловероятны, так что в обозримом будущем российский корпоративный сектор будет испытывать нехватку денежных средств. И если местные валютные и долговые рынки неплохо эмансипировались от остального мира, а для наиболее надежных корпоративных эмитентов мировые рынки капитала постепенно открывают свои двери, то ничего подобного нельзя сказать о рынке акций: теперь он долго не будет выполнять роль посредника для привлечения капитала. Сегмент рублёвых облигаций стал жертвой законодательной/регуляторной халатности и непрофессионализма. С другой стороны, цены на сырьё, вероятнее всего, продолжат оказывать поддержку российскому рынку, и мы сохраняем фундаментально бычий настрой по отношению к нефти.

Могущественный доллар: Какая боль, или игра близится к завершению?

Мы только спустя какое-то время осознали, насколько парадоксально звучит заголовок, который недавно появился на экране терминала Bloomberg: «Гособлигации США выросли после того, как Россия заявила, что сохраняет веру в доллар».

В самом деле, те из нас, кто давным-давно вышел из подросткового возраста, прекрасно помнят то время, когда заявления американских властей по поводу относительной силы или слабости национальной валюты какой-либо страны оказывали на рыночные настроения, по крайней мере, мощное краткосрочное влияние... воистину, первые станут последними, а последние – первыми.

Как было отмечено выше, в любой поворотный момент истории обязательно найдутся умники, которые

будут уверять, что, каким бы ни было нынешнее положение вещей, фундаментально ничего не изменится (по крайней мере, на протяжении стандартного для человека временного горизонта, т.е. пары десятилетий). Ничто и никогда не изменится, ведь что-то менять – это так трудно. Финансовые СМИ приводят множество аргументов в пользу того, что доминирующий статус доллара нерушим, особенно учитывая отсутствие какой-либо реальной альтернативы. На текущий момент всё верно, только очень хочется добавить слово «пока».

Не проходит практически ни одного дня без того, чтобы мы не услышали ещё одно заявление из уст какой-нибудь страны с профицитным бюджетом о том, что роль доллара как мировой резервной валюты обсуждению не подлежит. И это вполне понятно, принимая во внимание их колоссальные позиции по гособлигациям США и, следовательно, болезненную уязвимость перед процессом перерасчёта в соответствии с текущими рыночными ценами (mark-to-market).

Как всегда, в лагере стран БРИК в роли рога изобилия противоречивых заявлений выступает Россия: сперва министр финансов Кудрин, верный последователь идей Чикагской школы, заявляет, что долларовой стандарт останется на века; буквально на следующий день президент Медведев говорит о неотложной необходимости найти доллару замену, а премьер-министр Путин – реформатор до мозга костей – объявляет, что альтернатива уже найдена и внедряется.

Бразильцы в этом смысле несколько менее красноречивы: они продолжают переговоры с Пекином по поводу своп-соглашений по реалу/юаню и допускают бешенные перепады обменных курсов, вместо того чтобы накапливать золотовалютные резервы. Индия сохраняет по этому вопросу странное молчание: может быть, её – как страну с довольно изолированной экономикой – эта проблема не очень-то волнует.

Безусловно, само понятие «БРИК» является не совсем точным: у этих стран нет общего взгляда на мировую финансовую систему, и, более того, их отдельные позиции так и остаются не вполне чётко артикулированными. Что действительно имеет значение и очень

большое – так это позиция Китая. Пока китайское правительство так и не может изложить недвусмысленный взгляд на ситуацию, сложившуюся вокруг мировой резервной валюты, однако всё более частые и эмоциональные заявления официальных лиц указывают на то, что китайцам изрядно надоело утешать Вашингтон, одновременно пытаясь удержать на плаву стоимость своих колоссальных валютных позиций. Вместо этого они, похоже, всё больше склоняются к тому, что уже давно пришло время поработать над внедрением реальных альтернатив доллару.

Как мы уже отмечали ранее, экономическое партнёрство США и Китая зиждилось, как и большинство плохих браков, на преследовании каждой стороной своих корыстных интересов, причём интересы партнёров были диаметрально противоположными. США хотели продолжать жить «кудряво», несмотря на сокращение капложений в национальную экономику, позволяя всё большей части национального ВВП превращаться в потоки бумажной прибыли и поддерживая потребление посредством увеличения долговой нагрузки. Китайцы, напротив, пожинали плоды неоднородной экономической системы, в которой суверенный акционер государственных предприятий тяжёлой промышленности не требовал выплаты дивидендов, что приводило к накоплению чрезмерных резервов капитала, хроническому профициту инвестиционных средств и производственных мощностей, которые удавалось поддерживать в рабочем режиме только благодаря колоссальным объемам экспорта. Ни одна из этих двух систем не отличалась особой стабильностью.

Даже наиболее синофобно настроенные комментаторы должны признать, что китайцы – отнюдь не глупый народ, и, что представляется более важным, им совсем не свойственна историческая близорукость и погоня за сиюминутными благами. А в условиях отсутствия либерально-демократических препонов правительство может действовать целенаправленно и последовательно, не испытывая при этом необходимости подсластить пилюлю накануне очередных выборов.

Итак, в готовности китайцев экспортировать в Соединённые Штаты

ценные потребительские товары, в обмен получая горы обречённых на обесценивание облигаций, был свой резон и корысть. Как Ваш покорный слуга отмечал ранее, Китай – это страна, а не хедж-фонд, так что он вовсе не должен постоянно приводить стоимость своих торговых позиций в соответствие с рыночными котировками. После того как обе страны выйдут из этих нездоровых торговых отношений, у Китая останется на руках огромные горы обесценившейся бумаги, но в то же время – первоклассная промышленная инфраструктура. А главное – Китай выдавит с мировой сцены и лишит сил своего единственного стратегического соперника.

Мы подозреваем, что китайское правительство намеревалось свести эти торговые отношения на нет постепенно, примерно к середине следующего десятилетия, однако внезапный крах финансовой системы, на основе которой эти отношения зиждились, вынудил китайцев ускорить процесс перехода от модели, опирающейся на экспорт, к модели, основанной на внутреннем потреблении, причём теперь этот процесс должен занять не несколько лет, а всего лишь несколько месяцев.

По мере того как снижается значимость американского потребителя, также уменьшается и значение доллара как мировой резервной валюты, и необходимость избегать столкновений с Вашингтоном. Безусловно, Китай, скорее всего, постарается уберечь свои сбережения от полной девальвации, однако одновременно он будет вести себя более уверенно в процессе отстаивания своих жизненно важных геополитических интересов.

Процесс диверсификации не может быть быстрым и безболезненным. Может быть, мантра, что, мол, *«нет более обширного и ликвидного рынка, чем рынок казначейских облигаций США»*, и верна, однако если в основе этого рынка лежат обесценившиеся активы, то это не что иное, как обширная и ликвидная схема Понци. Рано или поздно потенциальные участники этой схемы найдут другие способы тратить свои деньги кроме как обменивать хорошие активы на плохие.

В последнее время евро позволило провести некоторую диверсификацию резервов (недавнее увеличение доли

долларовых позиций в мировых золотовалютных запасах является пустым артефактом – последствием переоценок и попыток мировых банков наскрести побольше долларов, чтобы покрыть свои колоссальные убытки по структурным финансовым инструментам США). Однако евро – это лишь маленький шаг на пути поиска новой мировой резервной валюты.

Новое Бреттон-Вудское соглашение практически немыслимо: почему Соединённые Штаты добровольно согласятся отказаться от своей единственной оставшейся козырной карты? Более реалистичной возможностью кажется наделение МВФ новыми функциями. Однако опять-таки политический механизм таких перемен очень сложен, и, конечно же, признание за Китаем статуса доминирующей экономической державы, скорее всего, натолкнётся на серьёзное сопротивление. В текущих условиях всё более распространённым становится выработка двусторонних решений – заключение валютных своп-соглашений как основы ведения международной торговли.

Тот факт, что трудно представить себе, какой будет новая мировая система, вовсе не означает, что эта новая система вообще не возникнет. Старая система безнадежно разрушена, и новые игроки – стремительно богатеющие и всё более уверенные в себе – вовсе не настроены наделять своих мировых партнёров супер-суверенными полномочиями.

С каждым днём мир всё более внимательно прислушивается к политическим и экономическим заявлениям Китая. И хотя доллар может продолжать торговаться в весьма узком диапазоне ещё на протяжении многих месяцев и даже лет, письма уже начертаны на стене, и мы от всей души рекомендуем нашим читателям диверсифицировать свои валютные запасы европейскими и товарными валютами, национальными валютами отдельных развивающихся стран, включая рубль, а также материальными активами, в частности сырьём.

