

Истина и красота

(... и российские финансы)

Буря в пустыне

Позиционирование	1	Украина – Спекулянты всего мира, объединяйтесь!	12
Сумерки идеологов	2	Вечная Россия	16
Солнечный свет в Москве	3	Дипломатия – Весна в ноябре	16
Назад, к торговым терминалам	4	Российский пиар – Выбивая почву из-под ног	17
Буря в пустыне – Вы никогда не услышите приближение той, которая станет для вас роковой...	6	О макро, микро и наполовину полных стаканах	18
Сырьё – На полпути к небесам!	8	А теперь по существу вопроса... список наших желаний	20
Золотой пузырь?	9		
Торговая стратегия – Осторожно!	10		
Валюты	11		
Инструменты с фиксированной доходностью – Отличное место, чтобы провести отпуск	12		

Позиционирование

По мере приближения конца этого восхитительного года Ваш покорный слуга испытывает всё большее беспокойство. Мы бы сейчас предпочли закрыть рискованные позиции и отправиться в тёплую, исполненную негой Юго-Восточную Азию. Это был прекрасный торговый год, изобиловавший инвестиционными возможностями и ознаменованный постепенным восстановлением от чрезмерно перепроданных уровней. Между тем,

принимая во внимание несколько противоречивые экономические данные, приходящие с мировых рынков, а также большое количество еще не взорвавшихся «мин», которые продолжают оставаться наплаву, возникает желание поставить точку и не поддаваться соблазну сыграть на скудных торговых оборотах, характерных для конца года.

2009 год был поистине восхитительным: так много уроков судьба не преподносила нам с тёмных дней 1998 года, с момента Великого Русского Дефолта и не менее впечатляющего восстановления после него. Деструктивное тестирование – это самый хороший способ узнать, как именно функционируют рынки: разбейте их на части, а потом наблюдайте за тем, как они сами себя собирают обратно воедино... если быть при этом предельно внимательным, то можно в ходе этого процесса извлечь привлекательные финансовые прибыли.

В последние годы своей профессиональной деятельности Зигмунд Фрейд утверждал, что удовольствие является, в сущности, разрядкой накопившегося напряжения, т.е. прекращением боли. Итак, мы предлагаем нашему читателю вспомнить, какие именно ощущения он испытывал ровно год назад: не самые приятные, правда? И хотя Ваш покорный слуга сохранял большой оптимизм, чем инвестиционное сообщество в целом, этот самый «оптимизм», главным образом, опирался на убеждении в том, что российские рынки смогут выйти сухими из воды. Видимость была отвратительной, и было очень трудно не поддаваться всеобщему пессимизму, особенно после того, как на протяжении нескольких лет мы предупреждали о том, что с крупнейшей экономикой мира неизбежно приключится какая-нибудь большая беда. Мы были потрясены гиперкорреляцией, которая возникла на мировых рынках в самом начале кризиса: гипотеза о фундаментальном «размежевании» экономик крупнейших стран, о которой так много рассуждали комментаторы развивающихся рынков, подтвердилась спустя лишь шесть месяцев.

Итак, пока хороших новостей не так-то мало! Капиталистическая система оказалась весьма ударопрочной: мир не завершил своё существование и даже не впал в депрессию (по крайней мере, пока). У чудесного экономического роста Азии есть потенциал. Жизнь вновь напомнила нам о том, что объём памяти участников рынка не превышает объём памяти стандартной золотой рыбки,¹ колебания между страхом и жадностью – между ощущением надвигающейся беды и желанием схватить золотое кольцо – достигли почти комических масштабов, так же как и масштабная гиперкорреляция между фундаментально не связанными друг с другом классами активов. Наш финансовый мир превратился в один сплошной дериватив: не важно, отдаёте ли вы себе в этом отчёт или нет, но мы все сейчас торгуем вторыми и третьими деривативами.

Забавно, прошло всего лишь три месяца после иступлённой оргии самобичевания, признания своей вины и слёзных обещаний больше никогда не поддаваться таким соблазнам, и что мы видим? Надувается новый кредитный пузырь! На этот раз на подмогу обнищавшему частному сектору спешат центробанки. *История повторяется дважды: первый раз в виде трагедии, второй — в виде фарса!*

Сумерки идеологов

Я не был на похоронах, но я послал любезное письмо, в котором сказал, что целиком и полностью поддерживаю идею их проведения

Марк Твен

В этом году нам посчастливилось присутствовать на нескольких похоронах, включая похороны одной из наиболее утопичных, внутренне противоречивых и откровенно идиотических теорий, которая одним своим существованием порочила науку, – теории

