

Истина и красота (... и российские финансы)

НАДЕЖДА

После приезда скорой помощи...	3	Грузия – Проверка на соответствие реальности	14
Анатомия рыночного кризиса	8	ОПЕК – на пару баррелей больше	16
Российские бумаги с фиксированной доходностью	10	Ещё один день из истории смерти Набукко	16
Безопасность – в глазах созерцаемого	10	Дипломатия: Продолжение войны	17
Как торговать исходя из принципа безопасности	11	Риски – В чём мы могли ошибаться	20
Политика – Стареющая империя наносит ответный удар	13	Примечание I – Чем больше перемен... (тем больше всё остается по-прежнему)	23
Наш ответ – Россия разминает правильную группу мышц	13	Примечание II – Барак, ты меня слышишь?	25

Предисловие: Ваш покорный слуга стреляет по движущейся мишени. При всём нашем медвежьем настрое относительно перспектив мировых рынков, мы всё равно оказались психологически не готовы к тому, что сейчас происходит на наших глазах. То, что мы раньше называли «американским кризисом», расцвело пышным цветом и превратилось в настоящий мировой финансовый Чернобыль, дать адекватную оценку которому неспособен никто из тех, кто на своей собственной шкуре не испытывал великой экономической депрессии. Запоздалое, паническое вмешательство правительств, главной целью которого является соблюдение интересов богатеньких, аффилированных с ними лиц, на самом деле может только усугубить и без того удручающую финансовую ситуацию. С другой стороны, ничего неделание явно не является разумной альтернативой.

Устремив глаза ввысь, мы видим, что Священный Трон пуст и некому нас защитить: родители ушли, и дети устроили в доме пожар. Хотя взгляд Вашего покорного слуги на Россию остается фундаментально бычьим, мы признаем наличие существенных рисков (см. раздел «В чём мы могли ошибаться?» на стр. 20). Ключевой вопрос заключается в том, в какой степени Россия сможет дистанцироваться от катастрофы, разразившейся в мировой экономике, и процветать в условиях отсутствия притоков капитала со стороны севшего на мель Запада. Поистине, нам выпало жить в интересные времена – во времена перемен.

Только что вернувшись с пятнадцатой ежегодной инвестиционной конференции, проводимой брокерским домом CLSA в Гонконге, Ваш покорный слуга столкнулся с необходимостью дать ответ на два вопроса: с одной стороны, множество наших клиентов спрашивает нас, не зашла ли наконец, по нашему мнению, волшебная, добрая-

старая американская система свободных рынков в тупик грандиозных масштабов, сопоставимых с депрессией 1930-х годов, – экстремальный вывод, исключить который мы, тем не менее, не можем (следует признать, что, хотя мы и предупреждали о возможности некоей катастрофы, мы не думали, что всё произойдет столь быстро); с другой стороны, учитывая текущую турбулентность, не готовимся ли мы капитулировать из России. В связи с этим, мы почти одновременно публикуем два обзора – один под названием «Надежда», второй – «Бедствие». Первый – «Надежда» – повествует о России; второй – «Бедствие» – расскажет о мировых финансах.

Больше всего поражает внезапное ускорение процесса, который протекал медленно, но верно на протяжении всего последнего десятилетия, – постепенного упадка США как центра притяжения всей мировой финансовой системы. Хотя кризис ликвидности, который начался в Соединенных Штатах со взрыва необычайно экстравагантного пузыря ипотечного кредитования, аукнется даже в самых отдаленных уголках мира, мы верим в то, что, когда уляжется пыль, процесс перехода к азиато-центристской модели мира существенно ускорится. Воистину, то, что мы считали затяжной трансформацией, которая, по нашему мнению, должна была происходить на протяжении жизни нескольких поколений, сейчас стремительно проносится перед нашими глазами: пожалуй, через три года у кормила мировой экономики встанет Азия. В частности, Китай уже сейчас всё больше склоняется к тому, чтобы переориентировать свою экономическую систему с исключительно американского потребителя на потребителя внутреннего и пан-азиатского – т.е. реализовать ту стратегию, внедрение которой должно было начаться только через пять лет. Очень скоро китайская дипломатия отразит наметившуюся экономическую трансформацию.

Воздействие этих процессов на нашу экономику будет судьбоносным: вопреки своему историческому опыту, Россия должна повернуться лицом на Восток – отбросить от себя предрассудки прошлого.

Краткосрочные последствия процесса, в ходе которого западная финансовая система, погрязшая в долгах, стремительно избавляется от своей долговой зависимости, являются сейчас наиболее распространенным объектом анализа: дебаты кипят как в крупнейших инвестбанках мира¹, так и на телеканале детских мультфильмов. Вашему покорному слуге почти нечего добавить. В обзоре под названием «Бедствие» (в том случае если нам всё-таки удастся его закончить) будет изложена оценка долгосрочных геополитических и макроэкономических последствий этого мирового кризиса. Что касается России, после долгих поисков смысла жизни и нескольких продолжительных бесед во время ночных посиделок, мы решили подтвердить наше давнишнее мнение, каким бы странным и противоречащим здравому смыслу оно ни

¹ Блестящий главный экономист Merrill Lynch'a Дэвид Розенберг (David Rosenberg) – славное исключение из правила, по которому Ваш покорный слуга испытывает пренебрежение ко всем, носящим галстук, – давным-давно предсказывал практически всё то, что сейчас происходит на мировых рынках. Если бы его начальство изволило прислушаться к его замечаниям, то, пожалуй, они до сих пор оставались бы независимым юридическим лицом...

казалось: **Россия – по крайней мере, по сравнению с множеством других стран – представляет собой тихую гавань в чрезвычайно опасном мировом океане** (см. Примечание I). Если быть более конкретным, отметим следующее: хотя мы продолжаем воздерживаться от краткосрочных прогнозов относительно российского рынка акций (однако мы бы с радостью добавили, что, если фундамент мировой финансовой системы уцелеет, через несколько лет текущий момент, когда коэффициент P/E по отдельным акциям близок к единице, будет восприниматься как беспрецедентная возможность вхождения в рынок, сопоставимая с той, которая наблюдалась в 1999 году), **мы считаем, что российские инструменты с фиксированной доходностью сейчас торгуются с самым соблазнительным соотношением риска и прибыли, которого мы не видели с 1999 года.** Безусловно, самое трудное – это правильно предсказать момент: падающие ножи – весьма опасный предмет домашнего обихода, и, как гласит излюбленная поговорка трейдеров, на дне медвежьего рынка никто не звенит в колокольчик, предупреждая вас о грядущем развороте рынка.

Для того чтобы действовать вопреки мнению большинства, требуется немало

отваги: сейчас идея открывать позиции по банковским бумагам может показаться чистым безумием, но с ВТБ (рейтинг ВВВ+), торгующимся на уровне 1100 и выше из-за вынужденных продаж со стороны инвестфондов и проп десков (т.е. десков, торгующих в счет собственных средств компаний), когда их российские позиции были безжалостно сокращены по решению менеджмента, трудно устоять перед соблазном потенциальных прибылей.

С другой стороны, если на секундочку забыть о России, то мы в очередной раз озвучиваем наш давнишний список наиболее привлекательных инвестиционных покупок, который мы впервые (пусть и несколько преждевременно) опубликовали в 2004 году: консервы, оружие и сельскохозяйственные угодья в Новой Зеландии.

После приезда скорой помощи...

Подводя итоги увлекательнейшей инвестиционной конференции под руководством CLSA, которая состоялась в разгар мирового финансового кризиса, Ваш покорный слуга хотел бы отметить, что на протяжении последних нескольких недель двумя наиболее часто используемыми фразами были «нехоженые тропы» и «ещё никогда в моей профессиональной жизни».

Начнём с последней: да, как и все остальные люди, возраст которых не превышает ста лет, ещё никогда в нашей профессиональной жизни мы не видели ничего подобного нынешнему мировому цунами, который обрушился на нас из-за Атлантики. Но стоит ли повторять очевидные вещи, тем более что мы обещали в первую очередь проанализировать ситуацию, сложившуюся в России. Итак, больше всего нас поражает вот что: ещё никогда за всю нашу профессиональную жизнь, которая охватывает несколько десятилетий, три континента и серию финансовых кризисов, мы не видели мощного рыночного кризиса безо всяких на то фундаментальных оснований – т.е. того, что сейчас происходит в России. Это было совершенно непредсказуемым, и мы всё ещё находимся в замешательстве по поводу того, что же всё-таки случилось.

Несмотря на катастрофический спад цен на все виды активов, который

стремительно превзошёл масштаб, наблюдавшийся в 1997-98 годах (когда российская экономика в буквальном смысле расплзлась по швам), в России, тем не менее, сейчас нет очевидных признаков как такового экономического кризиса или даже более-менее приличного финансового кризиса. Всего лишь за первые восемь месяцев 2008 года профицит торгового баланса достиг 150 миллиардов долларов, а золото-валютных запасов с лихвой хватит для того, чтобы справиться с практически любой неприятностью. Хотя в последнее время темпы экономического роста несколько замедлились в связи с напряженностью на мировом рынке кредитования, даже по самым пессимистическим прогнозам, российская экономика будет расти быстрее, чем экономики большинства крупных мировых держав. Инфляция, удерживаясь на уровне 14%, продолжает оставаться существенной проблемой, однако сокращение объемов свободных денег окажет на нее сдерживающее влияние. Хотя отток горячих иностранных денег и оказался для финансовых рынков довольно болезненным потрясением, этот непоседливый капитал – по иронии судьбы или по чьему-то умыслу – никогда не играл по-настоящему существенной роли в экономике страны.

На самом деле мы стали свидетелями полномасштабной несостоятельности рыночной и финансовой инфраструктуры. На данный момент Россия представляет собой весьма респектабельную страну с экономикой объемом в 1,3 триллиона долларов, тогда как её финансовая система так и осталась на уровне развития 1998 года: она способна удовлетворить потребности только обнищавшей, истерзанной кризисами страны, – этакий внедорожник, укомплектованный двигателем газонокосилки. Мы вовсе не собираемся утверждать, будто бы никаких реальных угроз не существует: после того, как объем российского госдолга снизился до минимального среди стран большой «восьмерки» уровня, рынок внутренних корпоративных обязательств распух непомерно – до примерно 35% от всего национального ВВП. Покуда в корпоративных балансовых отчетах иностранные деньги сильно перевешивают средства, внесенные всеми акционерами вместе взятыми, этот дисбаланс будет создавать серьезную проблему для соблюдения адекватного равновесия

между активами российских компаний и их обязательствами; ведь гарантом по обязательствам выступает государство, тогда как активы остаются в частных руках.

К счастью, «захомячив» на зиму внушительную заначку, российское государство находится сейчас в таком положении, в котором оно само себе может гарантировать стабильность всей финансовой системы: действительно, исходя из того, что проблема корпоративного долга сводится в большей степени к вопросу ликвидности, а не к вопросу платежеспособности, не будет опрометчивым утверждать, что государство сможет справиться с этой проблемой самостоятельно, не перекладывая её на плечи российского налогоплательщика. Безусловно, такой способ управления финансовой системой не является оптимальным, но, как сказал бы Вам господин Полсон, это всё равно в тысячу раз лучше, чем иные варианты!

