

Истина и красота

(... и российские финансы)

Зелёные ростки надежды

| | | | |
|---|----|---|----|
| Фыркающий бык | 2 | Российская экономика: Воскресение | |
| Русские ростки надежды | 3 | откладывается | 16 |
| Вечная Россия | 5 | Жизнь после долга: Конец принципа | |
| ММВБ – РТС: Засилье нефтяных деривативов? | 8 | старшинства? | 19 |
| Доллар: Какая боль... | 8 | Бондиана и дисциплина: Российские бумаги с | |
| Российские рынки и переполох | 9 | фиксированным доходом | 22 |
| Анатомия возрождения | 11 | Казахстан под натиском пиратов | 23 |
| Слово предоставляется ФК «ОТКРЫТИЕ»: | | Америка «левее» | 26 |
| Пришло время заняться качеством | 13 | Заключительные комментарии: Государственный | |
| Страх и ненависть в нефтяной обители | 15 | долг | 27 |
| | | Примечание | 31 |

Наш любезный читатель, безусловно, помнит, как всего лишь пару месяцев назад участники рынка практически в унисон утверждали, что Великая История Развивающихся Рынков (и, в первую очередь, нашей любимой России) – это не что иное, как еще один случай из длинной череды схем Понци, мошенничеств и

обмана. Уолл Стрит чихнул два раза, и весь остальной мир послушно приготовился умереть от пневмонии. Предполагалось, что Китай и Россия будут подкошены смертельным вирусом «гражданского неповиновения» (вероятно, в отличие от вируса «негражданского неповиновения», который можно встретить

практически во всех уголках мира, за **исключением** пост-марксистских гигантов?). И нет ничего нового под солнцем, и ложная теория экономического «разъединения» (decoupling) опровергнута и забыта.

В конце осени с огромным трудом можно было продать наши некогда самые ценные российские активы. Предполагалось, что у Газпрома закончится газ, что ВТБ и Сбербанк захлебнутся токсичными отходами, а затем лопнут, как пузырь, что нефть выйдет из моды, и скоро вам будут платить за то, чтобы вы увезли эту гадость с рынка. Надвигающийся крах подтвердил бы правильность взглядов циников-русофобов... но тут неожиданно, по-кошачьи, подкралась весна.

Внезапно Газпром смог разместить выпуск облигаций со ставкой купона в 9,25% годовых; перед ЦБР опять стоит непростая задача – на этот раз не удержать рубль от падения, а не позволить ему слишком сильно вырасти. Нет никаких сомнений в том, что нефть опять в моде, а Китай считает возможным читать всему миру нотации на тему фискального благоразумия, да таким самодовольным и нравоучительным тоном, какой мы привыкли ассоциировать с американцами. Ну и, конечно же, уверенно отскочил вверх российский рынок акций, восстанавливаясь от падения эпических масштабов.

Даже «миряне» с Уолл Стрит демонстрируют проявления веры: банк JPMorgan, который как-то разразился апокалипсическим обзором рынка, присвоив России рейтинг “Underweight” (иными словами: «Спасайтесь, пока еще есть возможность!»), недавно повысил рейтинг до отметки «Нейтрально» – сразу же после того, как индекс РТС удвоил свою капитализацию относительно недавних минимумов (не пришло ли время фиксировать прибыль или, может, имеет смысл подождать, пока они не выставят рекомендацию «Покупать»?).

Вместе с тем, весь остальной финансовый мир, похоже, стал ещё более волатильным и непредсказуемым: участники рынка пытаются провести переоценку активов и нащупать какие-нибудь более-менее рациональные модели оценки в рамках системы, фундаментально отличной от предыдущей, которая приказала долго жить в августе 2007 года. Очень скоро – по чьему-либо умыслу или, вероятнее всего,

произвольно – сформируется новая финансовая конструкция, однако пока мы можем только догадываться о том, какими именно будут её очертания. Сейчас все при совершении торговых операций используют в качестве ориентира понятие риска, а не фундаментальной стоимости. Временами корреляция между ценами на разные классы активов возрастает до предельной степени, а затем внезапно это единство исчезает. Ваш покорный слуга может с уверенностью сказать, что за многие годы работы на финансовых рынках мы не можем припомнить периода большей неопределенности.

Фыркающий бык: Не думай о нём, а чувствуй его

Вашего покорного слугу совершенно точно нельзя назвать приверженцем теории «рациональных рынков», мудрёных моделей оценки справедливой стоимости акций, валютных паритетов и прочих околонучных мифов, однако при этом на нас можно смело рассчитывать, если вы желаете недооценить абсолютную иррациональность – истерическую сущность – финансовых рынков в периоды экономических потрясений. И хотя мы в общем-то готовы согласиться с мнением большинства, согласно которому самые тяжёлые испытания уже позади, мы хотели бы отметить, что осмысление нынешних трансформаций мировой финансовой системы займёт несколько лет, если не десятилетий.

На самом деле, этого следовало бы ожидать: что внезапный, неожиданный сдвиг в центре мирового экономического притяжения приведёт к таким потрясениям. Историческая аномалия в виде абсолютного политического и экономического господства стран большой «семёрки» подходит к концу. И она уже больше никогда не вернётся.

И хотя все мы сейчас напоминаем слепца, передвигающегося в кромешной темноте, один факт не вызывает никаких сомнений: происходят фундаментальные сдвиги, и мы от всей души рекомендуем инвесторам учитывать этот факт в своих торговых стратегиях.

Русские ростки надежды

Еще не известно, имеют ли эти первые обнадеживающие зеленые побеги экономического возрождения под собой твердую почву. Ясно одно: мировая экономика переживает самые трудные времена за всю историю. И тут важно помнить следующее: действительно, как правило, массивные продажи на финансовых рынках происходят во время серьезных экономических пертурбаций, однако это вовсе не означает, что **масштабы этих двух взаимосвязанных явлений совпадают**. Другими словами, что глубина падения рынка обязательно соответствует серьезности экономических проблем, вызвавших это падение. Иногда рынок склонен переоценивать масштаб проблемы – как в хорошую, так и в плохую сторону.

Что касается России, то нам 80%-ное падение индекса РТС представляется совершенно неоправданным, особенно если отталкиваться от предположения, что все финансовые активы обладают некоей фундаментальной стоимостью. И если первая волна продаж была оправдана, то её впоследствии усугубили некоторые технические факторы, такие как дефицит внутренней долгосрочной ликвидности, огромный объем корпоративной задолженности, паника среди мировых хедж-фондов и общие сбои рыночной системы. Как только пыль улеглась, индекс РТС несколько раз протестировал уровень поддержки на отметке 500 пунктов, что указывает на формирование превосходной возможности войти в рынок: более того, отскок произошёл значительно раньше, чем мы и большинство наших коллег рассчитывали.

Сейчас, по размышлении зрелом, катастрофическое падение российского рынка акций представляется классическим примером маниакального отката: продажи, изначально спровоцированные рациональными экономическими причинами, стремительно приобрели логику самосбывающегося и самоусиливающегося пророчества в силу закрытия маргинальных позиций, вынужденных продаж фондов, столкнувшихся с необходимостью погашать долги, и отчаянных попыток участников рынка одновременно протиснуться в весьма узкий выход.

Кроме того, некоторые специфические особенности российского рынка усугубили нынешний бардак: недостаток долгосрочной внутренней ликвидности, склонность банковской системы к некоторым спекулятивным «излишествам» (хотя, пожалуй, не таким масштабным, какие наблюдались у таких уважаемых представителей британской банковской системы, как, скажем, Royal Bank of Scotland (RBS)), чрезмерное использование заёмного капитала и отсутствие инвестиционной культуры у пугливых и ориентированных на быстрый куш внутренних участников рынка, не умеющих удерживать торговые позиции в условиях падающего рынка.

Конечно, сейчас, с ретроспективной точки зрения, легко делать выводы и выносить критические суждения (хотя справедливости ради следует отметить, что Ваш покорный слуга достаточно долго предупреждал о возможности нынешнего кризиса для того, чтобы заслужить шуточную похвалу, мол, «он предсказал пять из двух последних рецессий»). Как бы то ни было, мировая финансовая система утратила всякое равновесие и стабильность.

Кризис зародился в англо-саксонском мире и в первую очередь в Соединённых Штатах: гротескные финансовые «перегибы», коррумпированная финансовыми интересами политическая система и, в особенности, дефектная модель мирового экономического роста, основанная на непропорционально раздутом американском потреблении, профинансированном за счёт займов, китайского кредитования и неограниченной возможности правительства эмитировать гособлигации, – всё это рано или поздно должно было закончиться слезами.

Однако самое грустное заключается в том, что соблазну мнимого успеха дерегулированной финансовой модели эпохи Рейгана-Тэтчер поддался весь остальной мир и азартно способствовал усугублению этих дисбалансов, в результате чего нынешняя, синхронная для всех стран рецессия обещает быть очень глубокой и продолжительной, а отвращение к либеральной экономической модели, вызванное этими дисбалансами, дискредитирует и её сильные стороны и преимущества.

Зелёные побеги экономического возрождения?

Самое сложное сейчас – это прогнозировать сроки рыночных перемен. Честно говоря, мы удивлены продолжительностью текущего ралли, но совершенно не настроены идти против рынка. Не исключено, что мы сначала стали свидетелями неоправданно сильного падения, а теперь можем наблюдать за непропорционально мощным отскоком.

Как бы то ни было, по мере того как ралли затягивается, мы вели бы себя со всё большей осторожностью, по крайней мере, до тех пор пока не станет ясно, сумеет ли рынок удержаться на отвоёванных обратно рубежах или нет. По нашим предположениям (подчёркиваем – это только предположения и не более того), в следующие два месяца мы можем стать свидетелями весьма сильной коррекции: вряд ли рынки протестируют свои недавние минимумы, однако мы кожей чувствуем, что маргинальные позиции вновь могут начать разваливаться по частям.

Однако самое важное заключается в другом: происходит фундаментальный сдвиг всей системы. И вскоре последний станет первым, а первый окажется в беде. Нет никаких сомнений в том, что эпоха благополучия и процветания для стран большой «семёрки» закончилась, и отныне денежные средства будут распределяться строго по пайкам, кредиты будут выдаваться на более разумной основе, а риск оцениваться значительно строже. Хедж-фонды и прочие «агрегаты» для быстрой перекачки денег стремительно превращаются в биологический вид, находящийся под угрозой вымирания; безусловно, многие из них выживут, однако будут функционировать в совсем иных условиях – со значительно меньшим количеством заёмных средств в их распоряжении и с существенно более слабой способностью влиять на остальной рынок.

Принимая во внимание то, что национальные валюты стран большой «семёрки» быстро теряют свою привлекательность, возобновится укрепление валют стран с развивающейся экономикой. Мы всё больше будем привыкать следить за публикацией макроэкономических данных из Китая, как

некогда мы лезли к терминалу Блумберг, чтобы узнать новости из США.

До тех пор пока динамика рынков акций будет зависеть от наличия/отсутствия факторов роста, страны с развивающейся экономикой будут оставаться не только самыми прибыльными, но и самыми безопасными островками в море мировой экономики.

После недавнего неоправданно сильного падения цены на сырьё начинают потихоньку восстанавливаться, поднимаясь на более разумные уровни. И хотя китайский экономический рост, конечно, не может спасти всю мировую экономику, производители сырья, безусловно, будут среди первых спасённых. Несмотря на то, что нефть вряд ли вернётся на отметку \$100 за баррель раньше конца 2010 года, она, скорее всего, будет продолжать постепенно дорожать, особенно благодаря китайскому росту и ослаблению доллара. Кроме того, те инвесторы, которые пожелают диверсифицировать свои валютные риски в парах доллар/евро/йена, обязательно обратятся к сырью как к средству хеджирования.

Итак, великая инвестиционная идея под названием «развивающиеся страны» опять входит в моду, несмотря на злопыхательства тех, кто считает, что история – не что иное, как бесконечное повторение одного и того же. Центр мирового притяжения всё сильнее сдвигается на юг и восток, и мы считаем, что в обозримом будущем на прежнее место он не вернётся.

Великобритания: Дефолт аргентинского масштаба?

Поразительно, но, судя по всему, развивающиеся страны сумели извлечь уроки из своего горького прошлого и существенно улучшили свою фискальную дисциплину и экономическую политику, тогда как индустриально развитые страны, напротив, пустились во все тяжкие и были вынуждены прибегнуть к неконтролируемому дефицитному финансированию для того, чтобы выручить из беды свои проштрафившиеся финансовые системы. Сейчас многие развивающиеся страны могут похвастаться куда большей финансовой стабильностью, чем их уважаемые соседи.

Действительно, если не брать в расчёт регион ЕМЕА (Европа, Ближний Восток и Африка), в особенности страны Балтии, самая серьезная опасность дефолта нависла сейчас над странами большой «семёрки». И это только вопрос времени – когда именно МВФ придётся протянуть руку помощи какому-нибудь индустриально развитому государству.

В самом деле, когда эмитентом единственной мировой резервной валюты является страна, переживающая серьезнейшие фискальные потрясения, которые, согласно прогнозам, будут только обостряться, можно смело предсказывать, что нас ждут очень интересные времена. Так что те инвесторы, которые хотят в данных условиях выжить, должны быть психологически готовы пересматривать свои фундаментальные взгляды в весьма оперативном режиме.

Вечная Россия

Глазами Запада – Россия в мировых СМИ

Ваш покорный слуга не устает поражаться тому колоссальному объему аргументированной, псевдонаучной чепухи, которая регулярно появляется на страницах мировых СМИ о России, в частности в американской прессе. Мы только что дочитали две статьи, недавно опубликованные в журнале National Interest, содержание которых в очередной раз подтвердило наше предположение: некоторые люди хронически неспособны извлекать уроки из ошибок прошлого.