О пристрастии к золоту и другим видам сырья

Недавно прочитал в, казалось бы, здравомыслящем издании следующее:

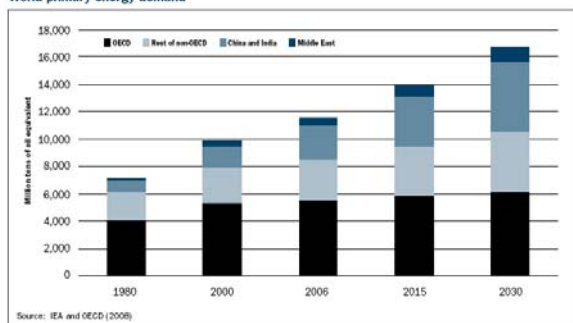
«Правительство США приказало цене на золото опуститься после того, как она достигла \$930 за унцию...»

Как во время дрессировки собаки: Лежать, Бобик, лежать!... Хороший пёсик!

Одна из причин, почему Ваш покорный слуга категорически отказывается покупать или рекомендовать к покупке золото, – это наше острое нежелание ассоциироваться с толпой неудачников, паникёров, мнительных личностей, последователей эсхатологических взглядов и прочих сумасшедших, которые с избытком населяют этот сегмент рынка. В вере в золото есть нечто поистине религиозное – отчаянные попытки найти источник вечного богатства и молодости, не подверженный влиянию времени. Те, кто хотя бы иногда читал буддистские сутры, знают, насколько тщетны эти попытки. Интересно, как долго последователи теории золотого стандарта будут продолжать верить в то, что, как нам кажется, является истинным мотивом их поведения, – в тайную надежду на то, что после смерти они смогут воспользоваться своими запасами жёлтого металла.

Если взглянуть на динамику цен на сырьё в этом году с точки зрения сравнительного анализа, то выяснится, что золото – весьма условный финансовый актив – торговалось хуже своих сырьевых аналогов. Серебро, металлы платиновой группы и, в особенности, нефть продемонстрировали куда более хорошие результаты. И так оно и должно быть: строго говоря, несмотря на все разговоры о золоте как о «вечной ценности», вложения в золото – это, по существу, отражение бегства в качество,

World primary energy demand



следствие инвестиционных настроений, нематериализуемых и подверженных внезапным изменениям. Цены на промышленные и сельскохозяйственные виды сырья, напротив, движутся в зависимости от фундаментальной динамики потребления и спроса. По мере восстановления уровня терпимости к риску, в условиях, когда все хотят диверсифицировать свои долларовые позиции, потенциал роста сырьевого комплекса, по нашему мнению, очень велик, и этот потенциал можно реализовать посредством торговых операций с бумагами сырьевых компаний или напрямую – посредством сырьевых фьючерсов.

Нефть является одним из наших фаворитов с 1998 года. Вся болтовня по поводу «разрушения спроса» предназначена для того, чтобы замаскировать ещё более сильное разрушение предложения, спровоцированное финансовым кризисом. Мы уже писали о 40%-ном сокращении числа нефтяных скважин. Bloomberg сообщает:

Исполнительный директор Международного энергетического агентства (МЭА) Нобуо Танака (Nobuo Tanaka) отмечает, что «... в результате ухудшения финансовых условий пострадали инвестиции и в сегменте спроса, и в сегменте предложения. По оценкам, мировой объем инвестиций в геологоразведку и добычу нефти, запланированный на 2009 год, сократился примерно на 21% по сравнению с 2008 годом».

«Сокращение инвестиций в капиталоемкий сегмент возобновляемых энергоресурсов составит 38%, хотя не исключено, что частично это сокращение будет компенсировано с помощью стимулирующих средств, выделенных американским правительством», – сообщает МЭА.

Особенно сильно от снижения объема инвестиций в геологоразведку и нефтедобычу пострадали проекты на шельфе Северного моря, где «объемы бурения в первом квартале 2009 года сократились на 78% – почти в два раза быстрее, чем средний темп сокращения объемов бурения в мире», отмечают специалисты МЭА в отдельном обзоре, опубликованном в этом месяце накануне

встречи лидеров стран большой «восьмёрки». «В целом, во всём секторе сохраняется угроза сокращения международных upstream-проектов в результате уменьшения капитальных расходов».

Те, кто продолжает предупреждать об опасности падения нефтяных цен, выставляет себя на посмешище. С другой стороны, когда Саудовская Аравия предостерегает о возможности взлёта цен на нефть до нескольких сотен долларов в том случае, если не будут резко увеличены объёмы инвестирования в геологоразведку, она прекрасно знает, о чём говорит. Несмотря на весь свой консерватизм, саудовским властям совсем не нравится мир, в котором великие державы вынуждены предпринимать отчаянные действия, чтобы отвоевать экспортные рынки сбыта.

Несмотря на все разговоры о разработках возобновляемых источников энергии, мировой спрос на углеводороды будет неизбежным образом расти из-за увеличения спроса со стороны развивающихся экономик, причём в ближайшем будущем кривые спроса и предложения пересекутся.

Для инвестора особая трудность заключается в том, как лучше всего захеджировать свои торговые позиции от возможных потрясений, вызванных маловероятным, но всё равно возможным взлётом цены на нефть до, скажем, \$300 долларов за баррель, т.е. реализацией резко дефляционного сценария, в результате которого темпы мирового экономического роста надолго станут отрицательными. Поскольку в случае реализации такого сценария спрос на весь спектр промышленного сырья снизится, наша базовая рекомендация держать длинные позиции по сырью, вероятнее всего, окажется несостоятельной, а цены на драгоценные металлы в дефляционной обстановке обвалятся. На валютных рынках произойдет резкая дифференциация между странами-экспортёрами и странами-импортёрами нефти, хотя, пожалуй, самым надёжным хеджем в этой ситуации будет сама нефть – непосредственно как материальный актив или в виде фьючерсных контрактов, акций компаний, обладающих большими запасами (хотя на

первоначальном этапе котировки этих акций, скорее всего, упадут вместе со всем рынком), или в виде облигаций, эмитированных государственными нефтяными компаниями.

Об осмысленных сигналах и бессмысленном информационном шуме: Предостережение

Несмотря на наш неизменный фундаментально обоснованный бычий настрой по отношению к нефти, для нас как для инвестиционных аналитиков, пожалуй, нет ничего более трудного, как различать перепады цен, вызванные фундаментальными причинами, и ценовые флуктуации, возникшие в результате надуманных слухов и информационного шума, – краткосрочные спекулятивные движения, не имеющие ничего общего с фундаментальными характеристиками мирового рынка нефти.

Нефть в данном случае – отличный пример. С одной стороны, не может быть никаких сомнений относительно того, что цена на нефть продолжит расти в силу растущего спроса и естественного истощения существующих месторождений¹. Вместе с тем, когда нефть взлетела до своего абсолютного максимума в \$147 за баррель, это не имело почти никакой связи с фундаментальными показателями. Этот взлёт был обусловлен сочетанием действий финансовых инвесторов и отчаянных попыток захеджировать риски, и нет ничего удивительного в том, что очень быстро этот взлёт завершился резкой коррекцией. На момент написания настоящего обзора для нас не составляет труда спрогнозировать, где цена на нефть окажется через десять лет, однако мы совершенно не представляем, какой она будет завтра!

И хотя нам кажется, что сейчас цены на нефть близки к своим справедливым уровням (\$60-70?), это всё равно спекулятивное предположение. Нет

¹ Земля – это конечный ресурс и не такой уж большой на самом деле, тогда как способность человека к самовоспроизведению поистине безгранична. Столкновение неизбежно, и мы, судя по всему, становимся его свидетелями.

сомнений, что ежедневные перепады цен – это следствие изменений в инвестиционных настроениях и восприятии риска, и в том случае если мировые рынки вдруг перестанут шагать по воздуху и посмотрят себе под ноги, нельзя исключать вероятности резкой, хотя и непродолжительной коррекции.