Ум хорошо – везение лучше

С российской точки зрения, у происходящего на наших глазах крушения мирового финансового поезда есть обратная – весьма положительная – сторона: несмотря на непродолжительные неприятные ощущения, нынешний финансовый кризис – это на самом деле подарок судьбы. Учитывая всё ещё довольно слабую зависимость российской экономики от чужих денег, Россия – одна из очень немногих крупных экономик, которая не стоит перед реальной опасностью взрыва из-за проблем, возникших на мировом кредитном рынке.

Опять-таки, во многом благодаря провидению, а не чьей-то прозорливости, мировой рынок капитала распахнул свои двери перед Россией совсем недавно, и у российских корпоративной и финансовой систем просто физически не было достаточно времени для того, чтобы роковым образом перегрузить себя неподъемными долгами. Российский корпоративный мир начал вкушать блага дешевого долларowego финансирования в мире, наводненном долларовой ликвидностью, только в конце 2006 года – т.е. в то время, когда неумолимый рост курса рубля всё чаще истолковывался как движение в одном направлении.

Совсем недавно, после того как поток мирового капитала внезапно развернулся

вспять и потёк в обратную сторону, Центральный Банк России (ЦБР) сосредоточился на решении двух задач – на поддержании обменного курса рубля (заметная корректировка предыдущей политики, когда ЦБР всеми силами пытался предотвратить чрезмерное удорожание национальной валюты, для чего ставки по рублевым кредитам устанавливались на искусственно низких уровнях с тем, чтобы поставить заслон на пути излишнего притока капитала...), а также на оказании поддержки банковскому сектору для того, чтобы избежать потенциальной опасности – катастрофической утраты доверия граждан. Фондовому рынку предоставили возможность выгрести самому – т.е. делать то, в чём пока не преуспел ни один фондовый рынок.

Недавно премьер Путин предоставил «подушку безопасности» и корпоративному сектору с тем, чтобы поддержать экономический рост. С некоторым замедлением всё-таки придется смириться, хотя имеется и приятное утешение: мировая рецессия должна уменьшить риск инфляционного перегрева, т.е. смягчить проблему, которая всего лишь три месяца назад была для России настоящей идеей-фикс!

Сейчас мы с изумлением наблюдаем за тем, насколько профессионально и скоординировано действует Россия, по крайней мере, ЦБР. Однако всё равно имеется фундаментальный конфликт между традиционалистами – блюстителями финансовой ортодоксии, т.е. главой ЦБР Игнатьевым и министром финансов Кудриным, и премьер-министром Путиным, который сейчас настаивает на применении антициклических методов стимуляции национальной экономики ради сохранения темпов роста ВВП.

Хотя теперь, с ретроспективной точки зрения, эти «экономические кальвинисты», скопившие внушительный золотовалютный резерв, кажутся удивительно прозорливыми, всё же хочется задать вопрос: а не стоит ли потратить деньги, накопленные на протяжении семи тучных годов, на то, чтобы смягчить удар нынешнего экономического падения?

Принимая во внимание централизованную структуру российской политики, практически нет никаких

сомнений в том, что эти антициклические меры в конце концов будут приняты. Проблема заключается в их непосредственном внедрении: нам предстоит увидеть, получится ли эту вновь обретенную ликвидность распределить из ВЭБа справедливыми и абсолютно прозрачным образом и сумеет ли она достичь пунктов своего конечного назначения без существенных потерь.

После того, как первые впрыскивания ликвидности в три ведущих российских банка не смогли просочиться вниз, по пищевой цепи, к братьям меньшим (вероятно, крупные российские банки вознамерились перенять нынешнюю американскую модель, по которой деньги более выгодно тратить на выкуп активов своих банкротящихся конкурентов, а не предоставлять как средство спасения), ЦБР начал внедрять серию мер, направленных на оптимизацию финансовой помощи, включая прямые гарантии, которые государственные банки будут получать при предоставлении кредитов организациям «второго эшелона», а также разнообразные необеспеченные кредитные продукты. К моменту написания данного обзора возникло ощущение, что эти меры некоторым образом смогли стабилизировать российскую финансовую систему.

Это вовсе не означает, что Россия сумеет полностью избежать удара и не понесет серьезных попутных убытков: так, замедление экономического роста уже сильно ощущается в тех секторах национальной экономики, в которых доля заёмного капитала особенно высока (недвижимость, строительство). И по нашему мнению, перед тем, как пойти на поправку, ситуация ещё существенно ухудшится. Ходят слухи, что некоторые олигархи (Дерипаска, Потанин и др.) уже понесли огромные потери из-за чрезмерного пристрастия к использованию заёмного капитала в процессе построения своих империй. Скорее всего, к ним на смену придут другие, и, по нашим прогнозам, в следующем году темпы роста российской экономики останутся на весьма высоком уровне, в диапазоне примерно 5.5 – 6.5%.

Если повезло однажды, совсем не значит, что повезёт дважды

Сейчас перед российской администрацией стоит серьезная задача – сначала поддержать, а впоследствии целиком перестроить всю финансовую инфраструктуру. Плохая новость заключается в том, что, как было отмечено выше, нынешняя финансовая система России в большей степени подходит для обнищавшей страны, только начинающей приходить в себя после тяжелейшего финансового кризиса, т.е. для России образца 1999 года. Она совершенно непригодна для удовлетворения нужд мощной экономики. Развитие рыночных механизмов для управления внутренними долгосрочными инвестициями – абсолютно непременное условие для обеспечения экономической стабильности. Россия испытывает острую потребность в высококлассных специалистах по управлению капиталом, в том числе в страховщиках, сотрудниках ПИФов и пенсионных фондов. В краткосрочной перспективе в России единственным стабильным источником инвестиционного капитала, скорее всего, будут федеральные резервы и бюджетные поступления.

Да, щедрые вливания иностранных денег могут оказывать выраженное болеутоляющее действие. Именно легкодоступный иностранный капитал (а не высокие цены на нефть, как принято думать) облегчали потенциально болезненный процесс реформирования финансовой системы. Сейчас российской администрации придется продолжать проводить реформы в куда более трудных условиях, а именно: в условиях мирового финансового кризиса невиданного масштаба и, возможно, враждебных действий со стороны умирающего мирового гегемона. Но именно в этом заключается и хорошая новость: самых блестящих результатов Россия добивается тогда, когда она вынуждена полагаться только на свои внутренние силы и не рассчитывает на доброту своих корыстных соседей (пример – чудесное воскресение России после грандиозного кризиса 1998 года).

Итак, все макроэкономические факторы (включая все ещё внушительный профицит текущего платежного баланса, огромные золотовалютные резервы, сырьевую самодостаточность – в том числе с недавних пор и сельскохозяйственный бум (урожаем 2008

года обещает превысить 105 млн. тонн зерна), стабильные внутренние рынки и своеобразная отказоустойчивость, которую Россия убедительно продемонстрировала в 1998 году) указывают на то, что Россия успешно переживёт нынешнюю финансовую турбулентность, какой бы тяжёлой она ни была.

Ваш покорный слуга продолжает рассматривать Россию как «тихую гавань», хотя, **безусловно, всё познается в сравнении**. Если американская рецессия усугубится и превратится в депрессию, то российскому экономическому росту будет нанесен значительный удар. Но сам факт выживания не вызывает никаких сомнений.

ЦБР – Назад, домой...

В своём недавно опубликованном, пронзительнейшем обзоре главный экономист московского подразделения Goldman Sachs Рори МакФаркуар (MacFarquhar) в типичной для него экстравагантной повествовательной манере описал нынешнюю политику Центробанка России как репатриацию российских денег, которые были в свое время проинвестированы в гособлигации стран большой «семёрки». Эта репатриация осуществляется в целях рекапитализации внутреннего финансового сектора, внезапно оказавшегося без поддержки со стороны иностранных инвесторов. Как всякая по-настоящему свежая мысль, эта идея тут же показалась нам интуитивно верной, поэтому Ваш покорный слуга позволит себе позаимствовать её в своих «преступных» целях...

МакФаркуар отмечает, что в своё время российское государство разместило государственные деньги в иностранных, как тогда казалось, безрисковых активах, в результате чего местный рынок начал испытывать довольно острую нехватку средств и обратился за помощью к зарубежным финансовым организациям, которые в сущности стали играть роль посредников между российскими госрезервами и российским корпоративным сектором.

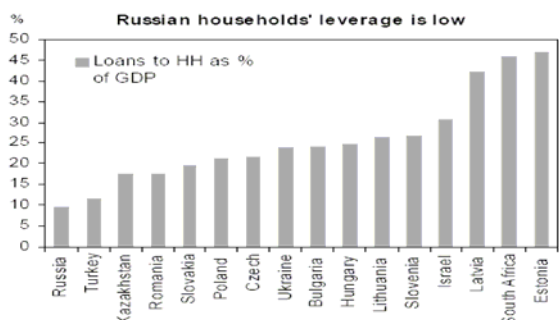
Благодаря сокращению спредов по российским евробондам, а также погони иностранных инвесторов за большими

прибылями, российские компании сравнительно легко получили доступ на рынок мирового капитала. Таким образом, быстрое увеличение объемов официальных резервов соответствующим образом отразилось в увеличении объемов общего корпоративного долга России (хотя следует отметить, что это увеличение, к счастью, было сравнительно небольшим – Россия все ещё сохраняет статус нетто-кредитора). Учитывая то, что ставки по этим внешним кредитам существенно превосходили доходность по российским евробондам, можно сказать, что юрлицо под названием Россия Инкорпорейшен, в сущности, оплачивало огромный спред, возникавший между уровнем доходности своих внешних облигаций и стоимостью внешних корпоративных долгов, т.е. ценой, которую российские компании платили зарубежным финансовым структурам за, по сути, оказание посреднической услуги.

Казалось бы, консервативное решение инвестировать российские нефтяные деньги в иностранные бумаги обернулось, на самом деле, иллюзией безопасности, причем по очень высокой цене. В условиях чудовищного мирового кредитного кризиса, аналога которому мир не видел с 1930-х годов, ЦБР был вынужден вмешаться и заменить внешние долги российских компаний внутренними займами. Для того чтобы получить деньги под эти займы, ЦБР реализовал (попросту ликвидировал) свои зарубежные активы и направил полученные средства на развитие экономики страны. Самое прискорбное заключается в том, что в России практически нет адекватной финансовой инфраструктуры, предназначенной для совершения подобных операций, а импровизации не всегда приносят желаемый результат.