Первая статья принадлежит перу Клиффорда Гэдди (Clifford Gaddy) и Бэрри Айкса (Barry Ickes), которые до сих пор пытаются побить свой собственный рекорд – опус 1998 года под названием «Виртуальная экономика России». Похоже, получение штатной должности привело к утрате интеллектуальной гибкости, и на протяжении всего последнего десятилетия из-под их пера выходили плохо аргументированные, тенденциозные и нелогичные сиквелы, лишённые той аналитической виртуозности, благодаря которой их статья про виртуальную российскую экономику была такой полезной. Их

последующие труды изобиловали абсолютно неверными прогнозами и старыми обидами.

Вторая статья, написанная Питером Реддэвейем (Peter Reddaway), посвящена, главным образом, анализу проблемы неэффективности нынешней российской власти, разделенной между президентом и премьер-министром, – точка зрения, безусловно, прекрасно известная постоянным читателям прессы.

Нетрудно угадать, что основное внимание журналистского сообщества приковано в последнее время к «назревающему расколу» между господами Путиным и Медведевым: может быть, комментаторы считают, что если они будут упрямо настаивать на своём, то желаемое всё-таки удастся выдать за действительное? Больше всего нас поражает то, что к мнению этих «независимых экспертов», так же как и к мнению их не менее знаменитых коллег-журналистов, продолжают серьезно прислушиваться, и это несмотря на то, что их прогностический послужной список мог бы оказаться смертельным для карьеры любого управляющего фондом.

Самый последний пример – освещение предвыборной президентской кампании в России. Читатель, безусловно, помнит мрачные прогнозы относительно исходов «подковёрной борьбы между бульдогами», о политических фракциях, увязших в ожесточенных схватках за политическую и экономическую власть, о силовиках, которые якобы вот-вот установят контроль над страной для того, чтобы, мол, уберечь от разграбления свои несметные богатства. Наверняка наш читатель также может без труда припомнить ход самих президентских выборов, порядок и респектабельная предсказуемость которых может соперничать с собранием родительского школьного комитета. Единственное, чего наш читатель припомнить не сможет, – так это честное признание своей неправоты этими самыми журналистами, которые, тихонько поджав хвост, начали строить новые фантазии – на этот раз о предполагаемом расколе между Путиным и Медведевым.

Итак, из раза в раз журналистское сообщество совершает одни и те же

ошибки, между делом приводя выдержки из интервью, взятого у какого-нибудь учёного мужа, который придерживается аналогичных политических взглядов. Проблема российских учёных мужей заключается в том, что они привыкли обращаться к внутренней, российской аудитории и использовать характерную для российского максимализма фигуру речи – гиперболу.

По мнению российских интеллектуалов, обсуждение «проблем», «трудностей» или даже «вызовов» – это пустая болтовня и трата времени. Рассмотрения достойны «бедствия», за которыми послушно следуют «катастрофы», а список несчастий, о которых вообще имеет смысл рассуждать, замыкает «апокалипсис». Оппозиционная пресса каждый понедельник объявляет пожарную тревогу в масштабах всей страны, и даже ведущие СМИ полны мрачных предзнаменований. Журналисту не составит труда найти быстрое подтверждение своим самым диким идеям, просто набрав телефонный номер одного из московских комментаторов, – от фантазий на тему Третьего Иерусалима до Содомы и Гоморры. Переведённые на английский язык, эти комментарии могут произвести на плохо информированную публику сокрушительное впечатление.

Российский двуглавый орёл

Конечно, перед Россией стоят серьезные проблемы, однако зарубежные журналисты, которые могут судить о России только со своей не совсем объективной и также находящейся под угрозой точки зрения, упускают из вида самые главные факторы, характерные для современной России. Мы уже давным-давно прекратили вступать с ними в дебаты и с огромным удовольствием игнорировали бы их утомительные тирады, если бы не получали от наших читателей и клиентов ворох встревоженных писем с вопросом о том, когда же наконец российская политическая система рухнет...

Естественно, самый простой и короткий ответ на этот вопрос – никогда.

Возможно, одна из причин, по которым иностранцы неправильно истолковывают систему взаимоотношений между

Путиными и Медведевым, заключается в том, что они попросту не могут понять саму специфику межличностных отношений между россиянами. Наверное, это можно объяснить советским наследием и опытом проживания в Советском Союзе, когда было жизненно важно сохранять предельную осторожность в выборе своих близких друзей, когда граждане страны пытались ограничить свой круг общения небольшим количеством самых дорогих и надежных людей, которым можно было доверить свою жизнь. Формирование этих отношений занимало не один десяток лет. И, как правило, русские полностью доверяют тем людям, с которыми они знакомы с детства. Обычно отношения выстраиваются намного медленнее, чем между людьми на Западе, однако они в итоге становятся куда более стабильными и надежными. Так что понятия преданности и личной привязанности имеют в России большее значение, чем в странах Запада.

Выбор Владимира

На протяжении последних двенадцати месяцев средства массовой информации кишат слухами по поводу назревающего конфликта между Путиным и Медведевым. В самых «клинических» случаях Медведева изображают таким русским Ющенко, пытающимся приблизить Россию к Западу, который, вопреки всем последним потрясениям, продолжает считать себя единственным примером для подражания для всей Восточной Европы. Владимира Путина, естественно, живописуют как обломка советской эпохи, подавляющего юношеские порывы своего протеже. Конечно, нам не считают нужным объяснить, почему господин Путин, который теоретически мог бы оставаться у власти так долго, как он того пожелал бы, вместо этого назначил в качестве своего преемника пылкого реформатора.

Владимир Путин неоднократно демонстрировал превосходное умение разбираться в людях и справедливо пользуется репутацией человека, который каждый свой шаг планирует медленно и вдумчиво. Выбор Медведева в качестве наследника был, безусловно, хорошо продуманным действием, включая ранее не существовавшее разделение власти между Белым домом и Кремлем.

Какого бы мнения вы ни были о нём лично (хорошего – благодаря потрясающей популярности Путина – или плохого – в силу его «контроля над рычагами власти»), но, согласитесь: уходящий президент мог бы выбрать себе в преемники кого угодно – Вашего покорного слугу, Вас, наш любезный читатель, или даже свою лошадь... Если бы он хотел уйти, но при этом удержать власть в «ежовых рукавицах», он с легкостью мог бы посадить в кресло президента какого-нибудь закоренелого вояку из силовых структур – недостатка в кандидатах не было. Естественно, ему бы не понадобилось делать президентом сравнительно либерального профессора юриспруденции, если бы он не хотел провести в России масштабные институциональные реформы.

Какими бы ни были его достижения (а они огромны: от сохранения российской государственности до усмирения олигархов и возрождения национальной экономики), господин Путин всегда очень откровенно признавался в своих неудачах: фиаско в борьбе с коррупцией, неудачная судебная реформа и общая медленная модернизация российского общества. Да, Россия спасена от полного краха и распада, однако ещё предстоит провести трудные и болезненные реформы, и Путин подыскивал кого-нибудь, кто сможет справиться с этой непростой задачей, не порывая с «путинской системой» (очень популярной в России, но не на Западе) и не пытаясь угодить внешнеполитическим интересам США.

А теперь давайте проанализируем ход аналитической мысли западных комментаторов: выбранный Путиными преемник порывает с путинским наследием для того, чтобы провести реформы, о необходимости которых, как мы знаем, заявлял сам Путин. Полная чехарда, увы, весьма типичная для самодовольных, толстопузых и совершенно бессмысленных западных экспертов по России. С другой стороны, с инвестиционной точки зрения, есть более насущные проблемы и причины для беспокойств (как в России, так и за рубежом), так что мы не стали бы тратить очень много времени на размышления о политической стабильности.

Идеальный месяц для поездки в Россию: Саммит Россия-ЕС

Когда несколько лет назад во время приёма делегации французских парламентариев Вашего покорного слугу спросили, а не следует ли России волноваться по поводу того, что Запад найдет альтернативных поставщиков энергоресурсов, мы парировали: «Нет, господин министр, это Европа должна волноваться, как бы Россия не нашла других потребителей для своего сырья!»

Хотя, безусловно, принимать европейских коллег на саммите Россия-ЕС будет президент Медведев, мы подозреваем, что в выборе места проведения саммита активное участие принимал премьер-министр Путин: только он, с его утончённым чувством юмора, мог выбрать Хабаровск – город, расположенный примерно в семи тысячах километрах от центра, Бог знает где, и всего лишь в 25 километрах от китайской границы. Может, он хочет помочь европейским бюрократам побыстрее накопить авиа-мили или на что-то намекает?

Мы думаем, что правильным является второе предположение. На протяжении большей части текущего десятилетия Ваш покорный слуга твердил, что если Запад будет продолжать унижать, провоцировать и злить Россию, то у неё имеется отличная и очевидная альтернатива – самая быстрорастущая в мире экономика и, по нашим опасениям, будущий глобальный гегемон. В первые годы этого десятилетия, когда обе страны потихоньку вставали с колен и пытались исправить ошибки прошлого, над нашим предположением потешались, однако теперь мы злорадно потираем руки. И хотя взаимоотношения между двумя странами – основанные в первую очередь на взаимных интересах, а не на взаимной симпатии – всё ещё находятся на первой стадии формирования, стремительное укрепление торговых, военных и дипломатических связей, а также строительство совместной сырьевой инфраструктуры уже не вызывает никаких сомнений.

И вот когда-нибудь, когда возвышение Китая станет чрезвычайно неудобным для нас, жителей Запада, мы начнём задавать вопрос о том, какие же наши действия толкнули Россию – нашего жизненно важного союзника – в объятия Китая.

ММВБ – РТС: Засилье нефтяных деривативов?

Некоторые наши любезные читатели¹ продолжают пересылать нам аналитические исследования и обзоры рынков, как sell-side, так и для внутреннего пользования. В числе последних обзоров были глубоко научные, математические трактаты, в которых динамика российского рынка крепко-накрепко привязывалась к цене на нефть, причём в подтверждение этого тезиса были приведены специально рассчитанные коэффициенты корреляции и дифференциалы.

Однако, проблема тут заключается в подмене причинно-следственных связей. По нашему глубокому убеждению, и нефть, и индекс РТС реагируют на внешние факторы, которые не всегда поддаются рациональному истолкованию: такие как «экономический оптимизм», ликвидность, терпимость к риску, потоки капитала. Все эти факторы являются мощными катализаторами движения как нефтяных цен, так и котировок акций. Так что в значительной степени корреляция между нефтью и индексом РТС – это чистой воды совпадение.

Относительно катастрофических минимумов октября прошлого года индекс ММВФ вырос практически на 100%; цена на нефть сорта Brent, напротив, достигнув дна, которое было на 50% ниже нынешнего уровня, восстановилась, но всё равно продолжала снижаться на протяжении всего недавнего ралли на рынке акций. Пристальный анализ приведенного ниже графика указывает на отсутствие безусловной корреляции между котировками акций и ценами на нефть!



Нефть – Страшная правда

¹ Вы сами знаете, кого я имею в виду и как я вам благодарен за вашу доброту!

Конечно, глупо утверждать, что нефть НЕ является самым значительным драйвером, однако мы считаем, что она имеет решающее значение только на уровнях поддержки/сопротивления, а также в период уверенного рыночного тренда. Нет никаких сомнений в том, что дальнейшее снижение цены на нефть окажет резко отрицательное воздействие на рынок. Уже замечено, что когда цена на нефть сорта Brent опускается ниже \$45 за баррель, российские макроэкономические показатели начинают «штормить», а когда нефть вернется на уровень \$100, российские акции можно покупать не глядя. Между двумя этими крайностями простирается море, полное подводных камней и неоднозначных инвестиционных возможностей.

Доллар: Какая боль...

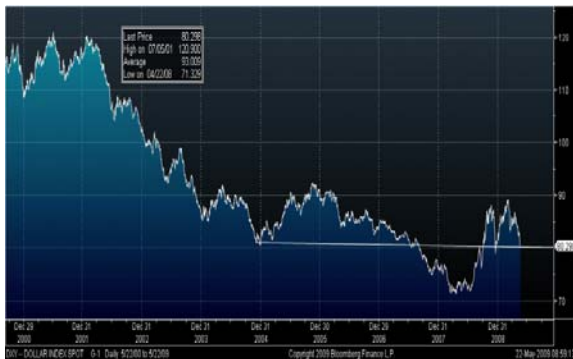
В течение всех последних десяти лет мы постоянно твердили о том, что дни американской валюты сочтены и что велика вероятность того, что кульминацией экономического кризиса станет крах доллара. Несмотря на период недавней волатильности мы не видим серьезных причин для того, чтобы поменять своё мнение.

И хотя первые стадии мирового экономического кризиса характеризовались массовой репатриацией американского капитала, а также отчаянными попытками европейских банков купить как можно больше долларов для покрытия торговых позиций по американским активам, это было всего лишь временное явление, и по мере того, как кризис набирает обороты, мы наблюдаем за тем, как долгосрочный циклический тренд возвращается на рынок.

Особенно трудно правильно спрогнозировать сроки, и мы не исключаем, что после того как доллар достигнет нового дна, может возникнуть контртренд, который подтолкнёт курс доллара вверх. Как бы то ни было, сейчас, по мере того как мир начинает всё сильнее осознавать то, в каком жалком состоянии находится американская финансовая система, стремительно слабеет взаимосвязь между оценкой риска и относительным укреплением доллара. Иначе говоря, как только американский доллар перестанут воспринимать как средство «бегства в качество», под его

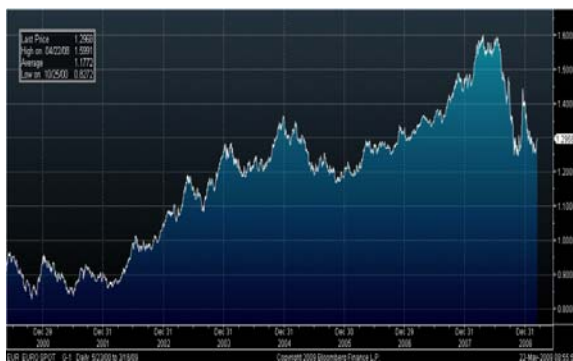
ногами развернется пропасть. Кстати, во время следующего приступа слабости американской валюты будьте особенно осторожны с операциями на рынках акций стран большой «семёрки».

