

# Истина и красота

*(... и российские финансы)*

## ***(Ещё один) год жизни на краю***

### ***- Россия в интерьере мирового кризиса -***

#### **Дилемма экономического стратега**

*Милостивый Боже, помоги мне стать добродетельным... но пока не до конца!*  
**Блаженный Августин**

Недавно нас попросили предоставить статью, в которой освещались бы последствия мирового экономического кризиса для России. И хотя Ваш покорный слуга отмечает некоторые признаки стабилизации в России – явления, печально отсутствующего практически во всех остальных станах мира, – скорость и масштаб мирового экономического спада просто захватывают дух. Россия выбирается наверх, на край пропасти, однако проделывает этот путь сквозь обрушивающуюся на неё лавину...

Итак, делать сейчас прогнозы относительно состояния экономики любой страны – весьма рискованное предприятие, однако мы тем не менее наблюдаем за растущим числом факторов, свидетельствующих о постепенной стабилизации в России, последний из которых – значение 40.6 по индексу менеджеров по снабжению (PMI), рассчитываемому банком «ВТБ Европа» и характеризующему состояние производственной активности в РФ. И хотя это

значение всё ещё указывает на доминирование рецессионных явлений, индекс продемонстрировал укрепление второй месяц подряд – с отметки 33 в декабре до 35 в январе. Существенное снижение наблюдается в запасах готовых товаров, что является одной из предпосылок оживления промышленной активности. На момент написания данного обзора рубль стабилизировался, и вслед за впечатляющим восстановлением рынка евробондов сегмент рублёвых облигаций начал уверенно укрепляться: спрос на облигации компаний первого и второго эшелона формируется исходя из доходности, равной 20%.

Жизнь будет скучна, если не пускаться ни в какие авантюрные приключения, так что мы рискнём выставить себя дураками и выпустим ряд прогнозов: рано или поздно индекс S&P достигнет нашего целевого прогноза в 650 пунктов (сейчас он находится всего лишь в каких-то 50 пунктах от этой отметки), после чего стабилизируется (будем на это надеяться, но не уверены). Вероятнее всего, цены на нефть достигли дна. Китайский спрос на углеводороды восстанавливается. Индекс акций РТС достиг дна на отметке 500 пунктов в октябре прошлого года и, судя по всему, не хочет опускаться ниже (нынешний уровень – 540 пунктов), однако мы считаем, что в обозримом будущем он будет продолжать торговаться в весьма узком диапазоне. На текущий момент в число лучших инвестиционных возможностей входят российские еврооблигации, а для сильных духом авантюристов – отдельные рублёвые бонды.

Короче говоря, в последнее время мы видели стаю ласточек – хочется верить, что они знаменуют начало весны. Тем временем факторы риска очевидны: если мы столкнёмся с настоящим крахом мировых экономических, финансовых и торговых систем, то тогда не нужно полагаться ни на какие индивидуальные прогнозы только относительно России. По нашим подозрениям, если реализуется катастрофический сценарий, то наши читатели, скорее всего, будут обеспокоены решением более насущных проблем, как то добыча пищи, воды и сухой пещеры, в которой можно провести ночь, – а не упрёками в наш адрес по поводу пары-тройки неверных прогнозов.

## **(Ещё один) год жизни на краю – Россия в интерьере мирового кризиса**

*Экономический удар, который претерпела Россия на первых стадиях мирового экономического кризиса, превосходит все рациональные ожидания, сформулированные исходя из предположения о циклическом сдвиге экономической активности в сторону развивающихся рынков. Справедливости ради следует отметить, что вообще урон, нанесённый последовательными взрывами нескольких фондовых пузырей в США, не имеет исторических прецедентов. В ретроспективе нынешний кризис будет истолковываться как фундаментальный переломный момент в процессе постепенного отхода мировых экономических сил от старых экономик Запада.*