В последнее время мода на прямую национализацию хитроумно сплетённых банковских активов становится всё более повсеместной. Россия, по крайней мере, находится в более-менее выгодном положении, чтобы делать это с минимальным для себя ущербом, поскольку большинство фундаментальных активов, лежащих в основе таких бумаг, всё-таки отличается отменным качеством. В России практически не было алхимической секьюритизации и

замысловатого структурирования облигационных займов. И хотя процент просроченных кредитов в сегменте потребительского кредитования находится на уровне примерно 6%, эти убытки компенсируются высоким показателем чистой процентной маржи (NIM) по этим краткосрочным кредитам. Другими словами, за редким исключением нескольких небольших финансовых структур, которые, строго говоря, функционировали как своеобразные хеджфонды, в России основная проблема сводится не к вопросу платёжеспособности, а к вопросу ликвидности. По данным Goldman Sachs, объем рынка ипотечного кредитования всё ещё остается мизерным – равным примерно 2% от всего ВВП; кредиты, выданные компаниям и лицам в секторе недвижимости и земельных угодий, составляют всего лишь 6% от всего объема банковского кредитования. Итак, общая доля заёмных средств в России остается одной из самых низких по сравнению с другими странами мира.



Source: National monetary authorities, Eurostat, GS

(Схема: Уровень потребительского кредитования в России остается низким. Loans to HH – Кредиты домохозяйствам, % от ВВП. Источники: денежно-кредитные госструктуры, агентство Eurostat, Goldman Sachs)

Итак, ЦБР начал сливать свои иностранные активы (в первую очередь, облигации американских федеральных агентств) и использовать получаемые средства для предоставления денег внутреннему финансовому сектору через посредничество ВЭБа (Внешэкономбанка). Общий объем чистых ликвидных активов России примерно на 100 миллиардов долларов превосходит объем внешнего долга, не считая чистые иностранные активы российского корпоративного сектора (которые, в свою очередь, благополучно превосходят объем внешней задолженности российских компаний).

Уровень уверенности российского потребителя остается на высоком уровне: граждане не выстраиваются в огромные

очереди у дверей банков для того, чтобы забрать свои депозитные вклады; не наблюдается внезапного оттока капитала; нет никаких признаков зарождающейся паники. Россиян беспокоит растущая инфляция, и они прекрасно проинформированы о мировом финансовом кризисе, но они продолжают верить в то, что России он особо сильного урона не принесет.

Вашингтон – дорогое удовольствие

Любой, кто вдумчиво проанализирует кризисы, происходившие в развивающихся странах мира на протяжении последних нескольких десятилетий (начиная с потрясения на рынке латиноамериканских облигаций в 1980-х гг., азиатского кризиса и российского дефолта и заканчивая аргентинской девальвацией), может сделать вывод, что, когда та или иная развивающаяся экономика начинает рассчитывать на помощь иностранного капитала, катастрофы не избежать. Это особенно верно в том случае, если эта страна хочет проводить внешнюю политику независимо от или, в случае необходимости, вопреки интересам западного гегемона.

Если в периоды экономического благополучия вашингтонская доктрина открытых рынков капитала и свободных денежных потоков давала развивающимся странам удивительный циклический стимул для дальнейшего развития, то её обратной стороной стала череда серьезных кризисов, которые катастрофическим образом сказались на состоянии экономик этих стран. Безусловно, ключевым фактором кризисов был экономический непрофессионализм руководителей самих этих стран, но именно легко доступные «горячие» иностранные деньги подстёгивали злоупотребления и усугубляли этот непрофессионализм, хотя на какое-то время и маскировали последствия, которые рано или поздно давали о себе знать в виде неизбежного болезненного рикошета. В самых тяжёлых случаях, когда иностранные инвестиции из нетто-притоков превращались в нетто-оттоки, следствием было крушение благополучия нескольких поколений, причем под удар попадали как плохие, так и добродетельные граждане (например, так называемая *Decada Perdida* – «потерянное десятилетие» – в латиноамериканских странах).

Моральный риск всегда косвенно присутствует в финансовых операциях. И если нефинансовые компании, перегрузившие себя неподъемными долгами, время от времени попадают в беду и получают соответствующий «нагоняй» от рынка, то финансовые организации с непомерно высокой долей заёмных средств могут увлечь за собой вниз, в пропасть, экономику всей страны. Таким образом, система финансового регулирования жизненно необходима для предотвращения кризисов, а для поддержания такой системы требуются внушительные госрасходы. Позволим себе также отметить, что мы продолжаем считать демонтаж всех контролирующих органов на российском рынке капитала серьезной ошибкой, которая была допущена из-за характерного для России высокомерия и желания доказать всему миру, что Россия, спустя десятилетие финансовой неразберихи и перипетий, наконец стала «нормальной страной». Эта ошибка стала «дорогим удовольствием», и в условиях открытых финансовых рынков защититься от мировых финансовых рисков куда более трудно.

Благодаря тому, что воспоминания о событиях 1998 года всё ещё свежи, азиатские экономики (за исключением Кореи, у которой порог финансовой чувствительности весьма низок) на этот раз постарались как можно меньше влезать в долги (по сравнению с предыдущими циклами) и главным образом полагаются на внутренние источники капитала. Следовательно, после нынешнего кризиса они должны занять более сильную позицию на мировом рынке. О Латинской Америке в целом столь однозначно не скажешь, но она, безусловно, так же находится в более выгодном положении, чем в предыдущие кризисы. К сожалению, она, скорее всего, пострадает от падения цен на сырьё. Наконец, мы серьезно обеспокоены тем, что всему региону EMEA (Europe, Middle East & Africa), за исключением России, придётся пережить настоящий финансовый Армагеддон.

Мы бы очень хотели надеяться на то, что нынешний кризис послужит для российского правительства отличным уроком и что после того, как треволения в конце концов пойдут на спад, оно предпримет административные меры, направленные на установление контроля

над излишним притоком иностранных денег, включая контроль над прямыми иностранными инвестициями и ужесточение нормы резервных требований к банкам для обеспечения иностранных займов и пр.

Анатомия рыночного кризиса

Следует отметить, что на протяжении всего этого года Ваш покорный слуга продолжал весьма настороженно относиться к российскому рынку акций. Главным образом, это объясняется тем, что, по нашим предчувствиям, крах финансовой системы США будет иметь сокрушительный побочный эффект, который распространится далеко за пределы берегов Атлантики. Вот почему мы старались держаться подальше от всех видов акций, несмотря на чрезвычайную недооцененность российских бумаг.

С другой стороны, мы совершенно упустили из виду низкую стрессоустойчивость технической инфраструктуры российского рынка акций. В итоге, в некоторые торговые сессии перепады индекса составляли 10, а в отдельных случаях 25% – иногда безо всяких на то оснований.

Недавние продажи на российском рынке акций – это нечто большее, чем простая солидарность с падающими мировыми площадками. Учитывая отсутствие признаков экономического кризиса или какого-либо существенного снижения показателей рентабельности у российских компаний, эти продажи следует истолковывать как проявление неэффективности и неработоспособности рыночной инфраструктуры, как иллюстрация дефектов российской финансовой системы.

Темпы спада на российском рынке акций несколько ускорились после завершения войны с Грузией, в силу чего некоторые аналитики заявили, что рыночный спад стал реакцией на военный конфликт. На самом деле, даже бегло взглянув на графики торгов, мы обнаруживаем, что волна продаж началась за несколько месяцев до южноосетинского конфликта. Таким образом, ключевым фактором является не политика, а ликвидность.



Из-за острого дефицита долгосрочного внутреннего капитала местные финансовые компании оказались в опасной зависимости от механизма репо-финансирования – в сущности своей очень рискованного способа привлечения денег. КИТ Финанс, российская брокерская компания средней величины, села на мель, как говорят, из-за неспособности исполнить свои обязательства перед контрагентами, которые выдавали ему короткие кредиты под залог крупного пакета акций Ростелекома. В итоге, инвестбанк не смог соблюсти маржинальные требования по своим позициям. Ренессанс Капитал, один из контрагентов КИТ Финанса, а также один из самых прозорливых местных брокеров, который, вероятно, был слишком очарован превосходными фундаментальными показателями российской экономики и забыл при этом об удручающем положении дел в мире, был вынужден продать 49.9-процентный пакет Ростелекома по бросовой цене одному местному олигарху после того, как Ренику были перекрыты кредитные линии и он получил маржин-коллы.

В самый разгар кризиса система стала давать сбои из-за того, что местные брокеры начали сокращать сроки урегулирования взаимных сделок после того, как по рынку поползли слухи о тяжелом финансовом состоянии практически всех финансовых компаний России. Ситуацию усугубили и трейдеры, которые продолжали с энтузиазмом шортить – либо ради получения хищнических прибылей, либо для хеджирования неликвидных позиций.

Потрясающим аспектом завершающей стадии продаж было то, насколько цены акций совершенно перестали соответствовать фундаментальным характеристикам эмитентов. В самый острый момент кризиса корпоративные

новости перестали оказывать какое-либо влияние на котировки, которые упали ещё ниже из-за продаж, вызванных маржин-коллами. По мере того как нерезы сливали свои бумаги из-за масштабных потерь или просто из-за решения менеджмента сократить российские позиции в ходе массового бегства от рисков, местные игроки были слишком обескровлены для того, чтобы подхватить падающее знамя; в итоге российские брокеры ушли на защитные позиции, оставив рынок акций в состоянии свободного падения.

Хотя ЦБР весьма быстро отреагировал на проблемы, возникшие в банковском секторе и на валютном рынке, сделав впрыскивания ликвидности и поддержав российский рубль, чиновники, судя по всему, напрочь забыли, что в России ещё имеется и фондовый рынок. Только когда индекс ММВБ столкнулся с реальной угрозой исчезновения, стремительно приближаясь к нулевой отметке (феномен из области ликвидности, который наблюдается в случае насильственного закрытия маржинальных позиций в условиях полного отсутствия бидов в стакане заявок), представители денежно-монетарных органов вмешались и начали предпринимать хоть какие-то действия.

Тотальный крах удалось предотвратить в самый последний момент, когда в авральном режиме чиновники разработали механизм спасения КИТ Финанса, временно приостановив торги на ММВБ, объявив банковские гарантии от риска неисполнения контрагентами своих обязательств, а также предоставив прямые гарантии участникам рынка на случай дефолта. Благодаря всему этому, несмотря на многочисленные слухи, больше ни один брокер не заявил о неспособности исполнять свои обязательства.

К сожалению, несмотря на то, что котировки достигли абсурдных уровней, а коэффициент P/E по отдельным акциям близок к единице, тогда как среднерыночный P/E равен примерно 4.5 (хотя день на день не приходится), мы не видим, что сможет уберечь российский рынок акций от дальнейшего скатывания вниз в условиях, когда торги целиком и полностью зависят от ликвидности, а не от фундаментальных показателей. Хотя, безусловно, в долгосрочной перспективе для извлечения прибылей из такого рынка особого интеллекта не потребуется.

Российские бумаги с фиксированной доходностью

Безопасность – в глазах созерцаемого

Память, говори!