Доллар – Живой труп



Долларовый индекс США (DXY) – динамика с 2000 года

Евро – пациент скорее жив, чем мертв. Пока...



Пара евро-доллар начиная с 2000 года

Российские рынки и переполох

Май – время уходить с рынка?

Месяц почти закончился², а Ваш покорный слуга так и не решил, какой же торговой стратегии нам следует придерживаться в мае этого года. И вот так – каждый год!...

Беда заключается не только в том, что у нас нет никакой уверенности по поводу краткосрочной траектории движения рынка, но также в том, что, по нашему глубокому убеждению, любой, кто

² Внимательному читателю не составит труда догадаться, что финальная редактура и подготовка к печати настоящего обзора несколько затянулись....

заявляет, будто знает, куда пойдет рынок в ближайшие недели и месяцы, – либо гений, либо – скорее всего – безумец. И так, принимая во внимание то, от какого колоссального объема задолженности в последнее время избавляются западные страны, быстрого восстановления экономик стран большой «семёрки» ожидать не следует, тогда как осторожность и предусмотрительность очень даже приветствуются. Конечно, рынку не доставляет никакого удовольствия «сливать» самого себя, и нередко торговая стратегия коротких позиций может обернуться отрезвляющим потрясением. Нам остается только строить догадки относительно того, когда же начнется неизбежная рыночная коррекция. Пока же мы бы сохраняли длинные позиции по отдельным бумагам, но при этом держали бы палец на спусковом крючке и не поддавались бы соблазну маржинального трейдинга. Не исключено, что недавние минимумы еще могут обновиться, однако сейчас рынок себя подогревает и подталкивает вверх – чтобы хоть немножечко развлечься. Мы сохраняем крупные длинные позиции по российским бумагам с фиксированной доходностью, удерживаем короткие позиции по американскому доллару, можем провести пару операций carry trades с узкими стоп-лоссами, а также продолжаем держать длинные позиции по акциям отдельных российских сырьевых производителей.

Недавно Россия пережила одно из тех своих головокружительных ралли, которые делают российский рынок таким восхитительным и одновременно таким обескураживающим. Учитывая то, что индекс ММВБ с начала года увеличился на 62%, а индекс РТС прибавил 50%, можно смело утверждать, что Россия вновь предлагает самые привлекательные инвестиционные возможности (забудьте про Пакистан! Если Пакистан – рынок «инвестиционных возможностей», то Ваш покорный слуга – белый кролик!). Рубль, который совсем недавно был выброшен на помойку истории многочисленными плохо осведомленными комментаторами (в частности, экономистами из некоторых российских банков, взгляды которых, вероятнее всего, испытывают сильное давление со стороны финансовых интересов их мажоритарных акционеров),

отскочил вверх примерно на 10% относительно корзины валют, а ЦБР вынужден всё быстрее формировать резервы для того, чтобы хоть как-то замедлить переоценку рубля.

Рынок евробондов был сплошным удовольствием: кредитные дефолтные свопы (CDS) обвалились с примерно 1200 до аж 250, а цены на некоторые наши корпоративные фавориты удвоились с ноября 2008 года. Кривая доходности Газпрома стремительно опустилась ниже отметки в десять пунктов (на этом этапе мы быстро утрачиваем к этим бумагам интерес), а некоторые выпуски, вероятнее всего, будут в течение ближайших нескольких месяцев торговаться на уровне номинальной стоимости.

Внутренний рынок рублёвых облигаций по большей части восстановился, равномерно распределившись на две части – активы первого/второго эшелона, относительно ликвидные и разумно оцененные рынком, и бумаги третьего/четвёртого эшелона, которые продолжают оставаться искалеченными и волатильными – яркая демонстрация того, что российский бизнес не утратил уникальный талант выбивать почву из-под своих собственных ног.

Мощное ралли на рынке акций было, главным образом, отскоком от неоправданно перепроданных уровней, спровоцированным робкими признаками нормализации на мировых рынках. Российские акции всё ещё остаются относительно дешёвыми по сравнению с аналогами развивающихся стран, а акции самих развивающихся стран существенно уступают в котировках аналогам из стран большой «семёрки». Учитывая то, что фискально-денежная политика стран, входящих в большую «семёрку», значительно лучше, чем положение дел в лагере G7, можно с уверенностью сказать, что эти дисбалансы в котировках рано или поздно выровняются, однако случится это только тогда, когда экономическая обстановка в мире начнёт поддаваться более рациональному анализу.

Если несколько месяцев назад для отскока российского рынка было достаточно хоть какого-нибудь подобия спокойствия в мире, то сейчас для роста российских акций необходим самый что ни на есть благоприятный фон, а в особенности стабильные и крепкие цены на нефть и энергоресурсы.

Торговый терминал: сквозь мутное стекло

Рыночный хаос, который на полную катушку начался после банкротства банка Lehman Brothers, сейчас мало-помалу сходит на нет. Постепенно сглаживаются несправедливые оценки стоимости активов и арбитражные инвестиционные возможности, которые возникли на фоне панического страха, неликвидности и краха многочисленных участников рынка и контрагентов: непродолжительная возможность «срубить» быстрые деньги, играя на макроэкономических несоответствиях, стремительно исчезает. И тут Ваш покорный слуга предпочёл бы остановиться: в последнее время мы стараемся делать как можно меньше прогнозов. На протяжении нескольких последних месяцев динамика мирового рынка была в лучшем случае нерациональной, в худшем – абсолютно сюрреалистичной, главным образом, из-за того, что участники рынка пытались переоценить стоимость финансовых активов в экономических условиях, претерпевающих радикальные, но не до конца понятные метаморфозы. Это чистой воды гадание на кофейной гуще – пытаться предсказать, когда именно своеобразные финансовые рынки вновь начнут коррелировать с экономическими реалиями, характерными для нынешней, находящейся в очень ослабленном состоянии мировой экономики.

Российские акции всё ещё остаются весьма недооценёнными (по прогнозируемому коэффициенту PE за 2009 торгуются на отметке 6,1, что существенно ниже аналогов из Индии и Китая), однако уже и не так чудовищно перепроданными, как раньше. Так что способность индекса РТС удерживаться в восходящем тренде будет в значительной степени зависеть от динамики на мировых финансовых рынках: акциях, облигациях, валюте и в особенности сырьё, - причём все эти активы продолжают торговаться в тесной корреляции друг с другом. Очень скоро мировое ралли пройдёт проверку на прочность, и пока мы не увидим, является ли это ралли началом настоящего экономического возрождения или это всего лишь отскок типа «дохлой кошки», рекомендуем инвесторам сохранять предельную осторожность.

Анатомия возрождения: У успеха множество причин...

Как мы отмечали в предыдущих обзорах, последними решающими катализаторами, которые должны были подтолкнуть «бычий» тренд на российском рынке, стали уход с рынка последних иностранных инвесторов, ликвидация последних крупных маржинальных позиций и неоднократное тестирование рынком уровня поддержки (стабилизация цен на нефть и отскок на мировых рынках – это лишь приятное дополнение!). Как только эти катализаторы реализовались, пришло время для российских инвесторов загребать лопатами подешевевшие активы, что они и сделали с превеликим удовольствием.

На момент написания настоящего обзора впервые с начала кризиса РТС наблюдает за осторожным возвращением инвестиционных средств в российские фонды. С нашей руссоцентристской точки зрения это означает, что не за горами вторая фаза экономического возрождения: верным её признаком является возвращение иностранных инвесторов. Россия остаётся очень дешёвым рынком по сравнению с другими странами лагеря БРИК; сырьё опять входит в моду, а цена на нефть, похоже, наконец нащупала уровень поддержки, хотя вряд ли она пробьёт отметку в \$100 за баррель раньше конца 2010 года. Вместе с тем, динамика движения нефтяных цен уже не будет соперничать по гладкости с морской поверхностью.

Анализ истоков и причин: Установление отцовства

Восстановление индекса РТС можно объяснить несколькими факторами:

- Классический отскок от неоправданно перепроданных уровней
- «Инфекционный» эффект: «заражение» вирусом роста от мировых рынков акций
- Стабилизация, за которой последовало постепенное повышение нефтяных цен
- Возобновление интереса к развивающимся рынкам, в частности к странам лагеря БРИК

- Признаки продолжающегося экономического роста в Китае
 - Успешные интервенции, направленные на стабилизацию российского банковского сектора
 - Стабилизация национальной валюты и возрождение рынка рублёвых облигаций
 - Несколько сомнительный фактор, но всё же: стабилизация/улучшение стандартов корпоративного управления
 - Политическая стабильность (которая в очередной раз выставила экспертов-«Кассандр» дураками)
- И несмотря на всё это – отсутствие неоспоримых признаков экономического восстановления. Увы, окончательная стабилизация, которая ожидалась после беспорядков четвёртого квартала 2008 года, пока не наступила.

Что касается оценки значимости каждого из этих факторов и анализ того, какой именно из них оказал решающее влияние на недавнее ралли, то пусть этим впоследствии займутся историки. Некоторые из этих катализаторов (китайский спрос, стабильность российской банковской системы, политическая предсказуемость) имеют более продолжительный характер, в то время как другие быстро теряют свою силу (фаза восстановления котировок на российских и иностранных рынках акций от сильно перепроданных уровней может подходить к концу), а третьи (такие как цена на нефть) остаются очень непредсказуемыми в краткосрочной перспективе.

Мы продолжаем считать, что основным катализатором волны продаж были чудовищные дисбалансы, возникшие на мировых рынках капитала. Сейчас же, по мере того как восстанавливается уровень терпимости к риску, на рынке размещаются новые выпуски акций и облигаций, потоки капитала нормализуются, а выжившие хедж-фонды выползают из-под обломков, рынки капиталов вновь обретают способность более или менее нормально функционировать.

Истерика по поводу Грузии и сделки Вымпелком-Теленор никогда не имела особого значения: инвесторы,

вкладывающие деньги целенаправленно в Россию, не обращают на такие вещи большого внимания, а те, кто продолжает придавать фактору «политической стабильности» большое значение (и не использует его единственно как способ спрогнозировать поведение западных институциональных инвесторов), получает то, что заслуживает!

Что касается банковской системы, то это несколько более деликатный вопрос, однако учитывая то, что правительство открыто оказывает поддержку банкам в ущерб корпоративному сектору, мы считаем, что, хотя некоторые неприятности неизбежны, они вряд ли окажутся роковыми. Крупные российские банки создали резервы для финансирования своих выпусков евробондов, при этом активно выкупая с рынка свои собственные облигации. Ситуация с проблемой невозврата кредитов также остается туманной, отчасти в силу использования «креативных» приемов бухгалтерской и финансовой отчетности, однако обнародованные данные представляются не совсем верными.

Банки создали довольно внушительные резервы для покрытия риска невозврата кредитов и, вероятнее всего, продолжат

эти резервы наращивать, что в краткосрочной перспективе будет оказывать давление на их прибыли. Как бы то ни было, по замечанию главного стратегического аналитика по России из московской компании Ренессанс Капитал Дэвида Азеркофф (David Aserkoff), крупнейшие российские банки останутся самыми привлекательными активами в этом сегменте, поскольку периферийные местные финансовые институты не скоро сумеют насытить аппетиты хедж-фондов и предоставить им кредитных нот (CLNs) на общую сумму примерно в 50 миллионов долларов. Нам кажется, что в ближайшем будущем наметится тенденция – и не только в России – восстановления репутации банков как финансовых посредников между хозяйствующими субъектами национальной экономики, т.е. тенденция возвращения к классическим банковским операциям.

И, наконец, как обычно, рубль опять становится инвестиционной идеей с однонаправленной динамикой, на этот раз – вверх: ЦБР продолжает скупать всё большие объемы денежной массы, чтобы приостановить повышение обменного курса, – рецидив 2007 года!

Слово предоставляется ФК «ОТКРЫТИЕ»

Владимир Савов, директор аналитического департамента ФК «ОТКРЫТИЕ»

ПРИШЛО ВРЕМЯ ЗАНЯТЬСЯ КАЧЕСТВОМ

Мы сохраняем позитивное отношение к российским акциям и подтверждаем наше прогнозное значение индекса РТС – 1 200 пунктов к концу года. С момента публикации 17 марта нашей «бычьей» оценки развития событий индекс РТС вырос на 43% (с начала года – на 49%) на фоне уменьшения количества «не таких плохих» мировых и отечественных макроэкономических новостей, резкого повышения цен на нефть и возвращения инвестиций в классы активов с более высоким значением бета-коэффициента. Однако мы полагаем, что быстрое выздоровление мировой экономики маловероятно, и поэтому считаем, что скорость и глубина восстановления российского рынка будут неустойчивыми в краткосрочной перспективе. Панических распродаж мы также не ждем и считаем 10-15%-ное падение котировок хорошей возможностью для аккумуляции высококачественных ликвидных бумаг.