**Рейтинговые агентства:
Стандартный, бедный, унылый... и
глубоко коррумпированный***

В нормальном мире лица, ответственные за создание мошеннического бизнеса, обладающего псевдо-официальным (более того – квази-суверенным) статусом кредитного рейтингового агентства и специализирующегося на продаже совершенно фантастического рейтинга AAA токсичным структурным активам, сидели бы в одной камере с господином Мэдсоффом. В самом деле, ущерб, который проштрафившийся финансист нанёс мировой системе, – просто суший пустяк по сравнению с тем уроном, который вызвали рейтинговые агентства. Как в случае с инвестиционным банком Drexel Burnham после скандала с Майклом Милкеном (Milken), агентства Moody's и S&P должны были быть ликвидированы за то, что служили фундаментом для создания механизма мошенничества в особо крупных размерах.

Одно из слабых утешений для нас сейчас заключается в том, что после недавнего финансового краха произойдёт (будем надеяться) пересмотр некоторых наиболее очевидных предрассудков – от гипотезы эффективных рынков (мертва, как попугай из скетча Монти Пайтона «Мёртвый попугай») до безусловной правоты банковских топ-менеджеров, от эффективности саморегулирующихся рынков до предположения о смерти бизнес-цикла и, наконец, – самое любимое – о структурообразующей роли рейтинговых агентств, которые не столько оказывали помощь в процессе рациональной оценки рынка, сколько служили дополнительной помехой.

Распродажа современных «индულгенций» – рейтингов структурным бумагам CDO, CLO и прочим токсичным финансовым активам – превратилась в личный бизнес и

* в оригинале обыгрываются названия рейтинговых агентств Standard & Poor's и Moody's

источник самообогащения для агентств – коммерческих, предназначенных для генерации прибылей организаций, которые принадлежат крупным корпоративным интересам и одновременно пользуются статусом псевдосуверенных органов, к мнению которых прислушиваются федеральные регуляторы и участники рынка. Они заработали сотни миллионов долларов, просто продавая рейтинги эмитентам, и одновременно отравили всю мировую финансовую систему. Их наследие – это колоссальные объемы некачественных активов, оценивающихся в несколько триллионов долларов, разрушенная банковская система, огромный бюджетный дефицит и весьма реальная угроза того, что следующее десятилетие для мировой экономики окажется «потерянным».

Поразительно, но эти агентства не только ухитрились избежать уголовной ответственности за откровенно коррумпированное и преднамеренно неверное толкование рыночных реалий для целого класса активов, но даже сохранили свой квази-регуляторный статус, который им был дарован в рамках соглашения «Базель II», при этом рынки продолжают лгиво прислушиваться к их новым рейтингам.

К счастью, по крайней мере, на рынках облигаций развивающихся стран оценку S&P рассматривают как запаздывающий индикатор, а иногда даже как простую нелепицу. Так, после недавнего понижения кредитного рейтинга «длинных» облигаций одних российских банков и опубликования негативного прогноза по некоторым другим цены на эти облигации либо остались без изменений, либо вообще подросли.

История деятельности рейтинговых агентств в России восторга не вызывает. За ошибки 1996-1997 годов их можно простить: они разделили всеобщее заблуждение, что после демонтажа СССР стремление обновлённой Российской Федерации впитать ценности американского капитализма увенчается успехом. Хотя к октябрю 1997 года уже стало ясно, что это дорога в никуда, а к февралю 1998 года любой здравомыслящий человек начал понимать, что катастрофический итог этой политики если не неизбежен, то, по крайней мере, очень возможен. Однако, осознавая роль

правительства Ельцина в продвижении западных политических интересов и отчаянно пытаясь предотвратить крах российской финансовой системы, агентства присвоили рейтинг ВВ российским облигациям всего лишь за несколько недель до того, как вся эта конструкция с грохотом обвалилась.

Впоследствии агентства, как и некоторые наши коллеги (не будем показывать пальцем), решили отомстить России за то, что они оказались в дураках, а потому проигнорировали фундаментальные трансформации, произошедшие со страной, её кредитными параметрами и – самое главное – с её менталитетом. Тем, кто решил, что Россия после кризиса – это то же самое государство, что и во времена Ельцина, остаётся винить за упущенные инвестиционные возможности только самих себя. Инвесторам уже давно следовало научиться терпеливо читать уведомления disclaimer на последних страницах инвестиционных обзоров и воспринимать мнение агентств всего лишь как один из множества индикаторов, причём весьма искаженный и лишённый объективности.

Конечно, роптать следует на широко распространённые человеческие пороки, свойственные самим участникам рынка, – преступную жадность, глупость, легкомыслие и продажность. Однако самая большая вина лежит именно на совести рейтинговых агентств. Наше врождённое чувство справедливости глубоко оскорблено тем, что этим пронырам всё – как с гуся вода. Дать им уйти от ответственности – это почти что позволить Берни Мэдоффу оставить у себя награбленные деньги, но при этом пригрозить, что, мол, государственный надзор над ним может быть ужесточён.

Иран – неудобная правда?

Результаты выборов американского президента в 2000 году были откровенным образом сфальсифицированы. Джордж Буш пришёл к власти, заручившись поддержкой со стороны менее чем одной четверти граждан, имеющих право голоса, благодаря устаревшей системе президентских выборов и – самое главное – откровенному мошенничеству с голосами в штате Флорида, подтасованными губернатором штата,

который – вот так совпадение! – оказался братом господина Буша.

Оппозиционная партия, застигнутая врасплох таким бесстыдным воровством в стране, которая к тому времени утратила навыки массового протеста населения, пассивно смирилась с решением Верховного Суда присудить президентство Бушу. Самое печальное заключается в том, что американцам не хватило тогда решимости выйти на улицы и потребовать повторного голосования². Не исключено, что если бы они это сделали, то страна избежала бы десятилетие бездарного управления, наследие которого поистине ужасно: две обречённые на поражение войны, стремительная утрата мирового влияния, гуманитарные потери, вызванные экономическим крахом, и опасность дефолта по государственным долговым обязательствам.

Важно другое: это нужно было самому американскому народу. Соображения, которые могли бы быть высказаны о ходе президентских выборов в Америке правительствами других стран, в особенности иранцами, были бы проигнорированы – смешно да и только. Так почему тогда правительство Ахмадинежада, которое глубоко убеждено в своей демократической и религиозной миссии и, более того, способно удержать власть в своих руках, должно прислушиваться к бессильным злопыхательствам со стороны Парижа, Лондона или Вашингтона?

Нас поразило то, какой гнев у представителей американских политических кругов вызвало замечание Обамы, что, учитывая историю американо-иранских отношений, Америке, по его мнению, лучше воздержаться от прямых комментариев по поводу хода выборов в Иране. Мы считаем, что это великолепный и практически беспрецедентный пример деликатности и дипломатии. Однако, увы, он не нашёл отклика у представителей американского политического истеблишмента.

² Исторический опыт указывает на то, что если бы американские граждане всё-таки предприняли такие действия, то они были бы подавлены с разрушительной и безжалостной жестокостью – вспомните исход демонстраций в городах Ваттс, Денвер, Детройт

Господин Обама не прояснил один важный момент, и американская пресса, как ни странно, решила о нём умолчать: свержение в 1953 году демократически избранного иранского правительства под руководством Мохаммада Мосаддыка (Mossadegh) в результате сговора между Вашингтоном и Лондоном. Этот переворот произошёл по указке ЦРУ и привёл к власти на следующие двадцать лет преступного и чрезвычайно непопулярного шаха Резу. К тому моменту когда шах наконец был вынужден бежать из страны в результате народного восстания и к власти пришли религиозные радикалы, Соединенные Штаты начали ассоциироваться у простых иранцев с ненавистным режимом, что привело к унижительному захвату американского посольства в Тегеране, погубившему президента Картера.

В конце концов гегемон жестоко отомстил – исподтишка. Соединённые Штаты вооружили Ирак и вдохновили Саддама Хусейна на кровавую войну с Ираном – войну, которая оказалась для Ирана не меньшим потрясением, чем обе мировые войны для Европы: с иранской стороны погибло около миллиона человек.

Так что нет ничего удивительного в том, что нынешнее иранское правительство, ожесточённое войной, гражданским сопротивлением и религиозным фанатизмом, считает, что оно наделено особой миссией, воспринимает себя главным игроком на Ближнем Востоке и защитником Палестины, призванным изгнать со святой земли захватчиков-«крестоносцев», причём этот персидско-арабский раскол пронизан вдобавок настроениями радикального ислама. Иранцы вряд ли спасуют перед угрозами и давлением, не подкреплёнными какой-либо реальной военной силой.

-Экспорт демократии?

Велика вероятность того, что настоящий обзор будет единственной публикацией, в которой наш читатель обнаружит критику в адрес стандартного западного истолкования хода иранских выборов, и одно это само по себе является весьма показательным.