*На данном этапе ни в чём не виноватым сторонним наблюдателям следует поостеречься. Подобно всем предшествовавшим финансовым кризисам, первоначальная реакция на этот раз была панической и не делающей различий ни для кого; из окна выплёскивались и вода, и младенцы по мере того, как всё большее число финансовых учреждений переходило в режим аварийного выживания. Затем, когда кризис вошёл в фазу зрелости, рынки начали разделять компании и страны на те, которые стоят перед угрозой возможного вымирания, и те, которые оказались перепроданными далеко за рамки всех разумных пределов и, следовательно, сейчас предлагают соблазнительные инвестиционные возможности для сильных духом игроков. Мы считаем, что в случае России «инфекционный» эффект кризиса был «фронтальным» - иначе говоря, что самые тяжёлые последствия внешнего удара страна пережила в конце 2008 года, а сейчас вот-вот начнется стадия стабилизации.*

## **Три всадника из Апокалипсиса – и отсутствующие племенные жеребцы**

За то, что российская экономика оказалась столь сильно подверженной вирусу мирового экономического кризиса, несут ответственность три основных фактора: в порядке убывающей значимости это, во-первых, оскудение кредитных потоков; во-вторых, падение сырьевых цен; в-третьих, отток инвестиций. Эти потрясения приобрели такие масштабы, аналога которым не было в истории современной экономики, и – что особенно важно – произошли с головокружительной быстротой (это в особенности верно в отношении кредитных ресурсов, которые практически за одну ночь из полноводных рек превратились в скудные ручейки).

В силу структурных причин развивающиеся рынки – не исключая России – оказались чрезвычайно чувствительными к внезапному краху мировых рынков капитала. Поскольку почти нет никаких сомнений в том, что на протяжении 2009-2010 годов ситуация будет усугубляться, могут возникнуть закономерные вопросы по поводу экономической выживаемости некоторых развивающихся стран, в частности Восточной Европы. С другой стороны, что касается России, то для неё, как кажется, самый тяжелый удар уже позади, и если мировые торговые системы или сырьевые рынки не погрузятся в хаос, то мы скорее всего увидим стабилизацию в пределах нынешних уровней.

Мы сперва проанализируем три основных фактора, которые способствуют развитию нынешнего кризиса, а также изложим свой краткосрочный прогноз относительно каждого из них. Затем мы рассмотрим «смягчающие обстоятельства», т.е. те сферы, в которых Россия более-менее защищена от воздействия вирусной инфекции.

### **1. Кредитные ресурсы**

Если первые приступы мирового кризиса Россия сумела проигнорировать, то катастрофическое решение позволить инвестбанку Lehman Brothers полететь в неконтролируемые тартарары пустило под откос финансовые рынки всего мира. Отчаянные и поспешные попытки банков репатриировать капитал привели к внезапному оттоку всех кредитных средств, вне зависимости от платёжеспособности заёмщиков. Российский корпоративный сектор, в значительной мере профинансированный за счёт международных рынков капитала, оказался в состоянии опасной незащитности.

Эта хрупкость явилась прямым следствием «кудринской системы», поскольку под руководством министра финансов Кудрина Россия, будто бы опасаясь развития «голландской болезни» и гиперинфляции, вызванной масштабными прибылями от сырьевого экспорта, постаралась удержать непредвиденно крупные прибыли производителей нефти, накапливая огромные золотовалютные резервы и низводя госдолг до тривиальных уровней. Ссылаясь на ограниченную способность российской финансовой системы поглощать и распределять имеющиеся инвестиционные средства, правительство инвестировало нефтяные экспортные прибыли в активы стран большой «семёрки», тем самым предоставив мировым инвестбанкам возможность играть роль посредников в процессе переливания этих денег обратно в российскую экономику.