Итак, нашей основной инвестиционной темой является концентрация внимания на компаниях с хорошими фундаментальными показателями, большой ликвидностью и относительно высокой оценкой, а также фиксация прибыли в бумагах, «обогнавших» самих себя либо благодаря инвестиционным настроениям, либо по спекулятивным соображениям, даже если у них еще есть потенциал роста в долгосрочном плане. Наши идеи парной торговли приведены в таблице. Мы открываем длинную позицию в нефтяных бумагах (Лукойл), но фиксируем прибыль в акциях Сургутнефтегаза. Нам по-прежнему нравятся бумаги производителей удобрений, но мы думаем, что пора фиксировать прибыль в акциях Акрона и наращивать позиции в Уралкалии. Что касается акций металлургических компаний, то мы перейдем из защитных (НЛМК – наш прежний фаворит) в бумаги более динамично развивающихся, но в меньшей степени вертикально интегрированных компаний (Евраз), избегая Мечела. В телекомах мы частично фиксируем прибыль в акциях Вымпелкома, а также начинаем закрывать позиции среди компаний потребительского сектора (Х5). Мы считаем, что на фоне опасений, связанных с негативными новостями о качестве кредитов в ближайшие месяцы, банковские акции уже исчерпали свой фундаментальный потенциал роста. Нам по-прежнему нравится только Сбербанк, а во всех остальных бумагах, которые подросли главным образом благодаря улучшению инвестиционного настроения по отношению ко всему сектору, следует фиксировать прибыль.

| Сектор | Что делать | Компания | Рекомендация | '09П Р/Е | '09ЕПЕВ/ЕВІ TDA* | Изменение с 1 марта, % | Комментарий |
|------------------------|------------|----------------------|---------------|----------|------------------|------------------------|---|
| Нефть и газ | + | Лукойл | Покупать | 4,7 | 3,5 | 58% | Наиболее недооцененный среди аналогов. Небольшая долговая нагрузка, более диверсифицированная бизнес структура. Объемы добычи должны восстановиться в конце 2009-2010 гг. |
| | - | СургутНГ | Держать | 6,7 | 3,2 | 41% | С точки зрения финансовых мультипликаторов, более дорогая акция. «Защитная» бумага благодаря внушительной подушке безопасности в виде денежных средств на балансе. Слабо представлен на внутреннем рынке нефтепродуктов. |
| Металлургия | + | Евраз** | н/д | 13,4 | 5,3 | 107% | Идеальная степень вертикальной интеграции. Восстановление экспортных поставок. Отличная географическая и производственная диверсификация; хорошая игра на повышении рынка благодаря большому объему заёмных средств. |
| | - | Мечел** | н/д | 18,9 | 7,7 | 176% | Старается преодолеть зависимость от добывающей деятельности. Дорогая бумага с точки зрения сравнительных финансовых мультипликаторов. |
| Удобрения | + | Уралкалий | Покупать | 8,2 | 5,8 | 155% | Цены на калийные удобрения оказались весьма устойчивыми. По нашему мнению, самая лучшая бумага для игры на рынке калийных удобрений. Несмотря на недавнее ралли, котировки остаются не очень высокими по сравнению с иностранными аналогами. Благополучный исход «эпопеи» с затоплением шахты. |
| | - | Сильвинит | Покупать | 5,7 | 3,2 | 97% | Хорошие фундаментальные показатели, однако корпоративные риски сохраняются. Присутствует долгосрочный потенциал роста. |
| Телекомы | + | МТС | Покупать | | 5,4 | 54% | Дешевле, чем VIP; предстоящая сделка по Комстар; сильные данные по базе абонентов; успешное рефинансирование долга. |
| | - | Вымпелком | Покупать | нег. | 6,0 | 125% | Смена руководства займет какое-то время; большой объем заёмных средств; в котировках в общем-то учтены фундаментальные показатели. Сохраняется долгосрочный потенциал роста. |
| Потребительский сектор | + | X5 | На пересмотре | 19,8 | 8,5 | 108% | Сильные операционные данные даже в условиях кризиса. Стабильная ситуация с долговой нагрузкой. Потенциальный объект для M&A сделок. |
| | - | ДИКСИ | Держать | 16,7 | 5,8 | 107% | Колоссальное ралли котировок за период с начала года. Относительно слабые фундаментальные показатели (по сравнению с X5 и Магнитом). По нашему мнению, достиг справедливых уровней. |
| Электроэнергетика | + | РусГидро | н/д | 7,3 | 10,7 | 110% | Сравнительно небольшой рост котировок. Новостной поток позитивен для компании: сокращение инвестиционной программы, обсуждение запуска оптового рынка, судя по всему, продвигаются вперед. |
| | - | ОГК-3 | н/д | 6,0 | 8,0 | 367% | Мощное ралли котировок на фоне сильных балансовых показателей, смены руководства и акценту на основных видах деятельности. Достиг справедливых уровней |
| Банки | + | Сбербанк** | н/д | 30,1 | 1,1 | 177% | Относительно консервативная кредитная политика в прошлом может означать меньшее количество проблем в будущем, связанных с качеством активов. Укрепление показателей чистой процентной рентабельности (NIM). Руководство сосредоточено на снижении накладных расходов. Основная бумага для игры на идее экономического восстановления. |
| | - | Банк «Возрождение»** | н/д | 6,3 | 0,8 | 219% | Чёткая операционная модель и отсутствие видимых проблемных зон, однако торгуется с премией относительно Сбербанка по коэффициенту P/BV. |

"+" рекомендация аккумулировать; "-" рекомендация фиксировать прибыль

Страх и ненависть в нефтяной обители

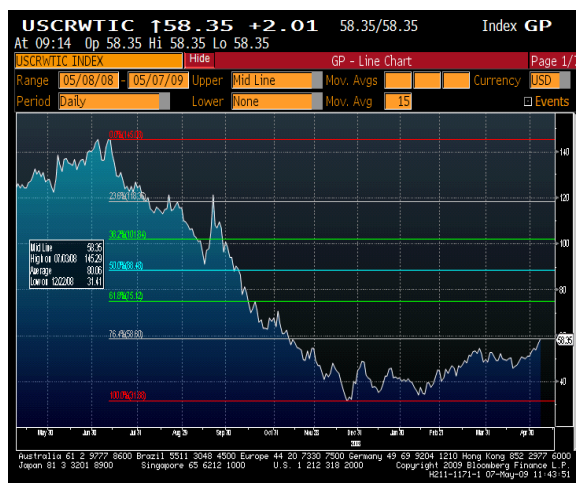
Наши давние читатели, безусловно, вспомнят, что, несмотря на наш «бычий» настрой по отношению к нефти начиная с 1990-х годов, когда нас заразил «вирус» китайского экономического роста (с вытекающими отсюда последствиями для мировых цен на нефть – например, прошлогодний скачок выше \$100 за баррель), мы, тем не менее, постоянно признавали тщетность попыток спрогнозировать краткосрочную динамику нефти и признавали, что перед тем, как кривые спроса и предложения пересекутся и цены взлетят в поднебесье, велика вероятность среднесрочной коррекции, несмотря на превосходные фундаментальные показатели мирового рынка нефти. Однако следует честно признаться: мы никогда не думали, что цена на нефть может обвалиться до \$30 за баррель. Мы никогда не устанем удивляться тому, какие свирепые бури могут разыгрываться на финансовых рынках (и, кстати, обратите внимание на то, что нефть сейчас – не в меньшей степени «финансовый актив», чем, скажем, йена или доллар).

Цена на нефть: Сначала трагедия, а потом фарс!

Постоянные читатели вспомнят наши саркастические ссылки на пресловутую редакторскую статью, появившуюся на страницах журнала *Economist* в 1998 году, в которой авторитетно заявлялось, будто цена на нефть рано или поздно обвалится до \$5 за баррель.

Как всегда, больше всего нас потрясла тогда их точность в прогнозировании сроков! Эксперты из *Economist* правильно словили дно (\$9.79 за баррель), которого цена достигла чуть ли не в день публикации статьи, после чего рынок пошел не вниз, к спрогнозированному уровню в \$5, а рванул вверх, к \$145.

Мы также с удовольствием хотели бы отметить, что не так давно журнал *Newsweek* – ещё один интеллектуальный лилипут – тоже опубликовал статью, в которой прогнозировал аналогичное падение цены на нефть... Естественно, нефть тут же подскочила до невиданных высот. Правда, *Economist* на этот раз, как ни странно, сохранял гробовое молчание.



Цены на нефть – с разноцветными «макаронами» поверг графика

В настоящее время нефть торгуется как финансовый актив, как инструмент риск-менеджмента, подобно валютным парам, акциям и облигациям. Несмотря на поток тревожной информации от мировых СМИ о якобы затоваривании мирового рынка нефти (танкеры стоят без дела в портах, дисциплина стран-членов ОПЕК оставляет желать лучшего и пр.), цена на нефть уверенно и стабильно идёт вверх, рука об руку с широким спектром прочих активов, включая пару евро-доллар, облигации развивающихся стран, национальные валюты стран с развивающейся экономикой. Примечательно, что происходит это на фоне снижения ставки Libor, индекса волатильности VIX и спредов по долговым обязательствам. Из этого мы делаем вывод, что, возможно, с фундаментальной точки зрения мировой рынок находится в куда более хорошем состоянии, чем принято думать, просто не хватает макроэкономических данных, чтобы подтвердить это предположение. Ясно одно: как только на финансовых рынках начнётся масштабное восстановление, рынок нефти совершенно точно пойдёт вверх.

Как обычно, аналитики сейчас делают то, что им лучше всего удаётся делать, – предсказывают недавнее прошлое, продолжая уверять нас в том, что, каким бы ни был нынешний общий тренд рынка, нефть будет идти своим ходом – либо взлетит до бесконечности, либо упадёт до нуля. В нынешних обстоятельствах верно последнее.

Сейчас много рассуждают о разрушении спроса, но мало кто отмечает сокращение предложения. Действительно, в большинстве стран-потребителей темпы

экономического роста существенно замедлились, но эти страны стремительно передают роль главных источников спроса крепнущим державам Востока. Предполагалось, что Китай перестанет потреблять нефть, однако мы хотели бы заметить, что, напротив, за последний месяц объемы импорта нефти Китая увеличились на 14%, поскольку китайцы решили воспользоваться неправдоподобно низкими ценами и создать огромный нефтяной запас, тем самым заодно диверсифицировав свои резервы, конвертировав наличку в реальные активы.

К сожалению, участники рынка не располагают точными данными о тенденциях потребления нефти в Китае, однако можно с уверенностью говорить о том, что в последнее время автомобильный рынок в Китае был самым стремительно растущим в мире, причём преимущественно это покупки новых автомобилей, а не замена старых авто, что создаёт безусловную поддержку китайскому спросу на нефть. Более того, мы время от времени напоминаем нашим читателям, что экономический рост Китая сейчас приблизился к такой точке, когда каждый новый процент объемов ВВП будет сопровождаться увеличением объемов потребляемой нефти и нефтепродуктов.

Набукко – снова мёртв!

Вновь эпопея под названием Набукко напоминает нам историю с линией Мажино. Франция, не сумев накануне Второй мировой войны разрешить деликатную дилемму (она не могла вооружить Бельгию – суверенное государство, но вместе с тем не могла вооружиться и против Бельгии – официального союзника), предпочла просто закрыть на эту проблему глаза. Катастрофические последствия всем известны...

Проблема газопровода Набукко – политического детища администрации Буша, пожелавшего уменьшить объем поставок российского газа в Европу и одновременно выдать на обочину газовых игр Иран, – заключается в том, что он сумеет стать функциональным только в случае поставок транскаспийского газа.

Азербайджанских газовых поставок, которые должны заполнить газопровод на первом этапе работы, будет недостаточно, чтобы проект Набукко стал экономически

целесообразным и рентабельным; следовательно, будет необходимо закачивать в трубы газ из Казахстана и Туркменистана. Однако недавно обе страны согласились продавать избытки газа России; более того, этот газ можно будет транспортировать только по газопроводу, пролегающему по дну Каспийского моря.

И тут проблема заключается в том, что статус Каспия так и остаётся нерешенным. Официально он считается внутриматериковым озером, и строительство любого подводного газопровода должно быть одобрено правительствами всех пяти прилегающих государств, двое из которых – Россия и Иран – рассматривают Набукко как прямую угрозу их собственным интересам.

Несколько лет назад президент Путин дал ясно понять, что Россия не даст добро на строительство транскаспийского газопровода, иронично предложив при этом консорциуму инвесторов вложить деньги в строительство газопровода по берегу Каспийского моря, относящегося к территории России. Всё это немножко напоминает историю с вступлением Турции в ЕС: прошло уже немало времени, а политики всё ещё пытаются реанимировать это заведомо гиблое дело.

Российская экономика – Воскресение откладывается

В отличие от авиапилотов и хирургов, экономические аналитики могут позволить себе роскошь учиться на собственных ошибках. Однако проблема заключается в том, что, в отличие от авиакатастроф и неудачно проведенных операций, в экономике даже прошлое – непредсказуемо. Споры по поводу того, какие уроки миру следует извлечь из нынешнего бардака, будут продолжаться ещё много лет. Неожиданно неолиберальная система стала объектом пристального исследования в академических кругах, тогда как историки неоконсервативного ревизионистского толка переписывают историю Великой Депрессии, желая дискредитировать любое вмешательство правительства, благая цель которого сводится к тому, чтобы хоть как-то смягчить тяжёлые последствия рыночных крахов и дисбалансов.

В отличие от Китая, основная проблема России может заключаться в переизбытке демократии и децентрализации. Если странам с развитой экономикой чрезмерная централизация может навредить, то для развивающихся экономик польза может заключаться в строго противоположном: все истории успеха в Азии основывались на сочетании частного и государственного при очень активном участии правительства. Наиболее успешные азиатские страны начали ослаблять контроль над распределением капиталов только после того, как основной этап формирования их экономик был уже завершён.