Помнится, как лет пять назад Ваш покорный слуга спровоцировал волну неподдельного изумления, заявив, что наконец российские еврооблигации торгуются на уровнях облигаций, эмитированных Ford Motor Company. Недавно бумаги как GM, так и Ford упали до катастрофических уровней, а спреды

расширились до 25% (причем со стремлением к бесконечности – апокалиптический итог, избежать который удалось только благодаря федеральному кредиту на сумму 25 млрд

долл., выданному автомобильным компаниям... вот они – свободные рынки в действии!). После получения государственной помощи эти облигации торгуются со спредом, равным «всего лишь» примерно 19%. Справедливости ради отметим, что спреды по российским евробондам тоже несколько расширились – аж до 6.8%. Ну и что бы Вы предпочли?

Деньги, деньги! А кому бесплатные деньги?!

Те из вас, кто последовал нашему совету и открыл позиции по российским банковским облигациям (например, облигации УРСА Банка со сроком погашения в 2011 году),

² Кредитные дефолтные свопы по трехлетним российским бондам сейчас торгуются примерно на уровне 250 базисных пунктов – потрясающая возможность инвестиционной продажи в ближайшие 3-6 месяцев, хотя в краткосрочной перспективе сохраняйте бдительность: не забывайте о медведе и его опасных переоценках marks-to-market

могут сейчас испытывать некоторое беспокойство в связи с ежедневной переоценкой позиций с учетом текущего изменения цен (mark-to-market). Итак, мы хотим вас приободрить: это временные флуктуации, и, если вы устоите перед соблазном продавать, то можно просто сидеть спокойно в рынке и получать симпатичные купонные платежи³. Ни один российский банк не объявил себя банкротом, и, в отличие от тех, кто прикупил облигации Lehman или Washington Mutual, держатели облигаций, эмитированных российскими системообразующими банками, могут вкушать дополнительные преимущества явных гарантий российского Центрального Банка.

Сейчас Ваш покорный слуга рассматривает эти бумаги как редчайшую

Как торговать не исходя из принципа безопасности...

Были времена, когда американские казначейские облигации считались безрисковыми инструментами – эталоном безрисковой процентной ставки. Эти времена прошли безвозвратно. Пользователям терминала Bloomberg рекомендуется всего лишь напечатать BANK <GO>, для того чтобы ознакомиться со стоимостью дефолтных свопов по американским казначейским облигациям – 32 базисных пункта, при этом рост продолжается! Любопытно отметить, что это практически равно минимальным значениям, которые достигли дефолтные свопы по российским бумагам² в начале 2007 года! Посреди всеобщего хаоса Ваш покорный слуга продолжает ждать, когда кто-нибудь назовет имя того смельчака, который возьмет на себя защиту от дефолта по казначейским облигациям США... мы бы предпочли потратить наши сбережения на консервы, оружие и – да! Вы угадали! – землю в Новой Зеландии!

инвестиционную возможность, которую в последний раз мы наблюдали в далёком 1999 году, - покупка российских облигаций со спредами, которые не имеют практически никакого отношения к (весьма умеренному) присущему им риску. Российские несuverенные долговые инструменты сейчас торгуются (если торгуются вообще) на уровнях, значительно ниже тех, которые можно было бы ожидать при наличии реальной угрозы дефолта. И эта недооцененность ни коим образом не связана с существующим

кредитным риском, а отражает исключительно рыночные перипетии. Позволим себе привести следующий пример, который ярко иллюстрирует безумие текущего момента: Петрокоммерцбанк недавно сумел договориться о привлечении синдицированного кредита по ставке

³ Судя по всему, УРСА, Альфа и Номос разделяют нашу точку зрения, поскольку, если верить слухам, они энергично скупают свои собственные облигации

Libor+100... тогда как его облигация сейчас торгуется на уровне Libor+1700... (даже если реальные условия кредита несколько менее благоприятны, чем те, о которых сообщают в газетах, всё равно 1700 базисных пункта – это чистое безумие для бумаги, которая обеспечена косвенными гарантиями Центробанка и обладает рисковыми характеристиками, присущим ЛУКойлу).

Итак, на самом деле мы являемся свидетелями краха технической инфраструктуры российского фондового рынка. Приятели Вашего покорного слуги, которые работают на проп десках (proprietary trading desks) в крупных американских и европейских банках, некогда бывшими видными игроками на российском рынке, сетуют сейчас, что их российские позиции были существенно сокращены. Сейчас у них нет свободных денег, и, облизываясь на неправдоподобные сперды по фундаментально высококачественным активам, они могут только ругать на чем свет стоит своих начальников и кредитные комитеты. По слухам, аналогичная ситуация наблюдается на всём рынке: фонды, специализирующиеся на облигациях развивающихся стран, наблюдают за массовым оттоком капитала; мелкие российские банки гонятся за наличными; сегмент кредитования репо парализован; облигации осиротели. Объемы торгов стремительно уменьшаются и сохраняются на более-менее приемлемом уровне только благодаря редким перепуганным продавцам, а цены уже не имеют никакой осмысленной корреляции с предполагаемым дефолтным риском.

Как торговать исходя из принципа безопасности

*Ваш покорный слуга вовсе не утверждает, что лучшие представители российского облигационного мира являются «безрисковыми». Любой несчастный держатель облигаций, эмитированных некоторыми наиболее уважаемыми финансовыми компаниями США, может заверить Вас в том, что ни один инвестиционный инструмент в мире не является безрисковым. Наша точка зрения заключается в том, что **всему, включая золото и банковские депозиты, присуща определенная степень риска**; единственный возможный способ защиты заключается в*

том, что, покупая некоторые активы, инвестор получает дополнительную премию за риск (нет ничего более рискованного, чем облигация с кредитными рейтингом три А, поскольку в этом случае рейтинг может быть пересмотрен только в одном направлении...)

На баррикады!

*Самое трудное – верно угадать момент, и существует риск отрицательных краткосрочных перерасчётов mark-to-market, о котором забывать ни в коем случае нельзя. Способность угадать уровень абсолютного дна на истеричном рынке выходит далеко за пределы наши прогностических способностей. Итак, **тем инвесторам, которые не обеспокоены ежедневными перерасчётами по сделкам и которые не торгуются, используя высокую долю заёмных средств (репо), можем сказать следующее: мы считаем, что риски, присущие российским облигациям с высоким рейтингом, полностью компенсируются беспрецедентными спредами.***

России не удастся избежать удара мирового кредитного кризиса, и мы рекомендуем сохранять предельную осторожность с бумагами компаний третьего эшелона, в особенности компаний с высокой долей заёмных средств в структуре капитала, которые сильно зависят от необходимости обслуживать свои долги. Мы бы продолжали держаться подальше от всего, имеющего отношение к строительству или недвижимости. Учитывая наличие практически официальных гарантий со стороны ЦБР, наш лист покупок включал бы существенную долю банковского сектора, в частности государственные российские банки, или те, которые принято называть «системообразующими» финансовыми организациями, а также некоторые недооцененные корпоративные бумаги (например, Вымпелком, ТНК-ВР и др.).

Кроме того, принимая во внимание грядущую консолидацию банковского сектора (в ходе которой 900 депозитных учреждений будут объединены в, скажем, 150 разумно структурированных банковских организаций), **мы бы поостереглись открывать позиции за пределами списка из 30 ведущих банков страны и/или, по крайней мере, за**

пределами списка, включающего банки с кредитным рейтингом не ниже Ва3/ВВ-

- Цены на краткосрочные российские евробонды остаются на вполне разумном уровне, а потому особого интереса эти бумаги не представляют. Хотя 5-7-процентная доходность с лихвой компенсирует существующие риски, нам кажется, что в эпоху ограниченной ликвидности существует множество лучших способов распорядиться дефицитным капиталом.

- Если среди наших читателей есть вдовы и сироты, то мы рекомендуем им обратить внимание на государственные банки – ВТБ, Сбербанк и Газпромбанк (все с кредитным рейтингом Ваа1). Их купонная доходность колеблется в диапазоне 13-14%, т.е. на 700-800 базисных пунктов выше купонной доходности по гособлигациям, и это при том, что они, по сути, обеспечены теми же госгарантиями и, следовательно, несут суверенный риск (!). К этому списку мы бы добавили ТНК-ВР (Ваа2) и Вымпелком, которые торгуются с теми же спредами и обладают таким же ничтожно малым риском.

- А ковбоям... мы бы порекомендовали рассмотреть возможность вхождения в УРСА Банк (Ва2 – наш любимчик, сибирский системообразующий банк, с отличной системой управления, жизненно важный для экономики данного региона), Альфа Банк (Ва2 – важное связующее звено с российской экономикой, обладающее высоколиквидной, олигархической по своему происхождению структурой капитала, с длинной историей, свидетельствующей о высокой живучести даже в периоды жесточайших кризисов), Петрокоммерцбанк (Ва3 – банковский «ЛУКойл») и МДМ (Ва1 – очень умные ребята).

Вопреки консенсусу нам также нравится банк Русский Стандарт (Ва2) – лидер в сегменте потребительского кредитования, пребывающий в сильной зависимости от рынка оптовых продаж; учитывая изобилие краткосрочных текущих активов на его балансе, он вполне может справиться с возможными трудностями путём простого закрытия платёжных счетов, что позволит ему выполнять график погашения

облигационных займов, используя выплаты клиентов по кредитам. По данным самого Русского Стандарта, процент просроченных кредитов весьма низок и с лихвой компенсирован высокой чистой процентной маржой (NIM). Наличие ликвидности гарантировано благодаря имеющемуся доступу к федеральным бюджетным средствам. По нашему мнению, вероятность того, что какому-нибудь из вышеперечисленных финансовых учреждений позволят рухнуть, практически равна нулю.

К моменту опубликования данного обзора до нас дошли слухи, что Альфа банк, Номос и УРСА скупают свои обращающиеся облигации (причем УРСА делает это на открытом рынке). Это является превосходным примером грамотного использования имеющихся свободных денег и укрепляет нашу веру в фундаментальную ликвидность этих банков.

- Наконец, есть примеры поистине головокружительной доходности в сегменте рублёвых облигаций, в котором многие бумаги сейчас торгуются из принципа цены, а не доходности. Тем не менее, не стоит забывать, что это высокопрофессиональный сегмент рынка, на данный момент чрезвычайно неликвидный. Торговать на нём исключительно трудно и изнуряюще (тот факт, что та или иная бумага торгуется на потрясающе низких уровнях, вовсе не означает, что Вы действительно можете её купить; спреды широченные – грузовик КАМаз точно пролезет).

Учитывая наличие возможного конфликта интересов (*на данный момент Ваш покорный слуга управляет активами клиентов в этом секторе*), ограничимся замечанием, что тем, кто уже имеет позиции в этом сегменте рынка, рекомендуется обращать внимание на наиболее громкие имена, такие как ТНК-ВР, Распадская, Вымпелком и пр., при этом срок обращения облигации должен быть весьма коротким – максимум 18 месяцев, поскольку российские процентные ставки почти точно будут повышаться.

Основной риск, присущий сектору рублёвых облигаций, заключается в том, что резкий спад цен на нефть вынудит Центробанк предпринять скоординированные шаги по удержанию курса рубля на низком уровне. Хотя мы считаем, что этот риск щедро компенсируется ростом доходности относительно долларového рынка.