Лишенный внутренних возможностей привлечь деньги для финансирования проектов по расширению бизнеса, оборотных средств или капзатрат, российский корпоративный сектор не нашёл ничего лучшего, как обратиться за помощью к мировым банкам и международным рынкам капитала. Благодаря тому, что до октября 2008 года международные банки утопали в ликвидности и рыскали в поисках надежных, платёжеспособных заёмщиков, они с большим удовольствием начали предоставлять всё большие объёмы средств россиянам: зеркальным отражением растущих государственных золотовалютных резервов стал быстро увеличивающийся долг корпоративного сектора России.

Не исключено, что если бы мировой финансовый кризис разразился на 24 месяца позже, то российский частный сектор сейчас оказался бы безнадежно, по уши увязнувшим в долгах. На момент начала кризиса задолженность российского корпоративного сектора оценивалась в

весьма тревожные \$500 миллиардов, однако эта сумма не учитывала внушительные иностранные активы, принадлежащие российским компаниям. По оценкам, в 2009 году российскому корпоративному сектору предстоит погасить и выплатить по купонным платежам примерно \$110 млрд.; средства под большую часть этих платежей уже зарезервированы эмитентами посредством покупки американских долларов на местном рынке. В последнее время многие должники, в частности банки, активно выкупали с рынка свои еврооблигации, которые на протяжении последних несколько месяцев торговались на очень высоких уровнях.

### **Вашингтонский консенсус вновь наносит удар...**

Мы решимся утверждать, что кризис был усугублён преждевременным, политически обусловленным решением полностью интегрировать Россию в систему мировых финансовых рынков, подтвердить новообретённую экономическую стабильность России путём снятия всякого контроля над потоками капитала, вкусить все блага либерализации как раз в тот момент, когда западная система полетела вниз по спирали фондовых пузырей. К сожалению, система контроля весьма неэффективна для предотвращения оттока капитала. Более того, на тот момент потенциальная угроза скрывалась вовсе не в оттоке капитала; проблема заключалась в излишках «горячих» денег, мечущихся по рынку в поиске краткосрочных торговых возможностей. Именно тут в идеале и должны были бы сработать меры фискального контроля – т.е. контроля, ограничивающего приток «горячих» иностранных денег в экономику страны.

И вот когда счёт движения капиталов оказался распахнут настежь, мировая карусель операций carry trade завертелась в полную силу. Хеджфонды «затоваривались» краткосрочными рублёвыми активами, принимая во внимание предполагаемое одностороннее движение курса рубля, а также местные процентные ставки, которые, несмотря на то, что были отрицательными в реальном исчислении, существенно превышали стоимость долларовых кредитов. Эти притоки капитала, наряду с высоким профицитом торгового баланса, вынуждали Центральный Банк России проводить недопустимо мягкую денежную политику для того, чтобы замедлить повышение стоимости рубля. Эти меры, усугубленные обильными притоками капитала, «столкнули» местные процентные ставки в глубоко отрицательную зону, что привело к инфляции, чрезмерному укреплению рубля и серьёзным дисбалансам в распределении денежных ресурсов. Более того, поскольку почти все «горячие» деньги были спекулятивными и краткосрочными, они не оказали никакого благотворного влияния на остро необходимое инфраструктурное инвестирование или капитальное строительство. Естественно, когда уровень мировой терпимости риска обрушился вниз, произошёл резкий разворот денежных потоков, и ЦБР начал предпринимать отчаянные и в сущности обречённые на неудачу попытки сохранить веру населения в национальную валюту и банковскую систему страны, удерживая рубль на нереалистично высоких уровнях.

### **Взгляд в будущее –**

Несмотря на периодические, популистские по своей сути заявления некоторых представителей российского правительства – приверженцев «жесткой линии» – о необходимости учреждения контроля над движением капитала, Центробанк полностью отдаёт себе отчёт в том, что меры валютного контроля следует внедрять в те моменты, когда деньги приходят в страну; когда же деньги из страны утекают, то эти меры, как правило, оказываются тщетными. Более того, провоцируя ответную реакцию в виде «бегства капитала», эти меры на самом деле могут возыметь противоположный эффект, особенно в такой стране, как Россия, – искусной в уклонении от соблюдения административных норм. Как бы то ни было, как недавно подчеркнул сам Путин, пока игра будет продолжаться по старым правилам.