Китай начал демонтировать модель командной марксистской экономики двадцать лет назад, постепенно внедряя рыночные механизмы распределения ресурсов, но практически не внося никаких изменений в партийную структуру. Это существенно облегчает реализацию экономических решений: когда Пекин отдаёт банкам приказ возобновить кредитование, банки послушно начинают выдавать кредиты. Россия же, так же как Америка или Великобритания, несмотря на щедрое вливание государственных денег в банковскую систему, продолжает испытывать дефицит свежего капитала. Аналогично, корреляция между официальными ставками Центробанка и процентными ставками, которые банки взимают за предоставление кредитов, продолжает оставаться очень слабой.

Мы бы хотели здесь вновь озвучить нашу точку зрения, согласно которой главным виновником нынешнего экономического беспорядка в России является слишком энергичная интеграция неокрепшей страны в мировые финансовые рынки, которая вызвала непропорционально большой приток капитала и привела финансовый сектор России, не обладающей ни достаточным опытом, ни законодательной и регуляторной базой, в состояние спекулятивного перегрева. Российское государство, поддавшись соблазну мнимого успеха своих западных партнёров, доверилось Вашингтонской экономической ортодоксии несколько больше, чем следовало, причём сделало это в самый неподходящий момент. В результате, последствия вывода инвестиционных средств с российского рынка оказались

чудовищными. К счастью, благодаря чрезвычайно консервативной фискальной политике, проводимой Кудриным (которая, увы, не сопровождалась не менее ограничительной денежной политикой из-за опасений относительно курса рубля), пока удалось избежать катастрофы, разыгравшейся в странах Балтии или на Украине.

Кроме того, свой вклад внесли такие дополнительные факторы, как чрезмерная зависимость российской экономики от экспорта сырья, коррупция, бюрократия, недостаток хороших управленцев, на который жалуется президент Медведев, а также слабо развитый малый бизнес. Итак, принимая во внимание существующие экономические дисбалансы и мощное олигархическое влияние, мы считаем, что вмешательство правительства в экономику России только приветствуется, хотя, конечно, следует признать, что форма этого вмешательства порой оставляет желать лучшего.

Мы начинаем замечать тревожные признаки сходства между финансовыми кризисами в России и Соединённых Штатах. В обоих случаях представителям финансовых элит позволили слишком близко приблизиться к центру политической власти. В Америке банк Goldman Sachs был своего рода кузницей кадров для государственных структур финансового регулирования: как отметил недавно бывший главный экономист МВФ Симон Джонсон (Simon Johnson), Уолл Стрит и Вашингтон свободно обменивались сотрудниками. В России, несмотря на отчаянные усилия господина Путина изгнать фарисеев из храма, олигархи сохраняют огромное влияние на экономику, хотя, к счастью, испытывают некоторое ограничение со стороны министра финансов Кудрина, проводящего весьма кальвинистскую экономическую политику.

Годо, позвони домой....

Сейчас мы придерживаемся мнения, согласно которому российская экономика достигла дна в январе 2009 года (а не в ноябре-декабре 2008, как нам казалось раньше). Мы предполагали, что после резкого спада, произошедшего в четвёртом квартале 2008 года, восстановление реальной экономики будет протекать

несколько более быстрыми темпами, особенно учитывая то, как стремительно российский корпоративный сектор сумел сократить свои производственные мощности и уменьшить инвестиционные проекты, что, по идее, должно было послужить отличным трамплином для сильного экономического отскока. Но не тут-то было. Вероятно, мы упустили из виду то, что, хотя фискальная политика была прозорливой и эффективной, а правительственная поддержка банковскому сектору – хорошо продуманной и своевременной, экономика оказалась в заложниках у менее энергичной денежной политики, которая руководствовалась соображениями обменного курса рубля.

Действительно, в случае отдельных стран (Бразилии, Китая, США) агрессивная политика (и фискальная, и денежная) оказалась очень эффективной и сумела оказать поддержку темпам экономического роста. Однако в России сложилась несколько иная ситуация: после всех последних лет чрезвычайно консервативного бюджета российское правительство могло себе позволить принять несколько щедрых решений в области фискальной политики, однако эти действия были нивелированы чрезвычайно ограничительной денежной политикой, которой ЦБР был вынужден придерживаться в силу необходимости поддержать стремительно падающий рубль.

Легко сейчас критиковать Центральный Банк России за то, что он допустил быструю инфляцию и отрицательные (в реальном исчислении) процентные ставки, однако трудно сказать, что он мог сделать иначе в условиях отсутствия каких-либо рычагов контроля над потоками капитала. Итак, реализация вашингтонского сценария, который предполагает снятие всех форм надзора над денежными потоками, не очень-то подходит для страны с развивающейся экономикой.

До середины 2008 года российская денежная политика была очень экспансионистской. Единственное, что её немного ограничивало, так это беспокойства по поводу слишком быстрого повышения курса рубля.

Антиинфляционным мерам придавалось второстепенное значение. Вообще, честно говоря, когда были ликвидированы

средства контроля над потоками капитала, ЦБР оказался между молотом и наковальней: либо удерживать процентные ставки на низком уровне, чтобы предотвратить перегрев экономики, но при этом испытывать угрозу того, что отрицательные реальные ставки подстегнут инфляцию и дисбалансы в перераспределении ресурсов; либо поднять ставки, что приведет к головокружительному курсу национальной валюты из-за притока «горячих» денег и огромных сырьевых прибылей. В последнем случае переоценка рубля может вызвать острый приступ «голландской» болезни, что приведет к всплеску корпоративных злоупотреблений (желание жить за счёт сырьевой ренты) и создаст почву для будущего кризиса национальной валюты (если вдруг цены на сырьё упадут).

Таким образом, Центробанк был вынужден допустить высокий темп инфляции (в рамках 13-15 процентов), впрыскивая рубли на рынок и хотя бы чуть-чуть замедляя стремительную переоценку национальной валюты. Дефляционные тенденции целиком и полностью лежат на совести министра финансов Кудрина, который настойчиво проводил консервативную фискальную политику, главной целью которой было нивелирование сырьевых прибылей и формирование государственных резервных фондов. В условиях отсутствия адекватных способов контроля над денежными потоками, правительство не имело инструментария, который помог бы ему стерилизовать излишки инвестиционных притоков. Вредным побочным эффектом такой политики стало повышение суверенного кредитного рейтинга России и «выдавливание» с рынка внутренних заёмщиков. Благодаря присвоению инвестиционного кредитного рейтинга корпоративные заёмщики с легкостью могли «поднять» деньги за рубежом, что подготовило почву для тяжёлого кредитного кризиса, который не замедлил разразиться в тот момент, когда международная терпимость к риску внезапно резко снизилась.

Не давайте мне кредит!

Недавно наши коллеги-конкуренты в своём аналитическом обзоре заявили, будто бы российский корпоративный сектор вряд ли сумеет обслужить свой долг на общую

сумму в \$51 миллиардов, срок выплаты которого истекает в этом году. Какая чепуха! На самом деле, те участники рынка, которые внимательно наблюдали за пошаговой девальвацией рубля, должны были заметить, что деньги, вытекавшие из государственных фондов, никуда не делись, а были просто «прокачены» через Центробанк в российский корпоративный сектор. Так что деньги для выплаты большей части долга, срок погашения которого истекает в этом году, уже подготовлены (посмотрите на ралли в сегменте евробондов, возникшее главным образом благодаря обратному выкупу облигаций с рынка самими заёмщиками). Итак, вмешательство российских властей, цель которого – предоставление государственных денег для выплаты иностранных догов и предотвращение вереницы дефолтов, а также рекапитализация банков путем медленной девальвации рубля, пока принесло отличные результаты. На текущий момент были погашены корпоративные долги иностранным банкам на общую сумму более \$100 миллиардов, причем нынешние процентные ставки по рефинансированным кредитам привлекательнее предыдущих – отчасти благодаря улучшению кредитных характеристик России (в течение последних нескольких месяцев российские CDS сузились с 1200 до 250!), а отчасти – как заметил Роланд Нэш (Roland Nash) – благодаря умеренному давлению на российские компании со стороны иностранных кредиторов, что позволяет платёжеспособным и крепким представителям российского корпоративного сектора предпринять плавную и продуманную реструктуризацию своих долгов.

С другой стороны, если банковская система страны является платёжеспособной, это вовсе не означает, что она непременно является эффективной. Так что предоставление кредитов шло со скрипом, что усугублялось консервативной фискальной политикой, целью которой было предотвратить обвальное падение рубля. В итоге это привело к серьезному дефициту кредитных средств и вызвало острейшую боль в реальном секторе экономики.

В сущности, российский банковский сектор отреагировал на кризис так, как банки всего мира: начал резко наводить в порядок в своих балансах, сводить кредит

с дебетом и ограничивать предоставление кредитов. Эти действия были усугублены тяжелым наследием 1990-х годов, своеобразной коллективной генетической памятью, доставшейся российским банкам от трудных времён: с декабря по март каждая копейка была использована для проведения спекулятивных операций с рублём, который, благодаря действиям ЦБР, превратился в актив с однонаправленной динамикой. Как только рубль нащупал уровень поддержки, игра переключилась в сегмент инструментов с фиксированной доходностью: теперь все приличные игроки считают своим долгом заняться скупкой своих собственных облигаций, а также бондов, эмитированных их конкурентами.

Итогом стало полное истощение кредитных потоков: кредиты остались доступны только тем компаниям, которые считались экономически рентабельными и обладали достаточными политическими связями, чтобы получить доступ в государственные банки, например во Внешэкономбанк. Для всех остальных выход на рынок капитала до самого последнего времени оказался полностью закрыт, да и сейчас кредиты слишком дороги: высокая доходность евробондов продолжает выкачивать рыночные ресурсы, а объём операций по беспоставочным (индексным) форвардам (NDF) остается существенно выше нормы. Региональные представители ФК «ОТКРЫТИЕ» проинформировали нас о том, что постепенно кредиты становятся более доступными, но получить их можно только по ставке 20-25% годовых – слишком высокой, чтобы российским компаниям, всё ещё пытающимся преодолеть последствия кризиса, имело смысл их брать.

Жизнь после долга – Конец принципа старшинства?

Преимущественно в силу социально-ориентированных соображений финансовый кризис приводит к пересмотру принципа «старшинства» долга, т.е. порядка выплат как различных долговых обязательств, так и долевого участия. Как обычно впереди планеты всей здесь вновь оказались США. Пытаясь спасти хоть какие-то обломки американского автопрома и защитить пенсионеров, находящихся в опасной зависимости от пошатнувшихся пенсионных сбережений (пошатнувшихся

из-за неспособности правительства создать систему государственного пенсионного страхования и медицинского обслуживания, качество которого отвечало бы требованиям стандартной индустриально развитой страны), план спасения детройтских заводов превратился в пример возмутительного нарушения принципа «старшинства» долга: держателей облигаций в общем-то заставили смириться с потерей крупных сумм денег, которые пошли на финансирование пенсионных и медицинских (т.е. по сути правительственных) программ.

71%-ное списание обеспеченных облигаций и 95%-ное списание необеспеченных облигаций заставили бы покраснеть от стыда даже аргентинского министра финансов. Если в отношении держателей необеспеченного долга в сущности можно сказать, что без государственного вмешательства их деньги вообще вылетели бы в трубу, то это категорически неверно в отношении держателей обеспеченных облигаций. Таким образом, нужно было выбрать меньшее из двух зол: принести в жертву либо пенсионеров, либо кредиторов.

Что касается долговых обязательств тех американских компаний, которые не были признаны системообразующими, то тут масштабы резни превосходят все ожидания: средний коэффициент вероятности возврата долга в случае дефолта (recovery rates) не превышает 15%. Особый вред этому сегменту принесло формирование рынка кредитных дефолтных свопов (CDS): возник такой тип инвестора, которому выгодно банкротство компании, чьим кредитными деривативами он владеет. Более того, чем сокрушительней банкротство, тем лучше, поскольку чем ниже recovery rate, тем выше цена за CDS. Пример сумасшествия саморегулирующихся рынков...

В своём недавнем обзоре Роланд Нэш отмечает удивительные метаморфозы, произошедшие с принципом «старшинства» долга на российских рынках облигаций и акций. Осознавая то, насколько трудно получить выплаты по кредитам и управлять имеющимися средствами, кредиторы кровно заинтересованы в том, чтобы сотрудничать с заёмщиками и помогать им рефинансировать и структурировать долги

дабы избежать беспорядочных и болезненных для всех дефолтов. В результате ставка рефинансирования для корпоративного сектора была установлена на более привлекательном уровне, чем ожидалось. Вместе с тем, мы не исключаем, что ставка рефинансирования иностранных долговых обязательств российских банков оказалась на очень низком уровне в 9% не только в результате преднамеренных действий. Дело в том, что в условиях нехватки платёжеспособных внутренних заёмщиков российские банки предпочитают использовать свой капитал, не выдавая кредиты, а выкупая с рынка свои собственные еврооблигации – даже с внушительным дисконтом.

Наконец, что касается внутреннего рынка рублёвых облигаций, то тут распад оказался не таким чудовищным, как прогнозировалось, хотя поведение некоторых заёмщиков немногим отличалось от того, которое мы наблюдали в последний раз в 1998 году. Ситуацию усугубило также поведение некоторых организаторов выпусков, которые в лучшем случае «умыли руки», как только запахло горелым и на рынке начал разгораться пожар, возникновению которого они сами же и посодействовали. Держатели облигаций Еврокоммерца, Нутритека и некоторых других сами знают, кого им надо благодарить.

Евровидение – Ещё один выдернутый из-под себя табурет

Хотя эстетическая и художественная ценность конкурса Евровидение вызывает большие сомнения, его коммерческая составляющая огромна. И тут Россия, радуясь возможности в очередной раз продемонстрировать своё долгожданное возрождение, переплюнула самою себя в проявлениях расточительности и роскоши... но тут же попала в ловушку пиар-машины, расставленную горсткой геев, которые сделали всё возможное, чтобы милиция их арестовала перед телевизионными камерами всех мировых СМИ, с наслаждением воспользовавшихся шансом рассказать опять чего-нибудь гаденькое о России.