Политика – Стареющая империя наносит ответный удар

На данный момент американские СМИ разворачивают своеобразную антироссийскую пиар-кампанию, напоминающую ту, которая кипела на страницах прессы и телевидении накануне вторжения в Ирак. Недавно на своей первой странице журнал Fortune живописал (и в переносном, и в прямом смысле этого слова) картину (весьма недружелюбную) нынешнего российского дуумвирата, посвятив полномера дезинформации, слухам, непроверенным обвинениям и в целом продемонстрировав уникальный талант американцев – смотреть на мир исключительно со своей точки зрения.

Естественно, это ни что иное, как типичный

продукт «свободной и справедливой» западной прессы – той самой свободной и справедливой прессы, которая помогла американскому народу избрать Буша, вторгнуться в Ирак и которая радостно провозгласила внедрение республиканской партией нерегулируемых механизмов «свободного рынка», сейчас угрожающих существованию всей мировой финансовой системы.

Самое смешное заключается в том, что сразу за статьей о России следует филиппика в адрес «мужественной команды» JP Morgan'a – вот ещё один пример надувательства и типичного восхваления тех, кто сделал так много, чтобы полностью дискредитировать идею мирового капитализма, и поставил под угрозу благополучие миллионов (сравнительно богатых) и жизни миллиардов (всех остальных). Может ли наш любезный читатель припомнить, предупреждал ли нас журнал Fortune год или два назад о том, что американская финансовая система перегружена неподъёмными долгами, глубоко коррумпирована (т.е.

Журнал Newsweek – Ложь, наглая ложь и пьяные писаки

Начиная с испано-американской войны и заканчивая алжирской трагедией Франции, Прагой 1968 года, Вьетнамом и вторжением в Ирак, пресса всегда была покорной наложницей властных элит. Хотя мы уже в общем-то привыкли к обману – осознанному или случайному (причём вина в большей степени лежит на политически подкованных редакторах, нежели на трудягах-репортёрах), нас всё ещё порой изумляет ленивый непрофессионализм некоторых отдельных журналистов. Однако в последнее время сильнее всех нас потряс Оуэн Мэтью (Owen Matthews), человек, явно страдающий серьёзными извращениями, завсегда на некоторых самых значимых местах Москвы, по совместительству пописывающий статейки для Newsweek.

В своём недавнем опусе, живописующем о катастрофах, нависших над Россией (*кажется, мы уже когда-то о чём-то подобном читали*), он к нашему вящему изумлению пишет:

«За последний год, по крайней мере, два крупных российских фонда, Nikitsky Russia Fund и фонд Hermitage, навсегда ушли из России»

Невероятно даже по стандартам Newsweek! Хотя мы ничего не можем сказать о фонде Hermitage Capital, фонд Nikitsky, который раньше находился под управлением Вашего покорного слуги, закрылся не в этом году, а в 2007... Более того, он никогда даже отдаленно не напоминал «крупный российский фонд»: это была крошка, примерно в триста раз меньше по объемам, чем фонд Hermitage во времена былой славы последнего. Наконец, фонд Nikitsky вовсе не уходил из России – он просто закрылся по причине нашего священного ужаса перед краткосрочными перспективами мировых рынков акций.

На самом деле, поскольку в результате спада мировой ликвидности оценить справедливую стоимость акций второго эшелона, по которым фонд Nikitsky специализировался, стало крайне сложно, мы переключились на голубые фишки, отчаянно стараясь остаться выше уровня воды. Наконец, отыграв потери наших клиентов, мы закрылись. С тех пор мы предлагаем услуги по управлению капиталом только путём инвестирования в долговые обязательства. Это было очень трудное решение, но, оглядываясь назад, мы можем сейчас только с благодарностью воспеть тот день, когда мы его сделали!

преследует исключительно свои

интересы), лишена фундамента и на всех парах движется к краю пропасти? Наверное, мы пропустили этот номер. Но самое главное: можете ли Вы, после всего этого, верить тому, что читаете на страницах ведущих изданий?

Эта дезинформация в СМИ с правым уклоном усугубляется истерической риторикой фракции Чейни, которая все ещё отчаянно пытается доказать свою правоту. Райс заявляет, что Россия находится в состоянии крайней изоляции, хотя нет никаких сомнений в том, что в изоляции пребывают именно Соединенные Штаты, по крайней мере когда речь заходит о Грузии (посмотрите последние заявления Меркель и Саркози, которые призывают к более тесному сотрудничеству с Россией и подчёркивают, что ни Украина, ни Грузия не готовы к тому, чтобы претендовать на членство в НАТО – и Франция, и Германия могут легко наложить вето на вступление этих стран в альянс).

Полуофициально Россия сейчас заморозила всё дипломатическое сотрудничество с США, притаившись в ожидании выборов следующего американского президента. Это представляется мудрым; от Чейни ничего хорошего ожидать не стоит, а что касается антироссийской риторики штаба Обамы, она кажется не более чем предвыборной необходимостью. Как только он вступит в должность, перед ним встанет щекотливая задача восстановить важные дипломатические взаимоотношения, и, учитывая его чувство такта, ум и, в особенности, готовность идти на диалог со своими соперниками, мы можем надеяться на новое начало, опирающееся на реальную политику, на реалистичную оценку жизненно важных интересов обеих сторон. Надежда умирает последней!

Наш ответ – Россия разминает правильную группу мышц

Грузия – проверка на соответствие реальности

Можно как угодно приукрашивать историю с Заливом свиней, всё равно она останется историей Залива свиней...*

Брюс Гудвин (Bruce Goodwin)

* Обыгрывание американской идиомы you can put a lipstick on a pig, but it is still a pig – можно как угодно приукрашивать нечто, оно всё равно останется таким же плохим, каким было прежде. Залив Свиней (Bay of Pigs) – имеется в виду неудачное вторжение 17 апреля 1961 года кубинских беженцев, обученных в Гватемале инструкторами ЦРУ, на территорию Кубы.

Один из наших друзей, инвестиционный банкир (т.е. из той категории специалистов, которые находятся сейчас на грани исчезновения), работающий в одном из тех редких американских финансовых учреждений, которые всё ещё остаются платёжеспособными, только что вернулся из Вашингтона с хорошей новостью: в американских властных структурах бытует мнение, согласно которому Грузия является вторым (после Ирака) по масштабу политическим провалом администрации Чейни. Мы рады отметить, как быстро американские политики начинают соображать!

Главная задача России заключалась в том, чтобы достаточно быстроотреагировать на упрёки со стороны Запада, а также на американскую враждебность – жестко, но не агрессивно. Пока всё идёт хорошо: мы наблюдаем за последовательным, отлично выверенным и скоординированным подходом. Риторика была пригнущенной, разнообразные провокации были проигнорированы, и Россия постаралась объяснить Западу цену этого дипломатического конфликта, при этом одновременно протягивая пряник – заверения в надежде на возобновление сотрудничества при условии, что жизненно важные интересы России будут соблюдены.

Тут Ваш покорный слуга хотел бы ещё раз высказать наше несколько спорное замечание, согласно которому столкновение с Грузией (при всех страшных человеческих потерях и страданиях) стала **первой победой России на дипломатическом фронте за последние несколько десятков лет.**

Статус России в этом регионе мира получил новое признание. После первого всплеска истерии, когда факт грузинской агрессии признали даже самые консервативные представители истеблишмента, европейская дипломатия стала склоняться к более конструктивному подходу. Если восточноевропейские страны всё ещё никак не закончат вести последнюю войну, то «взрослые» – в частности Франция и Германия – стараются опять вернуть Россию в сферу своих интересов.

Тем временем, Азербайджан сократил объёмы поставок своей нефти по грузинскому нефтепроводу, переводя

потоки в Россию и Иран и аннулировав план по строительству в Грузии нефтеперерабатывающего завода. Совершенно ясно, что ещё один смертельный удар по Набукко нанесла Турция, затеяв серьёзную дипломатическую инициативу с Россией.

Что касается Украины – страны, у которой даже прошлое непредсказуемо, Ющенко оказывается всё больше в состоянии полной изоляции, по мере того как власть переходит в руки премьера Тимошенко, которая неожиданно вновь прониклась симпатией к России (в мире, пребывающем в рецессии, богатые друзья особенно приветствуются).

По мере того как Запад всё больше оказывается в тисках крупного экономического кризиса, он не только избавился от тяги к авантюрам, но и существенно сократил щедрые инвестиционные вливания в бывшие советские республики, которые раньше воспринимались как удачные геополитические марионетки.

Один из наших читателей переслал нам недавно опубликованный отчет UBS. Раздел, посвященный политике, вполне мог быть написан представителем американского Госдепартамента: полностью перевирая принципы российской внешней политики, автор напичкал свой опус типичным пиар-восхвалением отважной Грузии, указывая на то, что Грузия добилась стремительного увеличения темпов экономического роста, «не выкачав при этом ни одного барреля нефти». При этом автор, естественно, забыл упомянуть тот факт, что отважная Грузия качала другой, намного более ценный актив – **мировую ликвидность**. В период, казалось бы, безграничных денежных ресурсов, когда денег было больше, чем разумных инвестиционных предложений, некоторые совершенно невероятные страны (например, из региона ЕМЕА) получали сумасшедшие финансовые вливания, что приводило к автоматическому росту их ВВП. Этот благостный период закончился.

Учитывая то, что транснациональные финансовые потоки развернулись вспять, а индикатор приемлемого риска всё больше склоняется в сторону страха, мы вновь напоминаем о том, что, по нашему мнению, угроза кризиса в большей степени нависла именно над странами Балтии, Грузией, Украиной и балканскими странами, а также

над полумаргинальными рынками Африки (справедливости ради следует признать, что по причине, которая находится за пределами нашего понимания, Турция до сих пор держалась лучше, чем мы ожидали...)

Итак, целесообразность действий, которые наносят бессмысленные оскорбления самому крупному и стабильному рынку всего региона ЕМЕА, вызывает большие сомнения. Хотя в 2009 году денег у России будет, скорее всего, не так много, как раньше, всё равно по сравнению с другими странами она останется ведущей экономической державой этой части мира, в которой вот-вот начнется серьёзная конкурентная борьба за деньги и экспортные рынки. Мы вовсе не удивимся, если через какое-то время бывшие неприятели России внезапно станут намного более дружелюбными по отношению к стабильной и сильной (бывшей?) супердержаве!

Победа одержана, но война продолжается

Чрезвычайно важно, чтобы сейчас Россия не испортила эффект этой победы, перегнув дипломатическую палку. Для долгосрочного экономического и политического развития России остается жизненно важной её способность поддерживать сотрудничество со всеми крупными странами, не исключая северо-атлантический альянс. Чудовищный дипломатический непрофессионализм отмирающей администрации Чейни вовсе не сделал задачу конструктивной перестройки взаимоотношений проще: более того, Россия приостановила все взаимодействия с Соединенными Штатами до тех пор, пока к работе не приступит новая президентская администрация.