Довелось ли нашим читателям найти хотя бы одно-единственное интервью с молодым, разумно изъясняющимся сторонником правительства

Ахмадинежада? Безусловно, в ходе нынешних выборов в Иране шансы на победу у обоих кандидатов были примерно равными, следовательно, можно предположить, что примерно половина взрослого населения страны высказалась в поддержку Ахмадинежада. Не кажется ли вам странным то, что на страницах мировых СМИ нельзя было найти изложения точки зрения ни одного из его сторонников? Не напоминает ли это нашим читателям о не столь давних пиар операциях, проведённых накануне «мужественных» военных действий США, – действий, которым, как потом оказалось, предшествовали сфальсифицированные и неверные данные?

Вас и Вашего покорного слугу объединяет одно – никто из нас не знает, кто всё-таки выиграл выборы в Иране. Вот почему мы воздержимся от праздных рассуждений, основанных исключительно на личных предпочтениях. Вместо этого мы выскажем предположение, что единодушная реакция западных СМИ на победу правительства, энергично отстаивающего интересы западных держав, указывает на вероятность фальсификации и манипуляции.

Поразительный аналог: на протяжении нескольких месяцев демонстраций против поддерживаемого США режима Саакашвили в Грузии сохраняли мирный характер; буквально в течение нескольких последних недель аналогичные демонстрации были жестоко подавлены полицией, причём оппозиция заявляет о массовом использовании пыток и прочих внесудебных методах воздействия. Мы тщетно искали в прессе возмущённые статьи об этом. И вызывает ли у нашего читателя до сих пор удивление тот простой факт, что западные СМИ игнорируют народные восстания в странах, правительства которых пекутся о продвижении западных интересов, тогда как правительства, настроенные по отношению к этим интересам враждебно, немедленно попадают в фокус внимания?

-Российская дипломатия – Меньшее из зол

Он сукин сын... но он наш сукин сын!
Ричард Никсон

Совершенно очевидно, что пере выборы Ахмадинежада принесли огромное облегчение Кремлю, по крайней мере, на

какое-то время смягчив угрозу как дальнейшего геополитического продвижения к российским границам, так и формирования – по инициативе Соединённых Штатов – газового коридора в обход России.

Благодаря российской дипломатии, официальные заявления как ООН, так и лидеров стран большой «восьмёрки» были весьма сдержанными (во многих мировых СМИ заявления представителей ООН были искажены: ООН вовсе не «клеймила» ни результаты иранских выборов, ни иранское правительство – она просто призывала к обсуждению этой проблемы, а не к использованию силы).

Как мы отмечали ранее, Каспий представляет собой непреодолимый барьер для газопровода Набукко.³ Прокладывание этого газопровода по российской территории поставит крест на всём замысле. Также, учитывая намерение Соединённых Штатов изолировать Иран, прокладка труб по иранской территории тоже не является альтернативой. После всех демонстраций, которые, по утверждениям правительства Ахмадинежада, были организованы Западом⁴, Иран ещё более уверился в том, что западные державы настроены откровенно враждебно, готовы к интервенции в любой удобный момент, а потому, скорее всего, будет проводить ещё более антизападную политику, которая по определению ещё больше сблизит Иран с Россией и Китаем.

Нынешняя опасность для России во многом напоминает ту, которая угрожала США после свержения режима шаха и формирования всеобщей неприязни

³ Как ни странно, но с момента опубликования нашего последнего обзора европейские сторонники этого фантастического проекта пришли к аналогичному выводу: сейчас они пытаются откачивать курдский газ. Нет нужды говорить, что ни турецкое, ни иранское правительства не демонстрируют особой радости по этому поводу – вероятности возникновения богатого и независимо мыслящего Курдистана.

⁴ Хотя, насколько нам известно, иранское правительство не привело никаких доказательств этого утверждения, мы хотели бы отметить, что предыдущие «бархатные революции» в Грузии и Украине были совершенно точно организованы за рубежом, и мы были бы искренне поражены, если бы наверняка узнали, что западные «фабрики мысли», НГО и службы разведки действительно не имели ничего общего с выборами в Иране.

иранцев к Америке: если правительство Ахмадинежада падёт, то велика вероятность того, что его последователь повернётся лицом к Западу. Иран – слишком важный для России сосед, чтобы рисковать и чрезмерно заигрывать с ним, тесно связывая себя с исламской республикой.

Иллюзия демократии⁵

«Демократию» принято считать новой панацеей от «правой» политической риторики. Несмотря на многочисленные контр-примеры, например, победу политических фракций, враждебно или настороженно настроенных по отношению к Западу, – Хамас, Путин, Ахмадинежад, Чавес, Моралес, – представление о том, что если народу дадут свободу, то он непременно проголосует за правительство, внедряющее, *inter alia*, ценности либеральной демократии и внешнюю политику, соответствующую интересам Северо-Атлантического союза, остаётся чрезвычайно лестным для Запада.

Англосаксонская пресса, послушная игрушка в руках представителей правящей политической идеологии, весьма избирательна в выборе своих «любимых» народных восстаний. Недавние волнения в Таиланде могут послужить отличным аналогом ситуации в Иране: существует огромная пропасть между немногочисленным, красноречивым и вестренизированным городским средним классом и бедными, глубоко архаичными жителями деревень, у которых нет страниц пользователей в сети Twitter или на Facebook и которые чувствуют себя не менее отчуждёнными от своих городских сограждан, чем от населения западноевропейских стран.

Понятие *le droit a l'ingerence*, т.е. права на вмешательство в дела иностранного государства, которое Франция пыталась внедрить в корпус международного права, на самом деле реализуется сильным в отношении слабого. Действительно, вероятность того, что международные миротворцы будут посланы в Вашингтон, равна нулю. Все великие державы, из

⁵ Любимое рождественское чтение Вашего покорного слуги – это великолепная книга Ричарда Докинза (*Dawkins*) «Бог как иллюзия» (*The God Delusion*) – субъективная, не всегда справедливая, но блестяще аргументированная и очень забавная... едва ли мы можем сказать что-то подобное о «свободной и справедливой» западной прессе

последних – Советская и Американская, – охотно поддерживали самых отъявленных негодяев при условии, что эти негодяи способствуют продвижению того, что эта империя воспринимает как свои самые насущные интересы.

Несчастный иракский прецедент показал всем странам – и большим, и малым, что владение ядерным арсеналом и умение им грамотно манипулировать является единственной реальной защитой от соблазна больших держав использовать свои огромные военные бюджеты по назначению.

Вечная Россия Нет ничего нового (под солнцем...)

Нет ничего нового под солнцем, а потому мы вернемся к обсуждению пары-тройки наших любимых тем – полного искажения мира в «королевстве кривых зеркал» западных СМИ и, в особенности, систематической дезинформации в отношении России.

С точки зрения инвестора эта дезинформация – сделайте ваш выбор! – напасть или преимущество. Те, кто торгует в сегменте бумаг с фиксированной доходностью, по крайней мере инвесторы со средне- и долгосрочным горизонтом инвестирования, просто обязаны вспоминать журнал The Economist в своих вечерних молитвах: благодаря их систематически неправильному толкованию российской ситуации мы наслаждались доходностью, уровень которой значительно превышал риски, реально присущие этим активам. Игроки на рынке акций, напротив, могут призывать расплату на голову иностранной прессы, ведь тут главным двигателем является не доходность, а эмоции.

Шесть месяцев назад практически все газеты изобиловали предостережениями того, что российские золотовалютные резервы подходят к концу. Статьи сопровождалась учёными доказательствами того, что сундуки опустеют примерно к середине текущего года. Да что там! Самые азартные комментаторы заявляли, что сундуки уже пусты, а ЦБР использует хитроумные бухгалтерские трюки для того, чтобы продемонстрировать наличие стремительно оскудевающих резервов. Естественно, авторов абсолютно не волновало то, что нет ни единого факта, подтверждающего эту глупость. Если Россия потерпит крах, то они будут злорадно радоваться; если их предостережения окажутся пустым звуком, то можно смело рассчитывать на забывчивость читателей.

Вашего покорного слугу немало позабавило то, как в начале этого года от некоторых наших коллег раздавались злобные замечания по поводу того, что российское правительство нарушает

экономические каноны, оптом скупая российские голубые фишки, когда индекс РТС колебался на уровне 500 пунктов. Некоторые из них заявляли, что это не дело, когда Федрезерв является держателем внутренних акций, и что эти рыночные манипуляции только ускорят неизбежный коллапс.