Быть геем в России очень трудно – всё равно что быть вегетарианцем в Аргентине: пожалуйста, это, безусловно, исключительно ваше личное дело, но в этом случае вы упустите возможность насладиться самыми изысканными

блюдами местной кухни! Короче говоря, если Россия действительно хочет стать частью Европы, в которой с одинаковым уважением относятся как к худощавой лесбиянке, так и к пышнотелой пожирательнице мужчин (и по совокупности – как к дельфину, так и к морскому коту), то пришло время избавляться от советского менталитета в духе Юрия Лужкова и единообразия, внедряемого православной церковью, и усваивать более либеральные взгляды по поводу социального устройства общества.

Да пусть себе маршируют! В конце концов, вся наша возлюбленная Россия свою сексуальную ориентацию не поменяет. Если же чиновники всё-таки будут продолжать настаивать на «защите общественной морали», то пусть они, по крайней мере, не делают это перед телекамерами...

Российско-американские взаимоотношения:

Нектар и амброзия

Несмотря на то, что военные учения НАТО на территории Грузии, безусловно, вызвали раздражение у российской власти (но при этом ещё сильнее укрепили моральную правоту почти что независимых Абхазии и Южной Осетии), само проведение этих давным-давно запланированных учений стало возможным из-за инерции НАТОвских бюрократов, с их безнадёжным образом мышления в духе «холодной войны», а не благодаря какому-нибудь преднамеренному, дьявольскому умыслу Вашингтона.

Напротив, внешняя политика новой администрации президента Обамы отличается предсказуемостью, реалистичностью и дружелюбностью. И тут важную роль играют ум и обаяние самого Обамы, а также его готовность выслушивать точку зрения собеседника. И если отношения России и Евросоюза, как и ожидалось, продолжают разочаровывать, то мы сохраняем оптимизм по поводу более зрелых, уравновешенных и взаимно уважительных отношений между США и Россией.

Два зелёных побега:

- В редакторской статье газеты Washington Post <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/05/18/AR2009051803055.html?sub=AR> («лакмусовой бумажки» взглядов, которых придерживается находящаяся у власти президентская администрация) внезапно высказано признание, что предложенная антииранская система ПРО представляется ненужной и, главное, совершенно бесполезной. Надо было давным-давно спросить Вашего покорного слугу: мы бы сказали им то же самое!

Пару месяцев назад один наш читатель указал нам на несколько враждебных по отношению к России заявлений, сделанных американскими чиновниками во время поездок по странам Восточной Европы, в которых подчёркивалось, что реализация плана ПРО идёт так, как задумывалось. Наш читатель добавлял, что эти заявления подтверждают его точку зрения, согласно которой российско-американские отношения очень скоро испортятся. В ответ мы заметили, что если прочитать эти официальные заявления более внимательно, то возникнет ощущение, что на самом деле США пытаются аккуратно свернуть планы по установке системы ПРО. Заявление господина Обамы, что Америка, мол, продолжит реализацию программы только в том случае, если специалисты аргументировано докажут эффективность этой системы, указывает на то, что американский президент подыскивает удобный предлог, чтобы отказаться от планов своего предшественника, но при этом не разозлить чехов и поляков. Похоже, так оно и есть.

- Второй повод для оптимизма – это недавний выпуск Russia-Special на телеканале CNN. Поразительно, но на этот раз среди участников не было ни гневных диссидентов, ни разочарованных бабушек, ни посланников Миши Ходорковского, ни пьяных шахтёров, ни прочих «отверженных» представителей российского общества – никакого отчаяния и упадка. Вместо этого мы стали свидетелями оживлённой, типично русской беседы, к которым мы так привыкли за время наших дружеских отношений с россиянами. Bravo! Вашингтон показывает хороший пример – даст Бог, скоро за ним последует Голливуд!

Бондиана и дисциплина: Российские бумаги с фиксированным доходом

- Возвращение рации

Наше глубокое торговое убеждение крепнет всё больше и больше: по нашему мнению, период уверенного и впечатляющего роста некоторых облигаций (Газпром, Сбербанк) с абсурдно перепроданных уровней четвертого квартала 2008 года подходит к концу и эти бумаги становятся несколько дорогими (на наш вкус). Так что мы начинаем держаться подальше от российских активов, доходность которых не превышает 9%, причем не столько из-за присущих им рисков, сколько из-за чрезвычайной волатильности, которая время от времени приходит на рынки развивающихся стран и делает использование маржинальных средств таким опасным.

Вот мы и вступили во вторую фазу переоценки бондов – приближение цен к уровням, которые хотя бы отчасти соответствуют реальному дефолтному риску, более здравая оценка фундаментальной стоимости активов в самых разных секторах экономики. Теперь спреды по основным субсуверенным долгам нам больше не кажутся очень привлекательными, и хотя повышение цен на активы в самых разнообразных сегментах рынка (как промышленности, так и на рынке услуг: сталь/трубопрокатные предприятия/производители угля/телекомы) вполне ещё может продолжиться, нам кажется, что основной потенциал роста уже исчерпан. Те инструменты, которые несколько месяцев назад торговались на уровне 40 (если торговались вообще...), сейчас достигли отметки 80-85.

Как мы уже отмечали ранее, главным катализатором этих бумаг стал внутренний спрос – обратные выкупы облигаций самими эмитентами, а также различными российскими компаниями. Те компании, которые не были уличены в обратном выкупе своих облигаций (например, ТМК, Распадская), сейчас поспешно пытаются наверстать упущенное, желая извлечь хоть какую-то выгоду из всё ещё сравнительно низких цен. Не исключено, что мощным катализатором будет улучшение

инвестиционных настроений на рынке стран большой «семёрки», хотя если это действительно произойдёт, то рынок будет оставаться сильно волатильным, зависимым от фиксации прибылей в случае возобновления череды продаж. Мы рекомендуем инвесторам пересмотреть свои маржинальные позиции по некоторым наиболее успешно торгующимся активам, возможно даже немного облегчить свою долговую нагрузку. И тут Вашему покорному слуге осталось вынуть из своего волшебного цилиндра последнего кролика, а именно:

Давайте соблюдать субординацию

**- Молодцы, если будете соблюдать...
Молодцы, если не будете...**

На данный момент самые привлекательные инвестиционные возможности сохраняются в банковском секторе, который, как ни парадоксально, представляется нам наименее рискованным благодаря гарантированной государственной поддержке.

Спреды по большинству облигаций наиболее известных российских коммерческих банков сейчас равняются 11-12, так что интересные инвестиционные идеи следует искать в бумагах, эмитированных банками потребительского кредитования, например НСФБ и РУСБ. Недавние денежные вливания ЦБР в коммерческие банки и обсуждение планов оказания помощи для рекапитализации тех игроков, которые оказались под угрозой растущего объема невозвращенных кредитов, вселяют в нас веру в то, что государство будет продолжать поддерживать банковский сектор страны. И так, даже те банки, корпоративная прозрачность которых оставляет желать лучшего и кредитные портфели которых переживают трудные времена, скорее всего, попадут под крыло Центробанка.

Пожалуй, наиболее недооцененными бумагами в банковском пространстве остаются субординированные облигации. Как правило, субординированные облигации российских банков обладают практически тем же статусом и приоритетом по выплатам, что и старший (senior) долг, ну за исключением случаев полного банкротства. Честно говоря, в случае банкротства нет большой разницы, держателем каких долговых обязательств

– «старших» или субординированных – вы являетесь: в любом случае ликвидационная стоимость будет ничтожно мала! А так, по крайней мере, вы можете насладиться самой высокой доходностью, т.е. доходностью, которую приносят субординированные бонды.

Кроме того, у этих бумаг имеется еще одно существенное преимущество: сохраняется большая неопределенность относительно того, какова будет корреляция между инфляцией доллара и будущей траекторией движения американских ставок, и инвесторы, как правило, воздерживаются от долгосрочных прогнозов. Конечно, можно захеджировать риски казначейских облигаций с помощью позиций по облигациям с фиксированной ставкой купона, однако это весьма дорогостоящая и громоздкая торговая стратегия. Большинство субординированных бумаг переключается на плавающую процентную ставку после исполнения опциона о досрочном выкупе (примерно в 2010-2013 годах), причём если держатель облигации не продаёт её по опциону, то купонный платёж устанавливается на отметке пятилетней казначейской облигации плюс небольшая маржа (как правило, 500-1200 базисных пунктов).

Казахстан под натиском пиратов

«... этот мир, конечно, сошёл с ума и готов искать прибыль где угодно. Так, я знаю один хедж-фонд, который «затоварился» кредитными дефолтными свопами (CDS) по казахским гособлигациям и сделал это для того, чтобы захеджировать риски по банковским бумагам. Так что теперь им нужно одно – чтобы казахи разместили выпуск гособлигаций, быстренько объявили по нему дефолт, и это позволит хедж-фонду срубить прибыль по их CDS позициям!»

В нашем последнем выпуске мы отмечали, что казахский БТА Банк честно предупредил своих кредиторов: он искренне желает продолжать обслуживать свои долги, однако будет не в силах это делать, если кредиторы

потребуют досрочно погасить все облигационные выпуски.

Сперва это сильно отрезвило некоторые горячие головы: западным кредиторам нет никакого смысла подталкивать БТА к банкротству, так что было принято решение воздержаться от требований досрочного погашения, которые теоретически могли бы быть выставлены, поскольку банк нарушил условия, оговоренные в проспектах эмиссий облигаций.

В разумном мире на этом история бы и закончилась. К сожалению, коварству рынка CDS нет предела, так же как и канибалистическим наклонностям некоторых международных банков, которые и привели мировую финансовую систему на грань катастрофы, в данном случае – банка Morgan Stanley. Дефолт, который противоречил интересам и самого банка, и его кредиторов, был навязан структурами, которые сформировали огромные короткие позиции по казахским CDS.

Крупнейший банк Казахстана – БТА Банк – недавно объявил, что приостановит выплату основной части долга (приближающихся к погашению выпусков краткосрочных евробондов у него нет), но при этом продолжит осуществлять купонные выплаты и попытается достичь новых договоренностей с кредиторами. Несмотря на то, что банк подвергся грабительскому выводу активов со стороны своих предыдущих владельцев, включая такую тёмную личность, как экс-председатель совета директоров Мухтар Аблязов, и сейчас на 75% принадлежит государству, он отчаянно и отважно пытается продолжать обслуживать свой долг, но, безусловно, совершенно не в силах выплатить его весь и немедленно (ну а какой банк может сейчас это сделать?).

Во время своей недавней встречи с инвесторами представители банка заявили, что их вынудили принять такое решение два основных кредитора, один из которых – Morgan Stanley: он будто бы сознательно подталкивал банк к банкротству, требуя досрочно погасить долговые обязательства. Зачем?

Естественно, ответ следует искать в сегменте кредитных дефолтных свопов (CDS). Сразу после предъявления требований казахскому банку погасить долг

досрочно Morgan Stanley подал заявку в Международную ассоциацию свопов и деривативов (ISDA), заявив, что в случае дефолта заёмщика кредитор будет иметь право реализовать имеющиеся в его распоряжении CDS контракты. Конечно, у нас нет точных сведений относительно торговых позиций MS, но мы можем вполне уверенно предположить, что он держит длинные позиции по CDS казахского банка, т.е., иными словами, «играет» на идее банкротства банка. Таким образом, он преследует исключительно свои собственные шкурные интересы, которые ни коим образом не совпадают с интересами других кредиторов.

Призрак CDS

Недавно казахское правительство во весь голос пожаловалось на еще более возмутительные способы спекуляций на рынке CDS – торговля кредитными дефолтными свопами по несуществующему выпуску казахских гособлигаций. У Казахстана вообще сейчас нет ни одного непогашенного выпуска гособлигаций, и казахские CDS по госбондам – не что иное, как «игрушечный контракт» (то, что десять лет назад российский суд назвал, хотя и несколько оскорбительно, «беспоставочным форвардом» – non-deliverable forward (NDF)). Никакой реальной почвы под казахскими государственными CDS нет, и, конечно, они не могут являться инструментом хеджирования рисков по казахским субсуверенным или несuverенным долговым обязательствам (хотя перепады рыночных цен могут коррелировать друг с другом). Несмотря на это, торговля этими бумагами кипит вовсю, волатильность сумасшедшая, а ценовые уровни отражают абсолютно искажённые «рыночные ожидания» относительно несуществующего базового актива – государственных облигаций Казахстана – и риска дефолта по ним.

На протяжении последних десяти лет регулирующие органы финансовых рынков относились к понятию «инновация» с каким-то мистическим благоговением. Позвольте нам заметить, что в своё время водородная бомба, рыбалка с помощью динамита и структурные ипотечные облигации были не менее «инновационными» продуктами человеческой мысли, однако это вовсе не означает, что они были разумными и

хорошими изобретениями и принесли кому-нибудь ощутимую пользу, за исключением, пожалуй, их непосредственных создателей. Нет никаких сомнений в том, что мир был бы намного лучше и добрее, если бы в нём никогда не существовало кредитных дефолтных свопов.

Чудеса казахского банковского сектора –

Один из нас двоих должен быть прав

Ваш покорный слуга в замешательстве. Участники рынка продолжают оценивать самые первоклассные казахские облигации как дефолтные бумаги, подлежащие реструктуризации, тогда как мнения рейтинговых агентств, как ни удивительно, разделились (например, агентство Moody's присваивает «старшим» облигациям Казкоммерцбанка рейтинг Ba3, а агентство Fitch оценивает их на целых три пункта ниже – B-).