Пожалуй, самыми успешными в пакете антикризисных мер стали шаги по оказанию поддержки российской банковской системе. Не было волны беспорядочных банкротств; объем банковских депозитов от индивидуальных и корпоративных вкладчиков остался в общем-то на прежнем уровне; и, несмотря на то, что доля проблемных кредитов в совокупном портфеле российских кредиторов увеличилась (а недавние изменения в правилах банковской отчётности ЦБР не

добавили ясности), их общее число не представляет какой-либо угрозы российской макроэкономической стабильности.

Сейчас мировые кредитные рынки начали потихоньку приходить в себя, и некоторые наиболее выдающиеся российские компании, классифицируемые как самые надёжные заёмщики, даже сумели привлечь «свежее» долговое финансирование, тогда как большому числу прочих игроков удалось договориться о пролонгации имеющихся кредитных линий.

Сокращая объемы систематической (небанковской) помощи российским компаниям, стоящим перед проблемой погашения иностранных долгов, российское правительство тем самым подталкивает их к тому, чтобы продолжить вести переговоры о предоставлении денег с западными кредиторами, которые могут посчитать весьма выгодным для себя продолжать сотрудничество со своими платёжеспособными, но остро нуждающимися в деньгах российскими заёмщиками. Принимая во внимание тот факт, что все компании постарались извлечь пользу от поэтапной девальвации рубля, скупая иностранную валюту для погашения своих обязательств в 2009-2010 годах, мы считаем, что, скорее всего, дефолты по еврооблигациям коснутся лишь пары-тройки наименее значимых для экономики страны эмитентов. С другой стороны, мы сильно сомневаемся, что в обозримом будущем российские компании смогут получить широкий доступ на рынки мирового капитала.

## **Сырьё**

Хотя российское правительство давно отдавало себе отчёт в том, какой риск кроется в чрезмерной зависимости страны от циклов на мировых сырьевых рынках, на практике преодолеть эту порочную зависимость оказалось чрезвычайно трудно. Россия по своей сути является крупным экспортёром энергоносителей, полезных ископаемых, а так же весьма значимым игроком на мировом рынке сельскохозяйственных товаров. Таким образом, когда на мировых рынках сырья доминирует восходящий тренд, деньги в страну текут рекой, способствуя повышению курса национальной валюты, инфляции и заглушая экономическую активность в секторах, не связанных с сырьем. Понижательный тренд на сырьевых рынках влечёт за собой стремительный экономический спад, оскудение кредитных ресурсов и дефляцию.

До сегодняшнего дня самые успешные попытки промышленной диверсификации экономики страны заключались в продвижении российских экспортёров вверх по «лестнице» всё более высокомаржинальных продуктов, например, от экспорта железной руды и стальных слябов к экспорту металлопродукции с высокой добавленной стоимостью, от экспорта природного газа к экспорту нефтехимических товаров, от экспорта целлюлозы и дерева к экспорту мелованной бумаги и мебели.

Помимо периодических фантазий в сфере нанотехнологий, внутренняя промышленность наиболее успешно развивалась в направлении замены импортных товаров, включая продовольственные продукты, стройматериалы и в особенности российскую сборку и производство иностранных автомобилей. Что касается российского автопрома, то для него приостановка – по политическим причинам – переговоров о возможном вступлении России в ВТО оказалась благом, которое уберегло иностранных производителей, открывших заводы в России, от вторжения конкурирующих игроков.

## **Взгляд в будущее -**

В обозримом будущем зависимость России от сырьевых циклов следует воспринимать как неизбежность.

На текущий момент отсутствует единодушие относительно среднесрочных движений цен на мировых рынках сырья, однако мы предполагаем, что участники рынка от чрезмерно бычьих ожиданий впали в другую крайность – неоправданный пессимизм. И хотя экономическая активность на Западе, скорее всего, будет продолжать падать, этот спад, по крайней мере,

частично будет компенсирован энергоёмким инфраструктурным строительством, проводимым по указу правительства.