Похоже, в конце концов российское правительство пришло к тому же мнению и сейчас постепенно распродаёт свои позиции на рынке акций – **по ценам, примерно в два раза превышающим те, за которые эти акции приобретались**, – таким образом добавив к резервам страны ещё несколько миллиардов долларов.

Могущественный рубль – Приступ «голландской болезни»

И вот мы вновь стоим перед необходимостью решать старые проблемы – постепенное повышение курса рубля, которое сопровождается риском «голландской болезни», т.е. вытеснения из экономической системы сырьевыми производителями, стимулируемыми ревальвацией рубля, других участников производственной деятельности. Для того чтобы предотвратить возвращение рубля к уровням, зафиксированным накануне девальвации, ЦБР активно скупает резервы – на сегодняшний момент за 2009 год примерно \$40 млрд. Этого следовало ожидать, поскольку основным катализатором повышения стоимости национальной валюты стало возвращение мировой цены на нефть к более рациональным уровням. Как мы отмечали в конце прошлого года, обратный откат нефтяных цен был неизбежен – сомнения вызывало только прогнозирование сроков.

Кроме того, этот тренд усугубило таргетирование инфляции, объявленное ЦБР, который в последнее время допускал несколько большую волатильность рубля, чем обычно. Более того, большинство комментаторов помнит, каким тяжёлым потрясением для российских граждан был крах рубля в 1998 году или как россияне были встревожены во время короткого приступа паники в ноябре 2008, однако они упускают из вида то, что валютная волатильность имела неоднородные последствия: так, те российские граждане и компании, которые держали свои сбережения в долларах, жестоко поплатились за это во время стабильного

повышения курса рубля в 2006-2008 годах (нынешний курс рубль/доллар близок к отметке 2005 года). Таким образом, по мере ревальвации рубля мы видим уверенный тренд обратно в сторону рублёвых банковских депозитов. И если стабильность будет укрепляться, то и этот тренд будет только набирать обороты, оказывая на рубль дальнейшее повышательное давление.

Мы рекомендуем инвесторам сохранять длинные позиции по рублю, в частности, воспользоваться искажённым ценообразованием на рынке непоставляемых валютных форвардов. С другой стороны, мы настойчиво советуем избегать рублёвых облигаций за исключением первоклассных эмитентов, по крайней мере, до тех пор, пока не будет серьёзно реформированы законодательство и регуляторные механизмы местного облигационного рынка.

Российские рынки капитала – Одурачь меня раз/Одурачь меня снова

Безумие – это повторение одно и того же с надеждой на обратный результат

Анонимное

Не важно, завершился он или нет, но американский кризис в сегменте subprime кредитов, разразившийся в 2007 году, нанёс России серьёзный экономический урон, эквивалентный примерно двум годам столь важного экономического роста, причём была велика опасность того, что последствия – как ни печально в этом признаваться – могли быть намного более тяжёлыми. Из этого следует извлечь урок, и будет непростительно повторять ошибки, которые поставили страну в столь уязвимое от внешних кредитных условий положение.

Кризис оказался для России таким тяжёлым главным образом из-за полного вывода из системы кредитных средств – благодаря «эффекту Кудрина». Как отметил экономист московского представительства компании Goldman Sachs Рори Макфаркухар (Rory MacFarquhar), Центробанк накопил значительные золотовалютные резервы, облагая налогами выручку экспортёров нефти; затем эти средства поступили в

российскую экономику, однако через мировую банковскую систему.

Такой механизм рано или поздно должен был привести к катастрофе. Даже при самом хорошем стечении обстоятельств иностранные банки остаются коммерческими предприятиями, не испытывающими особой преданности даже к своим суверенным хозяевам, а уж тем более к иностранным корпоративным заёмщикам. В худшем случае эти банки подвержены влиянию правительств своих стран, которые могут захотеть наказать Россию за дерзкое желание проводить независимую внешнюю политику.

И если стремительные действия ЦБР, направленные на предотвращение краха всей системы, были очень успешными, то этого же нельзя сказать о неоднократных попытках правительства насытить экономику кредитами. Телегу поставили впереди лошади: решительные политические заявления, в которых подчёркивалась готовность правительства оказать поддержку промышленным заёмщикам, были сделаны раньше, чем разработан соответствующий свод законов. И вот уже прошло шесть месяцев, а предполагаемые заёмщики продолжают сводить концы с концами, ожидая обещанный золотой дождь.

В силу дефицита оборотного капитала и плохой платёжной дисциплины российские компании сильно зависят от кредитных денег, и в значительной степени нынешний экономический кризис удалось бы смягчить, если бы была оказана соответствующая государственная поддержка. Многочисленные предприятия были классифицированы как «стратегически важные», однако буквально единицы из них получили какую-либо реальную помощь. И даже некоторые государственные предприятия (например, Сатурн) вынуждены сейчас реструктурировать свои рублёвые облигационные займы – ещё один гвоздь в гроб местного рынка облигаций.

Короче говоря, до кризиса, когда всё казалось благополучным, чиновники не испытывали острой необходимости реформировать финансовую систему. Теперь же перед администрацией стоит задача реформировать внутренние кредитные рынки и банковскую систему в чрезвычайно трудных обстоятельствах и в сжатые сроки. Таким образом, для того

чтобы избежать тяжелейшей простуды в следующий раз, когда Соединённые Штаты чихнут, чрезвычайно необходимо найти эффективный способ перекачки «непредвиденных» прибылей, полученных от сырьевого экспорта, в российскую экономику, без «завода» денежных потоков в Лондон, Франкфурт или Нью-Йорк.

ВТО – снова мёртв!

9 июня (Bloomberg) – Россия уведомит Всемирную торговую организацию в том, что она намерена отозвать свою заявку об единоличном членстве и будет стремиться присоединиться к организации в составе Таможенного союза вместе с Белоруссией и Казахстаном, заявил сегодня на встрече с журналистами первый заместитель премьер-министра Игорь Шувалов.

На протяжении всех этих лет анализа российского рынка Вашим покорным слугой (т.е. уже более десятилетия) факт вступления России в ВТО напоминал морское чудо-юдо: его многие видели, но так и не сумели поймать. Практически все «правые» западные аналитики в унисон заявляют о «жизненной необходимости» вступления России в ВТО, причём эта необходимость не подкрепляется ничем, кроме как их собственными идеологическими соображениями. Едва ли кто-нибудь из них останавливался на минутку, чтобы задуматься и оценить реальное соотношение риска и пользы от этого шага.

Итак, мы продолжаем подтверждать наше давнишнее мнение: **Россия не вступит в ВТО – ни на этой неделе, ни в этом году, ни даже в этом десятилетии.** Более того, России ВТО нужна также, как собаке – пятая нога: едва ли найдётся несколько убедительных причин в пользу этого вступления, тогда как соображений против – хоть отбавляй. Просто отказавшись от уступок, сделанных в ходе переговоров о вступлении в ВТО, Россия уже освободила одну свою руку из наручников.

Несмотря на то, что недавно Россия подписала соглашения о продаже гражданских самолётов на общую сумму \$2,7 млрд и продолжает оставаться вторым в мире крупнейшим экспортёром оружия (после США), вряд ли в обозримом будущем российские автомобили и сотовые телефоны наводнят мир. И не может быть споров о том, что в ближайшем

будущем российский экспорт будет состоять из сырья, в частности из энергоресурсов. Таким образом, экономическая диверсификация будет, главным образом, предполагать движение вверх по эволюционной цепочке производства – от простых стальных слябов к стальной продукции более высокой добавленной стоимости, от бокситов к алюминию, от древесины к целлюлозно-бумажным товарам.

Учитывая то, что торговые партнёры России вряд ли обложат таможенными пошлинами свой собственный импорт энергоресурсов, вступление в ВТО ровным счётом никак не скажется на этом секторе. Российский промышленный экспорт состоит преимущественно из продукции тяжёлой промышленности и оружия, которые, опять-таки, не очень сильно подвержены влиянию торговых барьеров. Существенные пошлинные и не только пошлинные барьеры наблюдаются в сталелитейном сегменте и сельском хозяйстве: каждый член ВТО находит те или иные способы обойти торговые требования организации (антидемпинговые пошлины, национальные преференции и пр.). Наконец, и американское, и европейское сельское хозяйство оказывается объектом яростных манипуляций; несмотря на все разговоры о «свободной торговле» и «открытых рынках», не следует забывать о существовании мощного сельскохозяйственного лобби.