В последнее время казахи не сделали ничего такого, что исправило бы ситуацию к лучшему. Единственное – они разразились несколькими двусмысленными и бессвязными заявлениями, цель которых, вероятно, заключалась в том, чтобы окончательно испугать участников рынка и тем самым облегчить и удешевить процедуру обратного выкупа. Замечания правительства, что, мол, те банки, которые всё ещё остаются платёжеспособными, «должны немедленно решить, будут они реструктурировать свои долги или нет», а также предупреждения фонда национального благосостояния «Самрук-Казына», что он не намерен оказывать поддержку недавно приобретенным им банкам, также не вселяют большого оптимизма. С другой стороны, рынок, похоже, предпочитает игнорировать подобные заявления: котировки облигаций остаются сравнительно стабильными.

Хотя тут есть загвоздка: да, реструктуризация плохих государственных и корпоративных долгов – не такое уж редкое событие; также существуют прописанные механизмы принудительного сокращения объема требований по основной сумме задолженности (face value haircut) для держателей облигаций, однако Ваш покорный слуга не может припомнить **ни одного случая**, когда банк объявил

банкротство по своим евробондам и при этом продолжал спокойно работать на международных рынках капитала, не покрыв так или иначе свои дефолтные обязательства. Если нашим читателям такие случаи известны, то, пожалуйста, не сочтите за труд нам о них написать.³

Классический случай: когда коммерческий заёмщик хочет сохранить свой бизнес, он реструктурирует свой долг, предлагая «добровольно» обменять существующие обязательства на новые инструменты с меньшей чистой текущей стоимостью (NPV). Те инвесторы, которые отказываются от обмена, остаются с менее ликвидными бумагами на руках, в отношении которых эмитент чаще всего проводит процедуру делистинга. В подобных случаях крупные инвестиционные фонды идут на обмен, соглашаясь понести определенные убытки по чистой стоимости, но при этом сохраняя ликвидность и более-менее приличную рыночную стоимость актива. Мелкие игроки, напротив, могут отказаться от обмена, удерживая при себе старую бумагу и подвергая себя риску остаться с ней на руках до самого срока погашения (или, при удачных обстоятельствах, торгуя этим активом с большими спредам и по праздникам, через посредничество какого-нибудь экзотического брокера).

Самая большая проблема, возникающая при реструктуризации большинства долговых обязательств, – это отказ от участия в обмене облигации на менее привлекательные аналоги и инициирование судебного разбирательства в отношении заёмщика (так называемая процедура hold-out). В ситуации дефолта по государственным долговым обязательствам (как в случае с Аргентиной), хотя такие процедуры hold-outs и могут наделать много шума, они, как правило, имеют мало практического смысла: всем хорошо известно, что заставить суверенного заёмщика

³ После дефолта по государственным обязательствам аргентинские банки объявили дефолт по некоторым международным кредитным соглашениям и торговым кредитам, а некоторые из них реструктурировали, однако такие кредитные обязательства легче поддаются модификации, чем выпуски евробондов, учитывая небольшое число банков-кредиторов, которые могут с легкостью оказать влияние на принимаемые решения по выплатам. И, тем не менее, насколько нам известно, эти банки были лишены права совершать операции на международных рынках капитала до тех пор, пока они не исполнили свои дефолтные обязательства.

исполнить свои обязательства чрезвычайно трудно. Справедливости ради, однако, следует отметить, что в случае с Аргентиной такие процедуры hold-outs заблокировали способность страны эмитировать новые бумаги, хотя, учитывая финансовую историю Аргентины, это было не так-то плохо – как для потенциальных инвесторов, так и – даже в большей степени! – для заёмщика.

Когда же такая процедура иницируется в отношении коммерческих, корпоративных заёмщиков, то ситуация существенно осложняется: всё начинает зависеть от способности кредиторов получить взамен плохих долгов активы заёмщика, а также реальной стоимости этих конфискованных активов. Многие латиноамериканские транспортировщики газа, операторы платных дорог, производители продуктов питания и пр. смогли пережить дефолты по своим долговым обязательствам без особых потрясений для своей операционной деятельности. Конфискация активов занимает, как правило, очень много сил и времени, которое нужно потратить в коридорах местных судов, тогда как сами конфискованные активы нередко не представляют никакой реальной ценности для иностранных держателей облигаций.

Россия не переживала дефолта по своим еврооблигациям с кризиса 1998 года, когда эмитенты небанковского сектора, обладающие реальными активами (например Мосэнерго, Татнефть) сумели исполнить свои обязательства, в то время как несколько коммерческих банков просто перестало существовать, причём ликвидационная стоимость для кредиторов либо была ничтожно мала, либо вообще равнялась нулю. Объявив дефолт по своим обязательствам, эти игроки оставили всякую надежду на продолжение работы на мировых рынках. Те же, кто выжил (например, Альфа-банк), всегда делали всё возможное, чтобы во что бы то ни стало продолжать обслуживать свои долги.

Сейчас не осталось практически никаких сомнений в том, что ожидавшуюся волну дефолтов по российским облигациям удалось предотвратить, хотя некоторые периферийные выпуски (эмитированные автодилерами или рекламными бюро) продолжают торговаться как пред-

дефолтные бумаги и действительно могут нуждаться в реструктуризации.

Экспортёры сырья и – что особенно приятно – банки – это совсем другая песня. Например, на сырьевые поставки любой частной нефтяной компании, находящейся на грани дефолта по долговым обязательствам, немедленно наложили бы арест прямо на границе. Вспомните случай с Татнефтью, когда во время кризиса 1998 года ей удалось осуществить купонные выплаты по своему дебютному выпуску еврооблигаций буквально за несколько минут до момента истечения льготного периода. Аналогичные меры применяются и в отношении банков, которые всегда рассчитывают на доступ к мировым рынкам капитала, на использование корсчетов, механизмов денежных переводов и пр. Достаточно одного-единственного hold-out кредитора, чтобы сложный механизм осуществления международных операций любого банка был нарушен.

Короче говоря, мы не знаем, что именно могут предпринять казахи, и подозреваем, что они сами ещё не знают, что делать. С момента нашей последней рекомендации «Покупать» облигации подросли на 4-6 пунктов; инвесторы могут предпочесть на этом этапе зафиксировать прибыль и закрыть эту игру – на данный момент мы не присваиваем этим бумагам никакой официальной рекомендации. По нашим предположениям, благодаря постепенной стабилизации казахской экономики и повышению цен на нефть, по крайней мере, Халык Банк, Банк Развития Казахстана и Казкоммерцбанк будут продолжать обслуживать свои долговые обязательства; другим банкам, вероятнее всего, придётся модифицировать и реструктурировать свои долги. Но опять-таки это – как, впрочем, и всё вышесказанное – только предположение.

Америка «левеет»

*Я любил одну женщину,
Увёл её у моего лучшего друга,
Но когда дела у него пошли хорошо, он увёл её
у меня обратно.*

**Из песни «Come on in my Kitchen» блюзмена
Роберта Джонсона (Robert Johnson), 1932**

*В последнее время слышится множество
гневных речей по поводу нарушения прав
инвесторов – акционеров и в особенности
кредиторов – в ходе различных операций*

*по спасению американских корпораций.
Мы уже давно привыкли к возникновению
подобных конфликтов между частными и
государственными интересами в Европе,
в которой государственные интересы
почти в открытую ставятся выше
частных. Однако для Соединенных
Штатов до последнего времени такие
конфликты были чем-то из ряда вон
выходящего, поскольку американское
правительство даже не считало нужным
скрывать, что его интересы тесно
связаны с интересами финансового
сектора страны.*

Особенно болезненна в данном контексте ситуация в Детройте, поскольку здесь становится особенно ясной неспособность правительства США предоставить своим гражданам базовую социальную защиту и медицинские услуги – то, что в индустриально развитых странах воспринимается как должное. Банкротство крупных автопроизводителей превратит сотни тысяч пенсионеров в обездолженных и несчастных людей – не самый хороший сценарий событий для демократического государства.

Следовательно, спасение автопрома – это долг чести, а для того чтобы сделать его политически удобоваримым, нужно придумать хоть какое-нибудь подобие выгоды, которую налогоплательщики всей страны якобы из этого спасения извлекут. Принимая во внимание то, что обмен облигаций на акции поставит пенсионные и медицинские накопления под серьезную угрозу, а тысячи без-пяти-минут пенсионеров могут остаться на улице без копейки денег в кармане, можно сказать, что выбор у американского правительства был невелик.

Поскольку вложения обычных акционеров американских автопроизводителей испарились, а правительство уже и так взяло на себя достаточно много обязательств в ходе попыток спасти финансовую систему США и к тому же должно продемонстрировать какие-то реальные результаты списаний колоссальных средств из фондов помощи, то в случае с американским автопромом было принято решение превратить в «жертвенных ягнят» кредиторов и держателей долговых обязательств. И если про держателей необеспеченных бумаг можно сказать, что без государственного вмешательства их

облигации превратятся в бессмысленный ворох бумаги, аналогичное утверждение будет не совсем верным в отношении держателей обеспеченных финансовых активов. Тем не менее они сейчас вынуждены смириться с тем, что на один вложенный доллар приходится всего лишь 29 центов – мизер от предполагаемого объема ликвидационной стоимости, которую они теоретически могли бы получить, если бы была проведена правильная и законодательно оговоренная процедура банкротства.

Чувство гнева усугубляет и тот факт, что крупные банки – получатели средств из фонда TARP, – выживание которых целиком и полностью зависит от действий правительства, все, как один, проголосовали за списание долгов, тогда как небольшие частные финансовые институты смогли предпринять лишь слабые попытки арьергардного боя для того, чтобы заблокировать эту процедуру.

Маятник, качайся!

Мы не хотим намеренно упрощать ситуацию, но, тем не менее, грубо говоря, общество можно разделить на две категории граждан – имущих и неимущих. Для стабильных политических систем характерно некое равновесие между интересами этих двух категорий граждан. Конечно, борьба за ресурсы – это не игра с заведомо нулевым счётом, но, как правило, нормальные общества пытаются избегать перегибов и играют в центре поля, где сохраняется относительный баланс.

Что касается, по крайней мере, англосаксонского мира, то на протяжении последних тридцати лет, когда маятник ощутимо качнулся в сторону интересов имущих, социальная справедливость перестала быть главным критерием существования. В последние годы президентства Буша возникшие дисбалансы достигли гротескных масштабов. Законодательная база, регулирующая процедуру банкротства, была перекроена в пользу заёмщиков; были забыты основные законы защиты прав потребителей; всё большая доля ВВП растаскивалась как прибыль частных лиц (причём самые большие куски поглощались паразитирующим финансовым сектором), и если богатства самых состоятельных американцев

увеличивались в геометрической прогрессии, то доходы среднестатистических граждан стагнировали.

Некоторые злоупотребления, которые наблюдались на последнем этапе «игры», просто поражают воображение: система, в которой стала возможной покупка чикагским миллиардером Сэмом Зеллом (Sam Zell) издательской компании Tribune за счёт пенсионных накоплений самих сотрудников компании (благодаря чему банкиры получили десятки миллионов прибавок, а их поделщики должны получить миллиарды, однако крах этого замысла приведёт к тому, что десяткам тысячам сотрудников медиахолдинга Tribune придётся прожить старость в нищете), является моральным банкротом (см. Примечание I).

Идеологический фиговый листик – неубедительное и корыстное утверждение, что, мол, свободные рынки могут осчастливить всех, как бедных, так и богатых, – был жестоко сорван налетевшим на якобы благотворную финансовую систему штормом. Многочисленные слои населения сейчас оказались под сильнейшим давлением.

Начался медленный дрейф в сторону «левых» убеждений – дрейф, который, по нашим прогнозам, в ближайшие годы усилится. И нет ничего удивительного в том, что спустя все эти годы политической маргинализации «левые» увлеклись абстрактными идеями социальной справедливости и ответственности тех, кого считают виновными в крахе существовавшей системы.

Заключительные комментарии:

Государственный долг

Будущее (Ну вы уже знаете, что о нём сказал Леонард Коэн...)

Если еще пару месяцев назад никто даже не помышлял о рыночном дне, то сейчас всё больше комментаторов рынка начинает рассуждать о том, по какой именно траектории пойдёт восстановление мировой экономики – как буква V, U, W, – и будет ли это происходить медленно или

быстро. Давайте будем честными сами с собой: макроэкономические данные стран большой «семёрки» остаются жалким зрелищем, причём крупнейшая экономика этого лагеря – Германия – сокращается со скоростью в 3.8%; Япония находится в агонии; объёмы промышленного производства в Европе продолжают снижаться, а безработица – расти; американский потребитель продолжает пребывать в коме. Но вместе с тем появляются робкие ростки надежды: то тут, то там докладывают о первых зелёных побегах и признаках стабилизации как в Соединённых Штатах, так и в остальных странах мира. Хотя, безусловно, в мировую экономику вкачали такое огромное количество фискальных и денежных стимуляторов, что их хватило бы для того, чтобы заставить ходить даже мертвеца – ну, по крайней мере, пройти пару кварталов.

Мы сохраняем скепсис, однако следует признать, что у финансовых рынков имеется неплохой послужной список в прогнозировании намечающихся экономических трендов. Первым ожил китайский рынок, и китайская экономика продолжает расти такими темпами, которым могла бы позавидовать любая другая страна мира. Подросли и российские рынки, и, хотя макроэкономические показатели остаются слабыми, мы считаем, что они отстают от действительности: большая часть данных за первый квартал 2009 года, на самом деле, отражает реалии четвёртого квартала 2008 года.

И хотя для «медвежьих» рынков характерны резкие отскоки вверх на фоне общей понижающей тенденции, последние данные с рынков стран большой «семёрки» указывают на то, что самая острая фаза кризиса в самом деле может быть позади. Если это действительно так, то у правительств этих стран появилась возможность соскочить с горячей сковородки – из огня да в полымя.