В ходе потрясающей демонстрации двойных стандартов в области дипломатии США сперва отстранили Россию от ряда заседаний стран большой «восьмерки», а потом обратились к России за поддержкой по вопросу применения санкций против Ирана. Министр иностранных дел Сергей Лавров (один из немногих представителей российского госаппарата, который знает, как нужно вести себя перед камерой) отнёс эту просьбу о поддержке, указав, что он не видит никаких причин для спешки при решении этого вопроса и что, честно говоря, США не удастся одновременно

сделать две вещи – загнать Россию в состояние изоляции и вместе с тем требовать от неё поддержки.

Впоследствии Лавров озвучил более мягкую российскую резолюцию, согласно которой Россия всё-таки продолжает порицать Иран за разработку ядерной программы, но воздерживается от применения против него санкций. Он также дал ясно понять, что вопрос Южной Осетии и Абхазии решён и закрыт и что отныне Россия будет выстраивать взаимоотношения с этими республиками как с суверенными государствами. Он выразил надежду на укрепление дипломатических связей с будущей президентской администрацией США, но только на основе взаимного уважения к жизненно важным интересам друг друга.

ОПЕК – на пару баррелей больше

Читатели могут заметить, что Ваш покорный слуга уже давно высказывал мнение, согласно которому Россия может легко ответить на попытки исключить её из большой «восьмерки», присоединившись к ОПЕК. Мы с удовлетворением отмечаем, что сейчас эта возможность обсуждается всё более активно.

На самом деле, мы сильно сомневаемся, что Россия может официально войти в состав ОПЕК, и главная причина вовсе не та, на которую чаще всего ссылаются, – что, мол, российская нефтегазовая индустрия находится в частных руках (зато правительство контролирует Тарнснефть: если доступ к трубе будет ограничен, то нефть, какой бы она ни была – частной или государственной, – останется в земле!). Всё дело в том, что российская администрация не хочет связывать себе руки.

Итак, после того, как из российского правительства были исключены некоторые наиболее прозападно настроенные либеральные идеологи (например, Андрей Илларионов), сопротивление официальным соглашениям с нефтяной организацией значительно ослабло по сравнению с тем временем, когда они последний раз выносились на обсуждение. Учитывая то, что саудовскому бюджету для сохранения равновесия требуется цена в \$90 за баррель, для сотрудничества имеется отличная база.

Сейчас российскую инициативу по сближению с ОПЕК возглавляет не много-не мало российский вице-премьер Игорь Сечин. Россия возобновила соглашение о сотрудничестве, срок которого истёк в 2005 году, и имеет в ОПЕК статус наблюдателя. Господин Сечин выдвинул предложение о совместных действиях в целях стабилизации (читай: *поддержания*) нефтяных цен. Принимая во внимание тесное сотрудничество России с двумя крупными членами ОПЕК – Ираном и Венесуэлой, а также её собственный статус крупнейшего производителя нефти в мире и второго по величине экспортёра, можно смело предположить, что в будущем сила влияния ОПЕК в мире будет увеличиваться. Просто откладывая сроки начала добычи на новых месторождениях или замедляя темпы добычи, тем самым оставляя нефть в земле на благо будущих поколений, Россия без труда сможет поддержать мировые цены на нефть на высоком уровне в период наступающей на Западе рецессии.

Более того, Сечин уже на протяжении длительного периода высказывал предложение о создании газовой ОПЕК. Торговля газом принципиально отличается от торговли нефтью – это в большей степени долгосрочные контракты, а не рынок спот. За исключением сжиженного газа, газовые поставки осуществляются посредством чрезвычайно дорогой в обслуживании, сложной инфраструктуры, требующей заключения стабильных, долгосрочных контрактов, что является жизненно важно для обеих сторон соглашения – как для продавца, так и для покупателя. Итак, газовая ОПЕК могла бы координировать строительство данной инфраструктуры, устанавливать единообразные механизмы взаимодействия с потребителями и, если быть до конца честным, противодействовать попыткам стран-потребителей разделять и властвовать, тем самым ликвидируя на региональных рынках вредоносную конкуренцию.

Ещё один день из истории смерти Набукко

Мы уже давно утверждаем, что газопровод Набукко, в его нынешнем виде, – не жилец. Ссылаясь на журналиста Джона Хелмера (John Helmer), превосходного специалиста в вопросах российских энергоносителей,

мы отмечали, что газопровод станет экономически целесообразным только в том случае, если по нему будут качать транскаспийский газ; поскольку прокладка труб по дну Каспия может быть заблокирована любым из пяти прикаспийских государств, Набукко, на самом деле, может быть проложен либо по российскому, либо по иранскому берегу, что, в сущности, сведет на нет весь смысл этой затеи.

В своём недавнем интервью (Коммерсант, 24 сентября 2008 года) бывший глава Международного энергетического агентства (International Energy Agency) Клод Мандиль (Claude Mandil) дал ясно понять, что без России Набукко не жить http://kommersant.com/p1030515/r_529/EU_Russia_energy_policy/

Вопрос: ...Но ведь Набукко – это ещё и коммерческий проект, который должен заинтересовать инвесторов. Однако пока особого интереса не наблюдается.

Ответ: Действительно, этот проект не является особенно инвестиционно привлекательным по двум причинам. Во-первых, пока нет достаточно газа, чтобы наполнить трубы полностью, особенно если иранский и российский газ будет исключён. Во-вторых, этот газопровод тянется по территории нескольких стран, а посему должен существовать совершенно прозрачный режим транзита. Тут кроется множество вопросов, особенно в том, что касается Турции.

Вопрос: Возникает впечатление, что Соединенные Штаты заинтересованы в этом газопроводе почти так же сильно, как европейцы. После войны Вашингтон настаивает на том, что Европа должна избавиться от своей зависимости от российских энергоресурсов.

Ответ: Я могу поставить себя на место господина Миллера. Если бы Вам всё время твердили, что Вы должны построить Набукко, чтобы спастись от Газпрома, то у Вас была бы одна-единственная цель – свернуть этот проект. Так что действия Вашингтона могут возыметь обратный эффект. Только сам ЕС может решать вопросы своей энергополитики. США тоже сильно зависят от поставок нефти, например, из Венесуэлы, но почему-то никто из стран ЕС не твердит Вашингтону, что пришло время решить эту проблему.

Дипломатия: Продолжение войны, но другими мерами

Так или иначе, пока Вашингтон мечется в разные стороны из-за своей ставки на Саакашвили и рассуждает об изоляции России, Франция, делая формальные реверансы в

сторону принципа территориальной целостности, движется в обратном направлении. Так, французский премьер-министр сказал следующее: «Россия должна играть важную роль в мире и в ЕС ради мировой стабильности; и, кроме того, чем больше мы разговариваем друг с другом и чем больше доверия возникает между двумя нашими странами, тем крепче становятся наши экономические связи и тем больше стабильности и мира возникает на нашей планете».

Между тем, Саркози (возможно, это и есть его ответ Вашингтону?) предложил создать «совместное экономическое сообщество», в которое войдут Европа и Россия. Это совершенно отличается от восприятия России как государства-партнера, от которого надо держаться подальше.

**Патрик Армстронг (Patrick Armstrong),
Еженедельный репортаж**

Ваш покорный слуга: В страну осторожного оптимизма

Как ни странно, но за последние несколько столетий, несмотря на модные и политически корректные рассуждения о взаимовыгодных решениях и мире, построенном по принципу законности, борьба за власть никак существенно не изменилась. К странам, которые допускают, чтобы их использовали как полигон, будут относиться соответствующе. Уважение надо заслужить – просто так его не получишь. Естественно, политическая фразеология эволюционировала от Божественного права и монархической легитимности до бремени белого человека, цивилизаторской миссии, а в последнее время до свободы и демократии. Однако слова никогда не следует принимать за чистую монету, и ведущие державы, как правило, использовали политические идеологии только для продвижения своих экономических и дипломатических интересов и зон влияния. Для экономического доминирования требуется контроль над рынками, ресурсами, инфраструктурой, транспортными коридорами, а также, конечно, способность охранять свои границы от посягательств со стороны других стран. Дипломатия формируется, исходя главным образом из этих принципов.

Так что едва ли можно упрекнуть западные державы в том, что они

привыкли видеть Россию слабой и покорной. Так же не следует удивляться, что они были несколько шокированы тем, как жестко Россия отстаивала свои национальные интересы. Скоро этот шок пройдет.

Мы считаем, что жесткое поведение России в отношении к Грузии ознаменовало поворотный момент в её взаимоотношениях с Западом, и хотя, по нашему мнению, ведущие мировые державы ещё предпримут дальнейшие попытки противодействовать этому возрождению российской силы, они, судя по всему, эту битву всё же проиграют. Наименее идеологизированные европейские государства быстро привыкнут к этой новой реальности.

Россия также желает восстановления Советского Союза, как возрождения Киевской Руси под предводительством Рюрика, Аскольда и Дира. Для стран Балтии и Восточной Европы она не несёт никакой реальной угрозы. Безусловно, она попытается влиять на государства, расположенные по её периметру, в первую очередь исходя из тех же экономических и дипломатических соображений, которыми руководствуются её западные соседи.

Действительно, южноосетинский конфликт стал важным шагом на пути нормализации этого важного дипломатического баланса. Как только западные державы поймут, что им следует больше уважать национальные интересы России и что дипломатического сотрудничества с Россией надо активно добиваться, а не снисходительно принимать как данность, на первый план выступит тонкое искусство дипломатии.

Ожидая пришествия новой и, будем надеяться, более профессиональной президентской администрации в США, мы продолжаем рассчитывать на то, что Европа предпримет более решительные шаги по выстраиванию диалога, который будет строиться на более крепкой основе, как диалог между равными. Хотя дипломатическая возня, скорее всего, продолжится (недавнее ослабление американской пропаганды следует, вероятнее всего, отнести к тому, что тяжёлые внутренние проблемы отнимают всё больше внимания), наш пессимизм по поводу возможного исхода противостояния несколько смягчился.

Если в последнее время Россия действительно оказалась в несколько

маргинальном положении, то это в большей степени следует объяснить не её запоздалой реакцией на западную агрессию, а её слабой и несколько пассивной внешней политикой, ослабление которой началось после падения Советского Союза. Как и можно было ожидать, эта политика (или, скорее, отсутствие таковой), для которой была характерна почти детская вера в добрые намерения Запада, вселила в соседей России уверенность в том, что её жизненно важные интересы можно игнорировать. Бомбёжки Сербии, псевдо-независимость Косово (которая остается протекторатом НАТО), использование политически замотивированных НПО для продвижения западных интересов, американские системы ПРО и попытки включить Украину и Грузию в НАТО, невзирая на официальные обещания Клинтона, были легко предсказуемым итогом такой политики. Мир жесток, и было бы глупо предполагать, что западные державы хорошо воспримут стратегическую конкуренцию со стороны бывшего противника, который вдруг превратился в капиталистическую акулу.