Между тем, свобода России в проведении определённой тарифной политики для оказания поддержки внутреннему промышленному производителю (т.е. «святому Граалю» экономической диверсификации) будет при вступлении страны в ВТО серьёзно ограничена.

И тут автопром, пожалуй, – лучший пример. Учитывая чудовищное качество советских автомобилей, а также то, как трудно делать бизнес в России, мировые автопроизводители в случае отсутствия существенных торговых барьеров с удовольствием начали бы поставлять на российский рынок машины со своих новеньких, блестящих заводов, расположенных в Чехии или Польше, тем самым ещё сильнее усугубив зависимость России от сырьевого экспорта.

Поскольку и речи быть не может о том, чтобы обречь россиян ездить на

винтажных автомобилях фиат 1950-х годов выпуска, было принято решение поощрять запуск иностранными производителями производственных мощностей на территории России и обнулить пошлины на ввоз некоторых импортных автокомпонентов. Сейчас эти заводы процветают, предоставляя россиянам возможность ездить на рено, фордах и ситроенах, изготовленных в России.

Российские рынки и переполох

- Российские акции – Пустой звук

Один человек, намного более мудрый, чем Ваш покорный слуга, однажды сказал, что если действительно существует реинкранация, то он хотел бы прийти в этот мир в следующий раз в образе рынка облигаций, к которому все люди испытывают страх и трепет. Мы, в свою очередь, готовы явиться в этот мир в каком угодно образе, но только не в образе российского рынка акций – по сравнению с его иррациональностью наша личная склонность к абсурду просто бледнеет.

Судя по всему, скепсис, который мы, пусть и очень осторожно, озвучили в нашем последнем обзоре по поводу продолжительности ралли на рынке акций, оказался весьма верным. И наш скепсис вовсе не был основан на стандартном утверждении, что, мол, «рынок ушёл слишком далеко за слишком короткой отрезок времени». Индекс РТС всё еще продолжает приходить в себя после совершенно необоснованного 80%-ного падения⁶. Напротив, нас больше всего тревожит то, что мировые рынки сейчас стремятся учесть в котировках слишком много хороших новостей сразу, при этом и нефть, и индекс РТС торгуются практически как деривативы к мировому уровню риска, усугубляя риск волатильности в обоих направлениях (и вниз, и вверх).

Пожалуй, новый стандарт абсурда был недавно установлен на валютных рынках: хорошие макроэкономические данные из США вызывают падение доллара в результате рефлекторного повышения

⁶ Хотя, безусловно, серьезных причин для мощной волны продаж было хоть отбавляй, всё равно такого не может быть, чтобы рынок в одночасье потерял четыре-пятых своей фундаментальной стоимости!

мирового уровня риска, тогда как слабые макроэкономические данные из США приводят к укреплению доллара, что является следствием всеобщего «бегства в качество». На самом деле, понимаете вы это или нет, но на данный момент остался один-единственный параметр торговли – мировой уровень терпимости к риску.

Есть ещё один образ, в котором мы не хотели бы реинкарнировать: наше сердце кровью обливается, когда мы думаем об аналитиках, вынужденных все ночи напролёт просиживать над огромными графиками в попытке оценить справедливую стоимость компаний, которые сейчас торгуются как игровые фишки в казино, на рынке, охваченном желанием зафиксировать сиюминутные прибыли. Мировые финансовые рынки сейчас сводят соотношение между различными классами активов до абсурда, однако Россия сохраняет удивительную способность пережеглотать своей иррациональностью все прочие рынки. В краткосрочной перспективе рынок акций останется далёким аналогом казино.

Для долгосрочных инвесторов имеется множество других вариантов. Нам особенно нравится сырьевой сектор. Россия производит прекрасные удобрения, отличный природный газ, богатую руду и великолепные химические товары. Внутренний рынок, правда, может в ближайшем будущем оставаться вялым, а компаниям с не очень хорошо уравновешенным балансом будет трудно найти поддержку, однако мы ожидаем, что мировой рынок сырья скоро восстановится, в особенности рынок удобрений.

Бондиана и дисциплина - Благоразумный бык

В течение последних нескольких дней в результате короткого, но сильного снижения уровня терпимости к риску мы наблюдали за понижательным движением на рынке инструментов с фиксированной доходностью, которое заслуживает названия «коррекции» по сравнению со всеми колебаниями, зафиксированными на этом рынке с начала кризиса. Российские кредитные дефолтные свопы (CDS) расширились до 350 пунктов, а наиболее индикативный выпуск облигаций Россия-30 подешевел до 96,5% от номинала (спред к доходности наиболее индикативных 10-летних нот казначейства США увеличился

до 380 базисных пунктов). Аналогичная динамика наблюдалась у наиболее ликвидных корпоративных бондов, причём самый сильный удар пришёлся по Газпрому и сталелитейным компаниям.

К концу недели коррекция себя исчерпала: мировые рынки вернулись к своему привычному настроению, а цены подскочили вверх после того, как покупатели пришли на вновь растущий рынок. Между тем мы рассматривали бы этот приступ как первый предупреждающий звоночек.

Примечательно, что продажи не следует объяснять какими-либо специфически российскими факторами. Они стали отражением изменений мирового уровня риска во всех сегментах – акций, сырья, валюты и облигаций, а пессимистический обзор, опубликованный Всемирным банком о перспективах мирового экономического роста, стал отличным предлогом для фиксации прибылей. Мы считаем, что в ближайшие месяцы такая траектория движения рынка будет повторяться: мировые рынки будут подниматься от сильно перепроданных уровней 4 квартала 2008 года и падать на беспокойствах относительно того, насколько этот подъём является стабильным и фундаментально обоснованным.

В отличие от российского рынка акций, который продолжает торговаться на уровне примерно на две трети ниже максимума, рынок облигаций почти полностью восстановился после резни прошлого года, и нынешние цены на нём если не близки к совершенству, то, по крайней мере, указывают на наличие относительного рации. Мы сохраняем оптимизм по поводу будущей российской стабильности (чтобы не сказать больше: краткосрочного возобновления стремительного роста), однако следует отметить, что мировые рынки сейчас слишком много значения придают даже несущественным позитивным новостям, а потому очень уязвимы перед риском резкой коррекции в случае разочарования и смены настроений. Учитывая фундаментальную крепость российской экономики, любую сильную коррекцию инвесторы со свободной наличностью или неиспользованными кредитными линиями должны воспринимать как отличную инвестиционную возможность покупать.

Мы сейчас начали бы фиксировать прибыли по суверенным и субсуверенным активам, но при этом сохранили бы позиции по «длинным» корпоративным бумагам – ТМК, мобильные операторы, ТНК и в особенности российские банки.

Банкуя на Игнатъеве

Несмотря на заявления, что российская банковская система стоит перед лицом неизбежного кризиса из-за растущей доли просроченных кредитов, непоколебимая поддержка со стороны Центрального Банка свидетельствует о том (по крайней мере, с точки зрения инвестора облигационного рынка), что российский банковский сектор является не менее превосходной инвестиционной возможностью, чем банковские сектора других развивающихся стран, – безусловно, намного более безопасной, чем аналоги Восточной Европы, и, учитывая сравнительно небольшой масштаб сектора по сравнению с объемом национального ВВП, более безопасной, чем банковские сектора стран большой «семёрки».

Сейчас российский рынок инструментов с фиксированной доходностью поражает нас адекватным ценообразованием. По нашим наблюдениям, единственным сегментом, в котором сохраняется возможность торговать исходя из искажённых оценок и неправильной информации, – это банковский сектор. И хотя с тех пор, как мы впервые выставили рекомендации по этим бумагам, цены выстрелили вверх, всё равно в отдельных активах сохраняется потенциал роста, особенно в субординированных выпусках – их трудно найти, но упрямому воздастся по заслугам. Нам особенно нравятся облигации Банка Москвы с 2017 годом погашения (рекомендуем, если вам удастся их найти на рынке), а также Альфа-Банк, Промсвязь и субординированные бонды Русского Стандарта. Это – последние «из могикан», т.е. последние великолепные бумаги из того, что можно считать поистине превосходной инвестиционной возможностью.