Так или иначе, сейчас упование на китайское чудо (т.е. на продолжение китайского экономического роста) является единственной более-менее реалистичной надеждой на возможность избежать продолжительной рецессии/депрессии. К счастью, есть серьезные основания для того, чтобы делить как минимум на два появляющиеся в прессе пессимистические заявления по поводу способности Китая к экономическому укреплению. Действительно, перед страной стоит сложнейшая задача по переориентации сильно зависящей от экспорта промышленности внутрь страны, на гигантский и чудовищно «недокормленный» внутренний рынок. Однако следует помнить, что Китай извлекает огромную пользу от высокой степени политической централизации, а, следовательно, способен быстро внедрять в жизнь радикальные экономические решения. За десятилетие контрциклической фискально-денежной политики Китай скопил огромные силы – сочетание значительного бюджетного профицита и крупнейших в мире золотовалютных резервов.

Первые воодушевляющие признаки оживления китайского спроса включают в себя скромный рост цен на железную руду, кокс и сталь. Аналогично, обвалившись в прошлом году на беспрецедентные 90%, индекс стоимости фрахта Baltic Dry Index уже удвоился благодаря восстановлению китайского спроса. Во многом в силу того, что объемы сельскохозяйственного производства сократились в многочисленных географических зонах из-за набирающей обороты смены климата, а также из-за уменьшения уровня кредитования сельского хозяйства, в ближайшие 18 месяцев цены на зерно вновь взлетят вверх.

Естественно, ключевой вопрос заключается в ценах на нефть. Высока вероятность того, что дно было достигнуто в конце 2008 года: с декабря прошлого года цена нефти сорта Brent несколько раз отскакивала от уровня \$40 за баррель. И пока рынок был занят рассуждениями о разрушении спроса, практически никто не обратил внимание на разрушение предложения: на нынешних ценовых уровнях многочисленные небольшие нефтяные месторождения – от канадских нефтеносных песков до глубоководного бурения, американских малодебитных скважин, большей части казахских запасов, а также большинства альтернативных энергоносителей, включая биотопливо – стали нерентабельными. ОПЕК демонстрирует чудеса самодисциплины, и наблюдаются робкие признаки сотрудничества между производителями нефти, не входящими в картель.

Тем временем, крупные месторождения истощаются. Индонезия недавно превратилась в нетто-импортёра, добыча нефти в Мексике стремительно сокращается, тогда как завершающая фаза нефтедобычи в Северном море была отложена: последний этап спада местного производства закончится очень быстро. И хотя, конечно же, будут продолжать открывать новые месторождения, всю легкодоступную нефть уже, похоже, выкачали, а добыча на новых небольших месторождениях будет экономически и коммерчески целесообразной только при цене в 65-85\$ за баррель. Вероятно, именно на этих ценовых уровнях нефть и завершит этот год.

Что же касается спроса, хотя нет почти никаких сомнений в том, что Соединенные Штаты больше никогда не будут импортировать столько нефти, сколько они импортировали в 2007 году, следует отметить, что США более не являются главным источником повышающегося спроса. В январе впервые за всю историю китайские потребители приобрели больше автомобилей, чем американцы (более того, следует подчеркнуть, что продажи машин в США – это, в сущности, замена старых авто на новые, тогда как китайские продажи означают появление на дорогах новых автолюбителей).

## **2. Движения капитала**

Иностранные инвестиции «сбежали» со всех развивающихся рынков; для российских эмитентов (строго говоря, для эмитентов всего региона EMEA) выход на мировые рынки капитала с размещением новых выпусков акций был заказан уже с октября 2008 года. Похоже, что в ближайшем будущем ситуация останется без изменений. Что касается долговых рынков, сейчас привлечь долговое финансирование могут лишь заёмщики с самым высоким

рейтингом надёжности, и то, по сравнению с предыдущими временами, теперь это весьма дорогое удовольствие.