Сейчас, по мере того как большая часть планеты всё больше погружается в рецессию из-за крушения англо-саксонской финансовой модели, перегрузившей себя непосильными долгами и лишённой всяких методов регулирования, центр мирового притяжения быстро сдвигается в другую сторону. Хотя на первом этапе Азия весьма сильно пострадает от сокращения западного спроса, это всё равно фундаментально здоровая (или, по крайней мере, необходимая) реакция. Предыдущая модель, по которой Китай поставлял в США потребительские товары в обмен на ценные бумаги с сомнительной внутренней стоимостью, была совершенно нежизнеспособной. Самое грустное заключается в том, что этот сдвиг в сторону экономического роста, движимого азиатским спросом, должен произойти довольно быстро, в ходе кризиса, а не постепенно, как того хотелось бы.

Возможно, благодаря тому, что воспоминания о кризисе 1998 года не успели испариться, Азия (за исключением Кореи) намного меньше обременила себя долгами, чем Запад, при этом азиатская банковская система, скорее всего, останется прежней. Учитывая отсутствие альтернативных источников банковского

финансирования, у неё, скорее всего, останется на руках весьма внушительные доли в капиталах её западных конкурентов.

Итак, мы продолжаем верить в то, что, как только уляжется пыль, постепенный переход к восточной экономической и политической модели ускорится. Не важно, плохо это или хорошо (Тибет, рыдай), но следует признать тот неоспоримый факт, что Китай является растущей мировой державой, и американский кризис только ускорит этот рост, поскольку Китаю придется перерезать существующую экономическую пуповину несколько раньше, чем планировалось.

«Истина и красота (... и российские финансы)» – откровенно руссоцентристская публикация, и мы, находясь сейчас в Гонконге, хотим ещё раз подчеркнуть: для России важно отныне чаще смотреть на Восток, а не на Запад, стараться выстроить стабильные дипломатические и экономические связи с теми странами, за которыми будущее, а не прошлое. Ох, ностальгия уже не та, какой она была раньше!

Риски – В чём мы могли ошибаться?

Сохраняя оптимизм по отношению к России и не видя причин для реализации серьезных кризисных сценариев, мы, тем не менее, не можем не обращать внимание на некоторые риски, угрожающие российскому росту. Итак, некоторые из них описаны ниже:

1. Спад роста азиатского ВВП, что приведет к резкому снижению сырьевых цен

Одно из наших фундаментальных предположений заключается в том, что, хотя темпы экономического роста в Азии почти точно замедлятся, они не остановятся полностью. По самому пессимистическому сценарию, темпы экономического роста в Китае снизятся с сегодняшних 11.2% до примерно 9% в 2009 году. С этим уровнем роста мы вполне можем жить спокойно: в этом случае потребление энергии, минералов и продуктов будет продолжать увеличиваться. При условии, что ВВП Азии в реальном исчислении не упадет (что мы рассматриваем как самую отвратительную вероятность), ослабление цен на сырье будет весьма умеренным – коррекция (резкая?) в долгосрочной перспективе, но вовсе не фундаментальный разворот. Если мы ошибаемся и спад окажется более существенным и более продолжительным, чем ожидалось первоначально, то, конечно, пострадают все производители сырья, включая Россию.

Специфическое ответвление этого риска – падение цен на нефть. Это будет рукотворная катастрофа, крах политического волеизъявления, поскольку даже зачаточное взаимодействие между Россией и ОПЕК (Саудовской Аравией в частности) вполне может положить предел любой понижительной тенденции. На данный момент нефтяной рынок явно перепродан из-за коротких позиций финансовых спекулянтов, а ралли, спровоцированное короткими позициями, может быть действительно весьма драматичным; так или иначе, при слабеющем спросе цены могут поддержать только манипуляции в области предложения.

2. Паника внутренних инвесторов

Начиная с 1989 года, на долю российских граждан выпало уже достаточно бед и лишений, поэтому нет ничего удивительного в том, что они пугливы и исполнены скепсиса, когда речь заходит о финансовой стабильности внутри страны. Действительно, стабильность – не самая типичная для России черта, учитывая её исторический опыт.

Хотя до нас доходили сведения о том, что за период американского кризиса некоторые богатые частные инвесторы увели с российского рынка свои деньги, в силу скудости безопасных инвестиционных активов (ни доллар, ни евро не кажутся слишком привлекательными) мы не можем говорить о массовых оттоках капитала. Конечно, в этом смысле особенно важно то, что Центробанк России продолжает уверять российские компании в безопасности рубля и российской банковской системы. Удар по банкам мог бы быть сокрушительным, и ЦБ стоит перед решением деликатной проблемы сокращения числа финансовых организаций с примерно 900 до, пожалуй, 150-200, при этом важно не наломать дров.

Итак, начиная с августа 2007 года, ЦБ предпринимал превентивные шаги, оказывая быструю и существенную поддержку российским банкам, а недавно поддержал рубль, вприснув ликвидность в банки, включая недавно объявленную рекапитализацию в виде долгосрочных субординированных кредитов. Таким образом, если бы чиновники не сумели поддержать уверенность внутри страны, то мы могли бы увидеть массовое бегство капитала в духе 1990- годов, что потребовало бы возвращения валютных ограничений.

3. Политические ошибки

Хорошая новость заключается в том, что у российского правительства хватит денег, чтобы справиться, в сущности, с любой проблемой (в рамках разумного, конечно). Однако опасность кроется в том, что из-за наличия этих внушительных денежных резервов правительство может поддасться искушению и провести ряд контрциклических мер, не желая мириться с неизбежным замедлением экономического роста, а так же, возможно, стремясь достичь цели, поставленной господином Путиным, – удвоить ВВП за это десятилетие. Мы бы предпочли промедление на один год в реализации поставленных целей, нежели риск растущей инфляции и потери резервов.

4. **Будьте бдительны: Падающие олигархи**

Хотя в самом начале своего первого президентского срока президент Путин приструнил олигархов и лишил их политической силы, российское экономическое развитие всё еще находится на ранних этапах капиталистической консолидации и олигархи сохранили свою роль несущей опоры российского экономического здания. Российской душе присуща склонность к пышным излишествам, и российские воротилы не являются исключением. Во время последнего периода дешёвых кредитов они набрали долгов выше крыши, как правило, в ущерб безопасности своих собственных акционерных капиталов. По слухам, сейчас некоторые из них оказались под угрозой банкротства и настаивают на предоставлении им государственной помощи; кто-то эту помощь уже получил. И так, вопрос остается открытым: оставит ли Путин некоторых «избранных» на произвол судьбы, чтобы восстановить экономический баланс сил и способствовать диверсификации капитала.

5. **Чрезмерный экономический национализм**

Тут всё познается в сравнении. Хотя одержимость идеями свободных рынков в эпоху Ельцина имела катастрофические последствия, а недавние события на финансовых рынках указывают на то, насколько опасно оставлять развивающиеся экономики один на один со свободными приливами и отливами мирового капитала, развитие России, тем не менее, требует тесного сотрудничества как с Западом, так и с развивающимися странами, в частности с азиатскими драконами.

Взаимоотношения с закатывающимися западными державами, скорее всего, будут более трудными, но по этой тропе всё равно надо идти дальше, соблюдая разумный компромисс, не впадая не в заискивание, ни в агрессию.

6. **Экономический саботаж**

Для американской дипломатии частенько было характерно более или менее явное применение экономического давления – от наложения ограничений на инвестиции до прямых экономических или торговых эмбарго, захвата активов, недопущения к мировой банковской системе или использования военной силы. Что касается России, то все экстремальные меры можно исключить, если только это не касается жизненно важных экспортных поставок российских энергоресурсов.

Прозвучали заявления (хотя прямых доказательств так и не было представлено), что недавний кризис в России был спровоцирован согласованным выводом американскими компаниями инвестиционного капитала с российского фондового рынка. Уже, в сущности, не важно, правда это или нет, но недавняя резня на российских рынках указывает на то, что России чрезвычайно важно сформировать внутренние источники долгосрочного инвестиционного капитала.

Как бы то ни было, влияние США на реальную, не финансовую экономику России минимально. Прямая российско-американская торговля мизерна, а прямые иностранные инвестиции – сущий пустяк. Европейские страны, в частности Германия, имеют куда большее значение, а они, учитывая свои бедственные экономические обстоятельства, изо всех сил стараются не минимизировать, а, наоборот, усилить свое взаимодействие с Россией.

Если исходить из соображений благоразумия, России следует сократить объем своих долларовых резервов, заменив их йеной, золотом или евро, чтобы золотовалютные запасы отражали реальные торговые потоки. Сейчас полным ходом идет репатриация государственных резервов, которые должны заменить собой оскудевшие зарубежные кредиты. Официальные позиции по облигациям американских агентств сократились с >\$100 млрд до примерно \$30 млрд. Мы надеемся на дальнейшее их снижение, вплоть до нуля.

7. **Чрезмерные траты на ВПК**

Бытует мнение, что СССР пал под гнётом чрезмерных военных трат, которые были необходимы для поддержания гонки вооружений в условиях холодной войны. Ещё не получил должного анализа вклад в нынешний экономический кризис Америки военных трат США за последние несколько лет, которые оцениваются в 1 триллион долларов в год,

т.е. 7% от ВВП страны (см. <http://www.independent.org/newsroom/article.asp?id=1941>). Естественно, если Россия существенно увеличит военные затраты, чтобы противостоять мнимой западной угрозе, то экономический рост будет поставлен под удар.

На данный момент мы не видим признаков этого увеличения. Новая холодная война – это «роскошь», которую не может себе позволить ни одна сторона конфликта, и, хотя объем военных трат России в 2009 году увеличится, основная часть увеличения придется на поддержание штанов, т.е. на повышение мизерных зарплат военных, модернизацию оборудования и пр.

Со стратегической точки зрения, господин Путин настаивает на модернизации ядерного сектора, чтобы нейтрализовать американскую систему ПРО и поддерживать баланс ядерных сил. Эти траты умерены, и при условии, что Россия не вознамерится воссоздать армию для проведения мощной наземной операции в Европе или нанесения воздушных или морских ударов, мы не видим никаких реальных причин для беспокойства.

8. Повышенная геополитическая турбулентность – Война

Так же как и риск падения астероида, этот риск почти из области фантастики. Если принять во внимание то, что силы западных держав подорваны не очень большой, но всё равно существенной угрозой экономического коллапса, а так же то, что политический процесс в одной из крупнейших мировых держав идет из рук вон плохо и имеется ещё тысяча других мелких опасностей, в частности опасность политической и финансовой дестабилизации ядерного Пакистана, то, конечно, можно сказать, что риск политического экстрима имеется.

Естественно, возрождение России как крупного игрока на мировой сцене очень не нравится некоторым фракциям в Вашингтоне, и, если в ноябре к власти придет более враждебно настроенное и националистическое правительство, есть теоретическая опасность эскалации конфликта, которая может привести к ошибочным действиям обеих сторон.

Единственное утешение тогда будет заключаться в том, что в случае такого поистине апокалиптического сценария положение на финансовых рынках никого волновать уже не будет.