Ваш покорный слуга надеялся, что недавнее понижение рейтингов нескольких крупных российских банков агентством S&P спровоцирует волну продаж, и мы сможем добавить что-то к нашим позициям, – увы! заплатив высокую цену за то, что слушал советы

дискредитировавших себя агентств, мистер Рынок просто проигнорировал это понижение рейтингов, совершенно верно истолковав его как «вчерашние новости». И хотя оценка рисков, присущих российскому банковскому сектору, в общем-то была верной, будет полной глупостью рассматривать российские банки как ничем и ни с кем не связанные кредитные учреждения – всё равно что считать, будто за спиной у Citibank или Bank of America не стоит мощная федеральная поддержка.

Казахские безумства

(или, если вы думали, что Россия – странное место...)

Агентство Bloomberg: «Процесс реструктуризации замедлился по политическим соображениям и становится всё более запутанным... примерно половина членов совета директоров БТА Банка была вынуждена покинуть Казахстан. Этот процесс реструктуризации не очень прост и, вероятнее всего, займёт ещё много времени».

Пожалуй, самый лучший способ оценить то, насколько сильно изменилась Россия с 1990-х годов, – это взглянуть на её соседей, в частности на Казахстан и Украину. Ещё совсем недавно обе страны дерзко называли себя оплотами западной демократии, прозрачных норм ведения бизнеса и капиталистической системы, заговаривая зубы наиболее доверчивым представителям западного финансового сообщества, которые готовы были верить любым рассказам, раздающимся из уст соответствующих правительств, однако как только поток «горячих» денег прекратился, эти страны стремительно вернулись к самым плохим нравам 1990-х.

Невзирая на это, несколько месяцев назад, когда цены на российском рынке облигаций приблизились к своим справедливым уровням, Ваш покорный слуга выставил осторожную рекомендацию «Покупать» по некоторым казахским банкам (ККБ и Халык-Банк) в качестве диверсификации российского облигационного портфеля. С тех пор, несмотря на то, что динамика казахских активов была недурной (хотя и не такой хорошей, как у российских аналогов), наша вера подверглась испытаниям в результате дефолтов некоторых других казахских банков, при этом заявления казахских властей были

сумбурными, противоречивыми, а порой просто тревожными.

Следует отметить, что, несмотря на значительное присутствие Халык Банка и в особенности ККБ на казахском рынке недвижимости, мы считаем, что укрепление нефтяных цен улучшит внутреннюю ликвидность, и мы продолжаем верить, что тем ведущим казахским банкам, которым до сих пор удавалось избежать дефолта, будет оказана, по крайней мере, косвенная государственная помощь. Кроме того, они могут извлечь определённую выгоду от перевода вкладчиками депозитов из их менее платёжеспособных конкурентов.

В отличие от акций, облигации, по которым эмитент сохраняет свои обязательства, испытывают сильную тягу к уровню номинальной стоимости благодаря привлекательным денежным потокам – в данном случае, примерно 20% в год. Весьма трудно оценить риск, присущий этим бумагам по сравнению с российским банковским сектором (в особенности в отношении субординированных облигаций). Кроме того, цены недавно подскочили вверх благодаря схеме, которая позволила инсайдерам продать свои евробонды обратно Казкоммерцбанку по номинальной стоимости для погашения задолженностей. Но сейчас, когда цены немного улеглись, инвесторы с высоким уровнем терпимости к риску могут взглянуть на эти бумаги несколько под иным углом зрения, особенно на субординированные бонды ККБ с погашением в 2016 г., в 2017 г. (евро) и для самых больших авантюристов – субординированные бессрочные облигации ККБ.

Хотя мы всегда испытывали некоторые сомнения по поводу готовности Казахстана следовать правилам мировых финансовых рынков, мы всё же считаем, что вряд ли правительство рискнёт поставить страну в положение полной финансовой изоляции (если на то не будет веских причин), а потому оно, скорее всего, будет вынуждено поддержать на плаву отдельных эмитентов из местного банковского сектора.

Обратите внимание, что эта инвестиционная идея очень рискованна и тут необходимо помнить обо всех возможных опасностях... и даже чуть больше, чем обо всех возможных!

Глазами Запада – Россия в мировых СМИ

Аналитическая компания Stratfor: Дешёвка!

Не проходит и недели, как Ваш покорный слуга получает письмо от какого-нибудь встревоженного читателя, спрашивающего об очередной нелепице, опубликованной на сайте Stratfor.com, подписка на который стоит так же, как услуги частного детектива. Этакое ЦРУ в кармане – всего лишь 120 долларов в год. Увы, цена соответствует качеству.

Возьмём почти наугад отрывок из недавней статьи о России, появившейся на Stratfor:

«Доля экспорта энергоресурсов возросла в общем объеме экспорта с 50,3% в 2000 г. до 65,8% в 2008 г., несмотря на заявления Кремля, что он пытается диверсифицировать экономику».

Это заявление является одновременно верным и совершенно сбивающим с толку: за указанный восьмилетний период цены на энергоресурсы выросли практически в десять раз. С математической точки зрения не важно, произошла диверсификация или нет, но было бы неразумно ожидать, что её темпы могли обогнать взрывной рост цен на нефть. Напротив, мы хотели бы отметить, что во второй половине 2008 г. доля энергоресурсов в общем объёме экспорта резко снизилась и не благодаря какой-либо внезапной диверсификации экономики, а из-за сильного снижения нефтяных цен...

Газета New York Times – Удобная ложь

Честно говоря, Ваш покорный слуга в замешательстве. Ну почему они так бесстыдно лгут? Отдельные журналисты газеты NY Times, с которыми мы были знакомы, отнюдь не были дураками. Увы, это может свидетельствовать только о том, что их работодатель лжёт искусно и преднамеренно.

Почему? В силу извращённого чувства патриотизма, которое заставляет человека воспринимать критику в адрес своей страны как личное оскорбление? Возможно, но, как правило, ксенофобия у газеты NYT менее узколоба, чем у большинства её коллег, и Китай,

который очень скоро положит конец геополитической гегемонии Соединённых Штатов, получает более благоприятное освещение. Банальная личная неприязнь к России? Почему бы и нет? Между тем обычный человек вполне может недолюбливать Германию, Турцию или Францию, однако его речь будет более выверенной, более замысловатой – он не будет так быстро впадать в обычное передёргивание фактов. Или, может, рабочие пчёлы просто выполняют указ, поступивший сверху, от главных редакторов, которые иногда удостоиваются чести быть приглашёнными в дом сильных мира сего и получить подачку с их стола, испытывают дурманящий привкус власти и гордость от того, что могли оказаться полезными для своих хозяев?

Ваш покорный слуга отзывается о них так резко не из-за какой-то особой склонности к грубости, а из-за чувства глубокого разочарования: мы долго придерживались мнения, что пресса – это действительно истина в последней инстанции, но поскольку мы верим, что плюрализм и возможность высказывать разнообразные мнения – это важнейшие условия для успешных поисков Истины, нас глубоко оскорбляет тот факт, что откровенная лживость большинства СМИ дискредитирует ценности, которые они сами же якобы пропагандируют. Они слишком поздно встают против возмутительной манипуляции, которую допускают над собой в тот момент, когда ещё можно что-то изменить.

Фундаментальная проблема заключается в том, что СМИ не освещают реальность – СМИ её создают. Например, в умах даже самых разумно мыслящих и образованных наших читателей существует некая выдуманная Россия, ничего общего не имеющая со страной, в которой Ваш покорный слуга прожил более десяти лет. Пресса говорит не одним голосом, а хором голосов, которые одновременно читают один и тот же текст. Воображаемый плюрализм такого многоголосья придаёт эффект правдоподобия тому, что следует воспринимать с большой долей скепсиса.

Немало раздаётся сетований по поводу стремительного упадка субкультуры ежедневных газет, и мы на протяжении длительного времени считали, что замещение прессы Интернетом приведёт к трагической утрате интеллектуальных способностей. С недавних пор мы сильно

сомневаемся в этом. Читатели испытывают справедливый скепсис в отношении всего, что они находят в сети, однако здесь они, по крайней мере, могут найти самые разнообразные мнения⁷.

Безусловно, в блогосфере циркулирует множество всяческих мифов, однако если формулировки, используемые в ведущих СМИ, можно назвать более чёткими, едва ли они являются более объективными. Систематическое цензурирование взглядов и селективное освещение фактов создают реальность, которая имеет мало общего с истинным положением вещей.

Проанализировав публикации, появляющиеся на страницах газеты New York Times, которая, между прочим, считается одной из лучших американских газет, мы пришли к умозаключению, а не стоит ли её постепенное исчезновение воспринимать с радостью?