Вместе с тем, увы, приведённый ниже график, который мы позаимствовали из обзора Криса Вуда (Chris Wood) *Жадность и страх (Greed and Fear)*, вселяет настоящий ужас:

(данные об общем объеме государственного долга по странам - % от ВВП; источник: оценка и прогноз МВФ, апрель 2009 года)

Figure 20
General government gross debt as % of GDP

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Canada | 70.5 | 67.9 | 64.2 | 63.6 | 75.4 | 77.2 |
| France | 66.4 | 63.6 | 63.9 | 67.3 | 74.9 | 80.3 |
| Germany | 66.4 | 66.0 | 63.6 | 67.2 | 79.4 | 86.6 |
| Italy | 105.8 | 106.5 | 103.5 | 105.8 | 115.3 | 121.1 |
| Japan | 191.6 | 191.3 | 187.7 | 196.3 | 217.2 | 227.4 |
| UK | 42.1 | 43.3 | 44.1 | 51.9 | 62.7 | 72.7 |
| US | 62.5 | 61.9 | 63.1 | 70.5 | 87.0 | 97.5 |
| Euroland | 69.6 | 67.9 | 65.8 | 69.1 | 78.9 | 85.0 |

Source: IMF World Economic Outlook, April 2009

Если критерии Маастрихтского договора, согласно которым государственный долг не должен превышать 60% от ВВП, рассматривать как своеобразный эталон, то, судя по всему, все страны большой «семёрки» уже летят вниз с края пропасти. Как мы уже давно предупреждали, Япония находится в долговой ловушке: процентные ставки по йене безнадежно застряли ниже уровня в 1% – повышение ставок до разумных уровней немедленно приведёт к возникновению долгового кризиса, поскольку стоимость обслуживания долга превзойдет все мыслимые доходы.

Ситуация в Евросоюзе, который, ссылаясь на требования Маастрихтского договора, честно пытался решить проблему госдолга, была серьезно скомпрометирована необходимостью предоставить стимулирующие денежные средства. Официальные данные из США (дефицит в 2009 году составит 13%) и без того уже достаточно ужасающи, однако мы считаем, что на самом деле положение дел ещё хуже: рано или поздно возникнет необходимость профинансировать все забалансовые обязательства, такие как пенсионные и медицинские программы.

Даже по самым оптимистичным прогнозам дефицит американского бюджета скоро превысит \$1 триллион. Реальный итог может оказаться ещё более катастрофическим: этакий государственный аналог схемы Понци, в которой дефицит увеличивается из-за растущих процентных платежей по долгу, несмотря на то, что правительству удаётся поддерживать первичный профицит бюджета.

Больше всего нас выводит из себя лицемерие, с которым во всей этой финансовой чехарде обвиняют новую администрацию президента Обамы. В первую очередь, вина лежит на тех пьяных

водителях, которые повезли национальную экономику в кювет, преследуя цели своей гедонистической политики («экономика, опирающаяся на веру!»), а не к скорой помощи, которая прибыла на место аварии, чтобы помочь пострадавшим.

Возможно, чем больше страны начнут понимать, в какую долговую ловушку они попали, тем скорее они будут отказываться от политического гедонизма и станут учиться трудному искусству приносить жертвы во имя будущего. Невозможно допустить банкротство отдельных стран, не поставив при этом под удар всю мировую экономику. Социальную защиту населения следует усиливать, а не экономить на ней. Медицинские услуги, на предоставление которых сейчас затрачивается огромная часть американского ВВП (причем качество самих услуг оставляет желать лучшего), будут предоставляться в европейском стиле – строго дозировано, хотя общее медицинское обслуживание будет оставаться весьма дорогим удовольствием. Вот где действительно следует сократить финансирование – так это непомерно раздутый военный бюджет, который обязательно будет уменьшен раз, а потом ещё раз. Дипломатия – орудие бедняка – станет главным инструментом внешней политики.

Что касается Европы, то тут ситуация не кажется столь плачевной – отчасти благодаря более высокой норме сбережений, которая делает возможным финансирование государственного дефицита за счёт внутренних средств, а отчасти благодаря тому, что некоторые ведущие страны всё-таки предпримут дальнейшее повышение налогов и сокращение государственных расходов. Тем не менее, замедления темпов экономического роста избежать не удастся.

С другой стороны, мы бы не побоялись поспорить, что, по крайней мере, одна из периферийных стран (возможно, Великобритания, а, может быть, Греция или Ирландия) обратится за помощью к МВФ. Не исключено также, что пару-тройку стран заставят покинуть Еврозону, с катастрофическими последствиями (для выходящей страны – не для евро, которое благодаря этому может только окрепнуть!)

Ясно одно – для уменьшения коэффициента долг/ВВП существует только два способа: нужно либо сократить

задолженность, либо увеличить номинальный ВВП (обратите внимание на то, что повышение инфляции автоматически приводит к увеличению номинальной стоимости произведённых товаров).

Для того чтобы уменьшить объём задолженности, странам придётся в течение многих лет поддерживать крупный профицит бюджета. Может ли наш любезный читатель с ходу назвать страну, власти которой с готовностью смирятся с продолжительным периодом аскезы и экономической стагнации во имя абстрактной цели фискального целомудрия? Так что, принимая во внимание тот факт, что теперь, после недавнего взрыва кредитного пузыря, вряд ли темпы роста реального ВВП индустриально развитых стран рванут вверх, можно сказать, что остаётся один-единственный способ справиться со стоящей задачей – «сдуть» существующий долг с помощью инфляции. И начать надувать новый...

До недавнего времени в ответ на беспокойства по поводу использования инфляции как средства сокращения непомерных долговых нагрузок слышались утешения, что, мол, эту проблему поможет решить рынок облигаций. Но это было возможно до пришествия «количественного ослабления» (quantitative easing), в ходе которого страна скупает свои собственные облигации (главным образом, по той цене, по которой ей вздумается) и печатает столько денег, сколько нужно.

Это выше наших сил – подсчитать, какого темпа должна достичь инфляция, чтобы вернуть дефицит в рамки разумного, хотя, наверное, 10-процентная инфляция на протяжении пары лет поможет сдуть накопившийся долговой пузырь. Превратится ли этот метод борьбы с дефицитом в инфляционную спираль, будет целиком зависеть от того, насколько грамотными будут принимаемые решения, что не так-то легко предсказать.

Самой большой неизвестной величиной тут остается степень декорреляции развивающихся рынков, большинство из которых отличается более крепким фискальным и денежным здоровьем. И хотя нам всё время втолковывают, что китайцы на генетическом уровне неспособны превратиться в полноценных потребителей, наш опыт посещения

Гонконга или Джакарты свидетельствует об обратном. Китайскому правительству необходимо стимулировать внутренний спрос, и интуиция нам подсказывает, что это вполне посильная задача для необременённой долгами, неизбалованной потреблением и очень богатой страны. Нынешние программы, направленные на строительство 20 тысяч километров дорог и на субсидирование покупок автомобилей и товаров длительного пользования, представляются отличным первым шагом в правильном направлении.

Итак, мы завершаем настоящий обзор на нашей постоянной – излюбленной – ноте: нужно будет заплатить тяжёлую цену за несколько десятилетий излишеств, профинансированных за счёт долга. Кризис только начинается. Мы не думаем, что произойдёт полный крах мировой денежной системы и возвращение к бартерной торговле. Вряд ли также мы опять начнём жить в пещерах, сражаясь друг с другом за питательные корешки и мелких животных. Опять-таки, мы не думаем, что будет восстановлен золотой стандарт – очень неудобный механизм для передовых экономик Запада.

С другой стороны, инвесторам следует продумывать свои торговые стратегии хеджирования инфляционных рисков на год-два вперёд: активы с плавающей процентной ставкой, сырьё и производители сырья, сельское хозяйство, лесные угодья, адекватно оценённая недвижимость – вот первое, что приходит на ум. Ну и наш стандартный инвестиционный портфель – *консервы, оружие и земля в Новой Зеландии*, – похоже, ещё не до конца исчерпал свою привлекательность и потенциал роста.

Хотя, может, это тот случай, когда надежда умирает последней?!

Удачного Вам хеджирования!

Ваш покорный слуга

В последнее время Ваш покорный слуга находился в оживлённой и любопытной переписке с некоторыми нашими читателями, отвечая на их вопросы и комментарии, возникшими после прочтения наших рассуждений о той долгой ловушке, в которую вот-вот угодят Соединённые Штаты. Мы всячески приветствуем ваши комментарии, идеи и замечания. Пожалуйста, пишите на адрес: krausmoscow@yahoo.com

(см. примечание на следующей странице)

Appendix – For Whom the Zell Tolls

An otherwise justifiable sense of outrage at recent government policies which discounted the interests of financial investors in order to facilitate the salvage of bankrupt banks and industrial sectors, and more generally, at some of the populist policies being adopted across the Atlantic, should be tempered by reflection upon recent practices by members of the financial elites, practices which were inexplicably allowed by those charged with regulating financial markets, and indeed, responsible for imposing criminal sanctions.

Sam Zell's 'transaction from hell' ends in bankruptcy for Tribune

NEW YORK: Sam Zell acknowledged from the start that his deal for Tribune Co. was flawed.

"I'm here to tell you that the transaction from hell is done," Zell said last December when he sealed his \$8.2 billion takeover of the publisher of The Chicago Tribune and The Los Angeles Times.

But just how hellish this deal was, particularly for Tribune employees, became painfully clear Monday when the 161-year-old company filed for bankruptcy.

There is a lot of blame to go around, and much of it will be directed at Zell, the real estate baron whose knack for buying when everyone else is selling earned him a fit sobriquet for the news business these days: the Grave Dancer.

Advertising is in a free fall, and every newspaper is suffering.

But Zell literally mortgaged the future of Tribune's employees to pursue what one analyst, Jack Newman, at the time called "a childhood fantasy."

Zell financed much of his deal's \$13 billion of debt by borrowing against his employees' pension plan. The folks who work for Tribune ended up with equity, and they will probably be left with nothing.

As Newman, an analyst at CreditSights, explained at the time: "If there is a problem with the company, most of the risk is on the employees, as Zell will not own Tribune shares." He continued: "The cash will come from the sweat equity of the employees of Tribune."

And so it is.

Granted, Zell, 67, put up some money. He invested \$315 million in the form of subordinated debt in exchange for a warrant to buy 40 percent of Tribune in the future for \$500 million. It is unclear whether his money will be protected in bankruptcy.

But with one of the grand old names of American journalism confronting an uncertain future, it is worth remembering all the people who helped orchestrate this ill-fated deal - and made a lot of money in the process. They include members of the Tribune board, the company's management and the bankers who walked away with millions of dollars for financing and advising on a transaction that many of them knew, or should have known, could end in ruin.

It was Tribune's board that sold the company to Zell - and allowed him to use the employee's pension plan to do so. Despite early resistance, Dennis FitzSimons, then the company's chief executive, backed the plan. He was paid about \$17.7 million in severance and other payments. The sale also bought all the shares he owned - \$23.8 million worth. The day he left, he said in a note to employees that "completing this 'going private' transaction is a great outcome for our shareholders, employees and customers."

Well, at least for some of them.

Aiding and abetting the board were a group of bankers from Citigroup and Merrill Lynch, which walked off with \$35.8 million and \$37 million, respectively, for advising Tribune. Those banks played both sides: they also happened to lend Zell the money to buy the company. For that, they shared an additional \$47 million pot of fees, according to Thomson Reuters.

And then there was Morgan Stanley, which wrote a "fairness opinion" blessing the deal, for which it was paid a \$7.5 million fee (plus a \$2.5 million advisory fee).

On top of that, a firm called Valuation Research Corp. wrote a "solvency opinion" suggesting that Tribune could meet its debt covenants. Thomson Reuters, which tracks fees, estimates VRC was paid \$1 million for that opinion. VRC was so enamored with its role that it put out a news release.

"We were proud to be selected to provide these services to the Tribune Company Board," Bryan Browning, a VRC senior vice president, wrote in that statement. I called Browning on Monday. He didn't call back.

In some corners of the world, you could arguably applaud Tribune's board for selling the company when they did. The Chandler family, which owned 12 percent of Tribune through its prior sale of Times Mirror, campaigned for a sale and eventually won, though the family accepted a much lower price than they had hoped for.

You could even call them prescient, having sold before the financial crisis and economic downturn that has put so many companies in harm's way. And at \$34 a share, Tribune shareholders made out like bandits.

The share price of the company's closest rival, McClatchy, has tumbled 84 percent since the Tribune deal closed.

But what about those employees? They had no seat at the table when the company's own board let Zell hijack its pension plan in exchange for \$34 a share. Newman, the analyst who predicted the trouble, said during an interview Monday, "The employees were put in a very bad situation." He added that while boards were typically only responsible to their shareholders, this situation might be different. "There has to be a balance," he said, "to create sustainability for all the stakeholders."

Dan Neil, a Pulitzer Prize-winning columnist for The Los Angeles Times, led a lawsuit with other Tribune employees against Zell and Tribune this autumn. The lawsuit contended "through both the structure of his takeover and his subsequent conduct, Zell and his accessories have diminished the value of the employee-owned company to benefit himself and his fellow board members."

If the employees win, they will probably become Tribune creditors - and stand in line with all other creditors in bankruptcy court.

Данный документ носит исключительно осведомительный характер, и никакая информация или мнение, изложенные выше, не содержит 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 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 неопровержимой гарантией будущих результатов, и в итоге инвестиционной деятельности инвестор может получить сумму, объем которой будет меньше первоначально инвестированной суммы. Ценные бумаги, номинированные 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.