И хотя при оценке объемов «сбежавшего» из России капитала озвучивались какие-то космические цифры, большая доля на самом деле представляет собой закупку российскими компаниями долларов/евро либо для оплаты приближающихся к погашению долгов, либо просто для аккумулирования богатств. Объемы средств на коррсчетах в российском Центробанке выросли после того, как российский корпоративный сектор конвертировал свои резервы в иностранную валюту; несмотря на перевод из одной валюты в другую, эти средства продолжают оставаться доступными для российских владельцев.

Что касается прямых иностранных инвестиций, большинство иностранных компаний, ведущих бизнес в России, извлекали из своих российских предприятий большие прибыли (по крайней мере, до недавнего времени): во время опросов большинство подтвердило своё намерение либо сохранять инвестирование на прежних уровнях, либо увеличить его объёмы, поскольку российский рынок сейчас находится в фазе циклического роста. Мы бы сравнили эту ситуацию с ситуацией в Китае, в котором, несмотря на куда более благожелательное отношение в прессе к иностранным игрокам, с трудом можно насчитать пять западных компаний, китайские представительства которых являются рентабельными.

### **Взгляд в будущее –**

Хорошая новость здесь заключается в том, что хуже уже быть не может: привлечение капитала попросту не может упасть ниже нуля! Более того, смею утверждать, что если долгосрочные прямые иностранные инвестиции, безусловно, оказывают весьма благотворное влияние на экономику страны, то открытие российского рынка настежь навстречу спекулятивному иностранному капиталу имело катастрофические последствия. Опыт показывает, что наилучших результатов Россия добивается в тех случаях, когда рассчитывает целиком и полностью на свои силы и внутренние ресурсы.

### **И отсутствующие всадники:**

В отличие от большинства своих соратников по лагерю развивающихся стран, Россия более-менее защищена от многочисленных бедствий, которые могут выпасть на долю растущих экономик и которые серьезно угрожают благополучию ряда латиноамериканских стран (Мексике, Аргентине), стран региона ЕМЕА (Украине, Грузии, странам Балтии, Венгрии) и азиатским государствам (Индонезии, Таиланду, Филиппинам, Корее):

- Спад мирового спроса на промышленные товары

Россия главным образом экспортирует сырьё, и здесь основной катализатор роста – китайская промышленная активность. Экспорт промышленных товаров ограничивается вооружением (сегмент роста в тревожные времена перемен), ядерной электроэнергетикой и сравнительно рентабельной тяжёлой промышленностью (турбины, энергетическое машиностроение и пр.), удовлетворяющие потребности растущих экономик, в которых по крайней мере какое-то подобие инфраструктурного строительства всё-таки будет продолжаться.

- Неспособность финансировать дефицит текущего платёжного баланса из-за сокращения в объемах получаемых денежных переводов/долговых рынков/экспорта

У России нет незаменимых пунктов импорта: она самодостаточна во всём основном сырье и продовольственных товарах. В случае реализации самого катастрофического сценария Россия бесконечно долго сможет жить без мерседесов и французского сыра. Денежные переводы –

это по сути статья дебета в балансе страны, и у федерального правительства практически нет иностранных долгов, которые нужно обслуживать или погашать.