Накануне визита господина Обамы в Москву редакторская статья на страницах NYT взяла привычно мерзкий тон, обвинив Россию в грубости по отношению к «Кавказу» (под которым понимается Грузия), лицемерно сетуя, что абхазцы утратят «международную легитимность» сразу, как только с её территории будут выведены мирные наблюдатели ООН, и резко критикуя русских за то, что они оказали поддержку Осетии и Абхазии. Авторы статьи также обвиняют Россию за то, что она обижает Украину (наверное, требуя платы за газ, который украинцы потребляют), и критикуют европейцев за то, что те воздерживаются от обратного удара (вероятно, европейцы должны потребовать, чтобы Россия поставляла Украине газ бесплатно?).

Мы ничего другого не ожидали, однако даже по их паршивым нормам журналистской этики следующий пассаж, выполненный в полном согласии с оруэлловским «новоязом», кажется шокирующим: *«Недовольства абхазцев небезосновательны, однако теперь сепаратисты не могут рассчитывать на сочувствие местных жителей после того, как они в прошлом году дали повод для жестокого российского вторжения в Грузию».*

Кипит наш разум возмущённый! В первую очередь следует отметить, что цель сепаратистов вовсе не заключалась в том, чтобы доставить удовольствие шайке

негодяев, сидящих в Нью-Йорке, – их цель была в том, чтобы избежать полного уничтожения в ходе кровавого нападения Грузии на гражданское население Южной Осетии (что исчерпывающе задокументировано самыми разнообразными источниками информации, такими как LA Times, BBC и Der Spiegel; полагаем, что ко всем этим СМИ у сотрудников газеты NYT имеется доступ). Если бы Россия не поспешила на помощь Осетии, то Абхазия была бы следующей в очереди на насильственное объединение с Грузией.

«Жестокое российское вторжение в Грузию» – злобные жители варшавского гетто уничтожают невинных немецких штурмовиков! Ни у одного наблюдателя за грузинской войной нет уже никаких сомнений в том, кто именно на кого напал, причём с тех пор немало грузинских официальных лиц откололись от Саакашвили, обвинив его в развязывании суицидной агрессии против намного более мощного соседа. Редактора газеты New York Times не могли этого не знать, но тем не менее приняли осознанное решение исказить факты – сознательно, исключительно из пропагандистских соображений.

Не обладая никакой возможностью реально угрожать России и болезненно осознавая то, насколько Соединённым Штатам необходимо сотрудничество с Россией по целому ряду вопросов, те силы, которые диктуют газете редакторскую политику, вынуждены ограничиться предостережениями, что, мол, Россия рискует оказаться в «изоляции», забывая тот факт, что политические мнения их собственной родины уже воспринимаются с существенно большим скепсисом. По мере формирования мультиполярного мира США становятся всего лишь одной из многочисленных стран, каждая из которых обладает своей точкой зрения, приоритетами и пристрастиями.

Последнее слово на прощание – Почему, несмотря ни на что, мы любим Россию

- В России до сих пор водятся тигры! Для того чтобы взглянуть на некоторых из этих величественных, благородных хищников, кликните на следующую ссылку.

<http://premier.gov.ru/eng/tiger/>

⁷ Натолкнулся ли наш читатель хотя бы на единственное интервью с вменяемым молодым сторонником Ахмадинежада? Нет сомнений, что в такой большой стране как Иран найти пару таких сторонников большого труда не составило бы...

Данный документ носит исключительно осведомительный характер, и никакая информация или мнение, изложенные выше, не содержат рекомендацию или совет купить или продать пай в каком-либо фонде, ценную бумагу или опцион, фьючерс или какой-либо иной производный финансовый инструмент, имеющий отношение к ценным бумагам.

Инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается повышенными рисками, в силу чего подходит далеко не всем инвесторам. Настоящий обзор опирается на информацию, которую мы считаем достоверной; однако данная информация предоставляется исключительно в качестве материала для дальнейшего размышления, и, принимая инвестиционное решение, не следует полагаться исключительно или частично только на данную информацию. В частности, инвестирование в ценные бумаги, включая ценные бумаги развивающихся рынков, связано с высокой степенью риска, и инвесторам рекомендуется проводить независимый анализ рынка (due diligence) перед тем, как принимать инвестиционное решение.

Предыдущие результаты торгов не являются неперменной гарантией будущих результатов торгов. Некоторые инвестиции могут быть подвержены внезапному и резкому снижению стоимости, и в итоге инвестиционной деятельности клиенты могут получить меньше, чем они инвестировали изначально, или понести потери.

Изменения курсов валют, процентных ставок или других финансовых параметров могут оказать отрицательное влияние на стоимость ценных бумаг и инвестиционные потребности клиентов. Мы рекомендуем инвесторам обращаться за помощью профессиональных финансовых консультантов в вопросах, касающихся возможных результатов инвестирования в тот или иной финансовый инструмент (в том числе в вопросах налогообложения).

Некоторые ценные бумаги могут оказаться неликвидными; адекватная оценка инвестиционной эффективности и риска, которому клиенты себя подвергают, может вызвать серьезные трудности.

Следует допускать, что автор и/или фонды, которым он оказывает консультационные услуги, могут держать как короткие, так и длинные позиции по тем или иным обсуждаемым в настоящем обзоре финансовым инструментам или производным ценным бумагам.

Инвесторам следует помнить, что рынки, как развивающиеся, так и вполне развитые, подобно кошкам и собакам, могут начать вести себя так, как им заблагорассудится, и иногда для того, чтобы уцелеть, требуется немалое везение. Сохраняйте бдительность во всех своих делах. Удачи!

ООО Финансовая корпорация ОТКРЫТИЕ © 2009; Эрик Краус © 2009.

Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг или других финансовых инструментов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Информация, содержащаяся в аналитическом отчете, не преследует каких-либо конкретных инвестиционных целей, а также не имеет непосредственного отношения к какой-либо финансовой ситуации или потребностям какого-либо получателя данной информации. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета, однако Компания не дает никаких гарантий относительно точности, полноты или надежности информации, содержащейся в настоящем аналитическом отчете. Мнения, изложенные выше, совпадают с тем мнением, которого придерживается Компания на момент выхода аналитического отчета. Компания сохраняет за собой право изменять свое мнение без предварительного предупреждения, а также Компания не берет на себя обязанность обновлять информацию, содержащуюся в настоящем аналитическом отчете. Компания и ее сотрудники не несут никакой ответственности за возможный урон или потери, понесенные в результате использования информации, содержащейся в настоящем аналитическом отчете.

Инвестиционная деятельность в целом связана с определенной степенью риска, включая риск потери денег. Инвестиционные решения, изложенные в настоящем аналитическом отчете, могут подходить не всем инвесторам. Инвесторам следует принимать независимые инвестиционные решения, исходя из собственных финансовых целей и финансовых ресурсов, и, в случае возникновения каких-либо сомнений, инвесторам следует обращаться за помощью профессионального инвестиционного консультанта. Предыдущие результаты торгов не являются неперменной гарантией будущих результатов, и в итоге инвестиционной деятельности инвестор может получить сумму, объем которой будет меньше первоначально инвестированной суммы. Ценные бумаги, деноминированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям валютных курсов, которые могут иметь отрицательное влияние как на стоимость ценной бумаги, так и на прибыль, получаемую от инвестиции. Кроме того, инвесторы, вкладывавшие деньги в ценные бумаги, стоимость которых зависит от курсовых движений иностранных валют, должны помнить, что они берут на себя валютный риск. Инвестиции в Россию и российские ценные бумаги связаны с риском, и инвесторам следует проводить независимый анализ рынка (due diligence), прежде чем принимать инвестиционное решение.

Иногда Компания может предоставлять услуги в области инвестиционного консультирования или какие-либо иные услуги компаниям, упомянутым в настоящем аналитическом отчете. Следовательно, Компания может иметь доступ к той информации, которая не будет отражена в настоящем аналитическом отчете, и Компания может использовать данную информацию или действовать на основе данной информации до того, как она будет опубликована. Кроме того, сама Компания, ее руководители и/или сотрудники могут держать длинные позиции по финансовым инструментам, упомянутым в настоящем аналитическом отчете, и время от времени могут наращивать позиции или продавать эти финансовые инструменты.

Публикация и распространение настоящего аналитического отчета могут быть ограничены и осуществляться только в рамках определенной юрисдикции. Лица, получившие доступ к настоящему аналитическому отчету, должны сами ознакомиться с подобными ограничениями и выполнять эти требования.