Примечание I – Чем больше перемен...

Как известно, время от времени, испытывая раздражение по поводу потока всей той чепухи, которую мы слышим о России на Западе, Ваш покорный слуга начинает ворчать на западных скептиков и произносит что-то вроде, мол, «подождите, пройдет время, и Россия будет вам, ребята, предоставлять средства для спасения вашей финансовой системы и отправлять посылки с гуманитарной помощью»... вряд ли стоит говорить, что мы ни сном-ни духом не подозревали, насколько буквально могут реализоваться наши игривые провокации.

Так что, читая сегодня утром нижеследующую статью в терминале Bloomberg, мы испытали чувство головокружительной ирреальности.

В мире, в котором всё перевернуто с ног на голову, наша способность удивляться чему-либо быстро сходит на нет (обратите внимание на следующее: заявление, что «нынешний кризис обошелся российскому правительству в 200 млрд долл.», похоже, следует истолковывать так: эти 200 млрд долл. означают перевод государственных резервов России из западных активов в российские)

Новости Bloomberg – Главные новости 07 октября 2008 года, 21:10:47.450 по Гринвичу (GMT)

Путин может использовать нынешний кризис для усиления влияния в условиях, когда Исландия обращается за кредитами

Генри Мейер (Henry Meyer)

Окт. 8 (Bloomberg) – Для российского премьер-министра Владимира Путина финансовый кризис, который обошелся его правительству в 200 млрд долл., может также означать неожиданную возможность усилить влияние его страны.

Вчера Исландия, получив отказ от своих западных союзников, сообщила, что ведет переговоры о получении кредитов от России на общую сумму 4 миллиарда евро (5.4 миллиардов долларов) для оказания поддержки своей финансовой системе. Таким образом, Россия может впервые оказать финансовую помощь стране-участнице НАТО.

«Это случай использования зарубежной помощи ради достижения геополитических целей», – сказал Крис Уифер (Chris Weafer), главный стратег из финансовой корпорации Уралсиб, расположенной в Москве. «Это пример хорошей экономики, поскольку этот шаг означает: финансовое положение России сильно, если она может себе позволить отдолжить 4 миллиарда евро другой стране».

Даже при том, что сейчас рубль приблизился к минимальной за последние 18 месяцев отметке, а фондовый рынок испытывает максимальные – после краха 1998 года – нагрузки, Россия в целом пережила мировой кризис ликвидности весьма хорошо: её валютные резервы на данный момент составляют 563 млрд. долл., т.е. занимают третье место по объемам в мире. Наличие этого финансового мускула дает Путину достаточно сил, чтобы бросить вызов США, которые сейчас пытаются справиться с самым тяжелым со времен Великой Депрессии финансовым кризисом.

Исландия отправилась на поиски кредитов после того, как национализировала два крупнейших банка страны и одолжила третьему 500 млн евро. Итак, просьба о помощи пришла в тот момент, когда финансовая система страны уже стояла у края пропасти.

«Очень большая помощь»

«Если всё получится, то для нас это будет очень, очень большая помощь», – отмечает глава исландского центробанка Дэвид Оддссон (David Oddsson), который сетует на то, что другие европейские нации отказались спасти Исландию.

«Мы не получили никакой существенной помощи от наших очень хороших друзей из западного полушария; так что мы очень признательны российскому правительству за готовность начать эти переговоры», – сказал Оддссон в интервью телеканалу Bloomberg. Российский министр финансов Алексей Кудрин отметил, что реакция России на эту просьбу была «положительной».

Обычные граждане Исландии тоже, похоже, испытывают благодарность.

«Исландия мало-помалу превращается в маленькую Кубу на севере Европы», – рассуждает 38-летний Рагнар Ханнес Гудмундссон, сотрудник Kaupthing Bank hf, крупнейшего игрока на исландском рынке кредитования. «Несколько десятилетий назад Россия поддерживала Кубу, а сейчас русские спасают нас».

Способность России залезть к себе в карман за резервами (она уверяет, что уже потратила 200 млрд долл. на то, чтобы поддержать ликвидность и снизить процентные ставки по кредитам) сильно контрастирует с ситуацией, в которой Россия оказалась 9 лет назад: тогда резервы едва насчитывали 12.5 миллиардов долларов.

Дефолт и девальвация

Когда Путин стал президентом 31 декабря 1999 года, он получил в наследство правительство, которое в августе 1998 года объявило дефолт по своим обязательствам на сумму 40 млрд долл. и девальвировало рубль, тем самым сведя на нет сбережения миллионов граждан и поставив Россию на грань банкротства.

С тех пор российская экономика росла на 7 процентов практически ежегодно, чему также способствовали высокие цены на нефть. Сейчас дальнейшие перспективы России подернулись туманом, поскольку нефтяные цены начали снижаться из-за опасений, что мировая экономика может пойти на спад. Фьючерсы на нефть уже упали на 39 процентов относительно максимального значения в \$147.27 за баррель – рекорда, поставленного 11 июля этого года. Более чем две-третьи экспортных доходов России зависит от нефти и газа.

В этом году фондовый индекс РТС, деноминированный в долларах США, потерял 62 процента – пятое по масштабу падение из 88 мировых фондовых индексов, за динамикой которых следит Bloomberg. Волну продаж обострила пятинедельная война с Грузией, вспыхнувшая в августе 2008 года. Вчера российский президент Дмитрий Медведев объявил о предоставлении кредитов на общую сумму 36 млрд долл. банкам дополнительно к 150 млрд долл. помощи, обещанной в сентябре компаниям и кредиторам.

Демонстрация влияния

Если России удастся поддержать свой фондовый рынок и сохранить темпы экономического роста, то нынешний финансовый кризис станет отличной возможностью продемонстрировать «своё влияние на мировую экономику и уменьшающееся влияние Соединенных Штатов», отмечает Сергей Марков, советник Кремля, юрист из правящей партии «Единая Россия».

И Путин (56 лет), и Медведев (43 года) раскритиковали США за распространение финансового вируса по всей планете.

На заседании кабинета министров 1 октября Путин сказал, что «безответственность» США привела к мировому кредитному кризису, из-за которого темпы экономического роста в России в этом году могут снизиться до 5.7 процентов.

Днём позже, на форуме в Санкт-Петербурге Медведев отметил, что закончилось то время, когда мировая экономика зависела от одной страны и одной валюты.

Медведев, который сегодня будет выступать на международном финансовом форуме, организованном французским президентом Никола Саркози в Эвиане, Франция, также призвал крупные развивающиеся экономики собраться и обсудить нынешнюю финансовую ситуацию. Россия, которая входит в большую «восьмерку» промышленно развитых стран, также предлагает расширить состав этой международной организации. В мае Россия провела саммит так называемых стран БРИК (включающей в себя наряду с Россией Бразилию, Индию и Китай) в ходе инициативы, которая подразумевает создание разумного экономического и политического противовеса США и Западной Европе.

«Мир меняется на благо России», – говорит Марков, который возглавляет Институт политических исследований в Москве. Он так же добавил, что, предоставляя кредиты Исландии, российские лидеры хотят улучшить репутацию своей страны, сильно подпорченную конфликтом с союзником США Грузией.

Примечание II – Барак, ты меня слышишь?

Случайно наткнувшись на «теледебаты» кандидатов на пост американского президента, Ваш покорный слуга не был удивлен, когда услышал, как Обама изрыгает острую антироссийскую риторику, которую мы ожидаем услышать скорее от представителей администрации Буша. Мы подозреваем, что это обязательный ритуал, который надо исполнить для того, чтобы быть избранным на пост президента США, так же как и заверения в безусловной поддержке Израилю. Как только он займет президентское кресло, он будет руководствоваться не пропагандой, а реальными фактами и дипломатическими императивами. Конечно, учитывая регулярный поток дезинформации в американских СМИ по поводу России, любой ведущий политик США, который начинает делать пророссийские заявления, добровольно ставит себя под угрозу забвения. Нам удалось найти одного такого человека, который решил попытать судьбу, – из газеты *The Telegraph*.

Мятежный республиканский конгрессмен Дана Рохрабачер (Dana Rohrabacher) поддерживает Россию в конфликте с Грузией

Мятежный республиканский конгрессмен перешёл на сторону России, поддержав её в ходе российского вторжения в Грузию и короткой войны с грузинами. Тем самым он поставил себя в оппозицию администрации Буша и политикам из обеих партий.

Последнее обновление: 9:28AM BST 14 сентября 2008



«Россияне были правы; неправы были мы», – сказал республиканец Дана Рохрабачер во время заседания палаты представителей в Комитете по внешнеполитическим делам.

«Всё это начали грузины; русские просто положили этому конец», – добавил он.

Ссылаясь на неназванные источники в разведке, господин Рохрабачер заявил, что военные действия 7 августа начались после того, как грузинские военные попытались восстановить контроль над отколовшейся, пророссийски настроенной республикой Южная Осетия.

Россия присоединилась к борьбе, жестко отбила грузинскую атаку, а затем продвинулась вглубь грузинской территории, где российские военные силы оставались на протяжении почти месяца после того, как военные действия закончились.

Россию осудили администрация Буша и другие страны. В начале этого месяца вице-президент Дик Чейни посетил с визитом Грузию и Украину, другую бывшую советскую республику, и назвал действия России «оскорблением цивилизованных стандартов [решения конфликтов]» и «совершенно недопустимыми».

Оба кандидата в президенты США, республиканец Джон Маккейн и демократ Барак Обама, также высказали острую критику в адрес России.

Однако господин Рохрабачер настаивает на том, что осуждать надо Грузию: «Перемирие нарушили грузины, а не русские, и никакие разговоры о провокациях и прочая болтовня не могут изменить этого факта».

Давно зарекомендовав себя бунтарём, он и раньше занимал спорные позиции и вступал в конфликт с администрацией Буша по ряду других вопросов...

Мы напоминаем нашим читателям, что обзоры «Истина и красота (... и российские финансы)» можно пересылать всем заинтересованным лицам совершенно бесплатно.

Подписка также бесплатна: пожалуйста, присылайте запрос на адрес krausmoscow@yahoo.com

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

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

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

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

Некоторые ценные бумаги могут оказаться неликвидными; адекватная оценка инвестиционной эффективности и риска, которому клиенты себя подвергают, может 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 © 2008; Эрик Краус © 2008.

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

Инвестиционная деятельность в целом связана с определенной степенью риска, включая риск потери денег. Инвестиционные решения, изложенные в настоящем аналитическом отчете, могут подходить не всем инвесторам. Инвесторам следует принимать независимые инвестиционные решения, исходя из собственных финансовых целей и финансовых ресурсов, и, в случае возникновения каких-либо сомнений, инвесторам следует обращаться за помощью профессионального инвестиционного консультанта. Предыдущие результаты торгов не являются неперменной гарантией будущих результатов, и в итоге инвестиционной деятельности инвестор может получить сумму, объем которой будет меньше первоначально инвестированной суммы. Ценные бумаги, 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.