- Политическая нестабильность

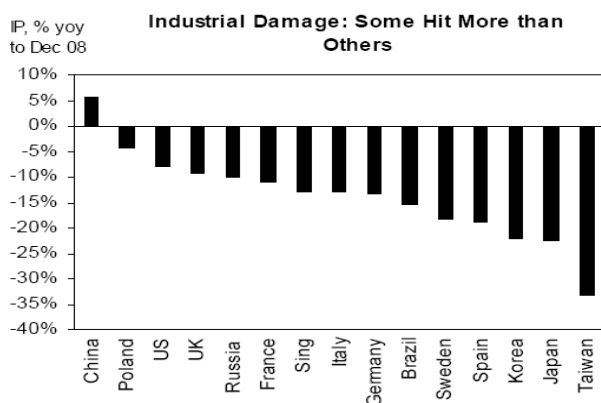
При всём должном уважении к достопочтенным авторам, сообщения о политических беспорядках в России просто смехотворны. В то время как правительства некоторых стран региона EMEA трещат по швам под оказываемым давлением, Россия продолжает пребывать в удивительном спокойствии. Нам хотелось бы указать на то, как западная пресса, всегда жадная до плохих новостей из России, на протяжении трёх месяцев пережевывала сообщение об одной-единственной демонстрации автолюбителей во Владивостоке...

Те из нас, кто пережил кризис 1998 года, были поражены полным отсутствием общественного волнения: по мере того как кризис усугублялся, люди просто ездили на свои дачи сажать картошку. Похоже, опыт семидесятилетнего существования под гнётом коллективистской власти отбил у россиян всякую охоту к свершению революций.

Что касается международного контекста, кризис существенно охладил любовь Запада к конфронтационной политике, открытию новых фронтов военных действий или установке дорогостоящих систем ПРО. Следовательно, можно ожидать значительного потепления в американо-российских отношениях. Аналогично, некоторые соседи России, которые до последнего времени были зациклены на переживании вполне понятных, но уже несколько устаревших исторических обид, сейчас будут заняты решением куда более насущных проблем. В нынешних условиях даже незначительные вливания российского капитала будут тепло приветствоваться получателями.

- Экономическая хрупкость

Несмотря на заявления западной прессы о том, что российской политико-экономической системе не хватает гибкости, она, на самом деле, намного более гибкая, чем политико-экономические системы большинства развитых стран. Понижение зарплат и числа сотрудников может произойти буквально по мановению руки; промышленное производство может быть запросто приостановлено до тех пор, пока запасы на складах не снизятся до требуемых уровней – что, в сущности, и произошло в январе 2009 года (и отразилось на данных промпроизводства – впечатляюще низких, но не совсем точных).



Source: GS Global ECS Research

Короче говоря, хотя нашим читателям хорошо известно о дисбалансах, свойственных российской экономике, следует отметить, что у них есть обратная – положительная – сторона: ни один здравомыслящий производитель не вздумает наладить в России свою оперативную цепочку сбыта. Местная инфраструктура промышленных связей чем-то напоминает старую



машину жигули: спустя двадцать наполненных всевозможными событиями лет она весьма неэффективна, но, по крайней мере, удароустойчива.

И хотя мы считаем, что на протяжении первой половины 2009 года будут продолжаться то тут, то там появляться обескураживающие показатели, период максимального стресса был пройден в октябре-ноябре 2008 года. После резкой девальвации рубля, успешного оказания поддержки банковскому сектору и перекачки государственных золотовалютных резервов в корпоративный сектор вероятность увеличения неплатежей по долгам, которые в четвертом квартале 2008 года росли, как грибы после дождя, была практически ликвидирована.

Несмотря на то, что сейчас наш взгляд на ситуацию не пользуется популярностью, мы продолжаем рассчитывать на постепенную дифференциацию между потенциально сильными странами лагеря БРИК и старыми экономиксами Запада. Тем, кто хочет спрогнозировать время российского отскока, мы рекомендуем пристально наблюдать за трендами китайского роста. И хотя Россия в последнее время пережила череду сильных финансовых потрясений, её финансовая система выдержала стресс-тест, и политические меры, применяемые и Центробанком, и министерством финансов, оказались весьма грамотными. Мы не исключаем, что в течение следующей пары лет инвестиционные возможности на финансовых рынках будут сопоставимы по потенциальным прибылям с теми, которые наблюдались после кризиса 1998 года.

---

*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 неременной 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 вызывать 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 неременной 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, вкладывающие 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.