¹ *Неизменно оцениваемый в десять минут, благодаря чему счастливая золотая рыбка может безмятежно плавать и открывать всё новые и новые пространства, не покидая при этом свой уютный аквариум. Ни тебе очередей на регистрацию, ни отложенных рейсов, ни пробок по дороге в аэропорт – Ваш покорный слуга знает, в кого он хотел бы реинкарнировать в своей следующей жизни...*

эффективных рынков. В последнее время рынки даже отдалённо не были похожи на что-то эффективное и, соответственно, рациональное. Спустя 30 лет экономического «прогресса», осуществлённого Чикагской школой, наши старые приятели Кейнс и Мински вернулись на Олимп. Также наступил звёздный час направления, известного под названием «поведенческое финансирование» (behavioural finance), – одной из немногих академических областей, которая имеет какое-то практическое значение для того, чем мы зарабатываем себе на жизнь.

Ненамного лучше иллюзии эффективных рынков является «правый» интеграл, разработанный забавной, но в целом интеллектуально пустой Айн Рэнд. Подобно взглядам приверженцев теории плоской земли или сторонников золотого стандарта, идеи Рэнд не проходят проверку на научность в согласии с критериями Карла Поппера. Иначе говоря, никакое объективное наблюдение не сможет убедить её последователей в том, что их интеллектуальная парадигма лишена фундамента, а их учитель не кто иной, как мошенник от науки.

Теории, разработанные австрийскими экономистами, отличаются большей интеллектуальной обоснованностью, отчего опровергнуть их намного труднее. Однако их проблема также заключается в том, что тест на научность они пройти не в состоянии: их сочинения нередко насковозь проникнуты едва уловимыми апокалипсическими настроениями, которые сейчас всё чаще порождают прогнозы о надвигающемся хаосе и катаклизмах, которые будто бы возникнут в результате того, что злобные центробанки окончательно скомпрометируют «бумажные» валюты (fiat currencies). Естественно, этот прогноз подтвердится/опровергнется только в том случае, если вышеозначенная катастрофа действительно произойдёт. Однако учитывая то, что спрогнозировать точные сроки того, когда именно на землю обрушится астероид, всегда представляется весьма сложным, отсутствует точная дата, по прошествии которой приверженцы той или иной теории обяжутся капитулировать в силу отсутствия подтверждающего их теорию события. Как бы то ни было, мы полагаем, что их излюбленное предложение – восстановление золотого стандарта – абсолютно нереалистично, а потому не заслуживает долгих обсуждений: физических резервов золота в мире недостаточно для того, чтобы служить адекватным обеспечением мирового экономического роста, а искусственное повышение цены на золото будет в конце концов иметь масштабный дефляционный эффект.

Между тем, применение – к месту и не к месту – кейнсианских и неокейнсианских экономических идей во всём мире, от Вашингтона до Пекина, совпало с периодом самого значительного экономического роста за всю историю мира. Это может закончиться слезами, хотя в жизни многое может закончиться слезами, однако мы считаем, что основная опасность кроется в неправильном практическом применении этой теории: в систематической неспособности внедрять контрциклические меры во времена экономического бума – этакий однобокий кейнсианизм.

Солнечный свет в Москве

Наши излюбленные темы – циклический упадок Запада (что проявляется в невероятно уменьшающемся долларе?), а также подъем развивающихся стран, в частности Азии – стали настолько общепризнанными, что рискуют уже показаться общим местом. Мы избавим наших читателей от рассуждений на эти избитые темы, за исключением рассуждений о том, что имеет непосредственное отношение к Москве: сырьё опять в моде, а восхождение Китая уже не вызывает сомнений, Россия все больше смотрит на восток, а политический рёв Запада мало-помалу стих до шёпота, так как Москву всё больше рассматривают как важного партнёра в решении целого ряда дипломатических и экономических вопросов.

Всего-то лишь чуть более года назад, после южноосетинского конфликта, дипломатические отношения с Западом стремительно ухудшались, приближаясь к стандартам «холодной войны». В самом деле, если бы, не дай Бог, тогда в Евросоюзе

председательствовали поляки, а не Саркози, страшно подумать, что могло бы произойти. Теперь, год спустя, независимость Южной Осетии и Абхазии не вызывает особых вопросов, а переговоры между Россией и НАТО о формате дальнейшего сотрудничества вновь идут полным ходом. Система безопасности, которую предлагает президент Медведев, получает должное внимание, и подписана уже целая серия важных экономических соглашений между Россией и крупнейшими странами ЕС – Италией, Германией и Францией (примерно в такой последовательности). Благодаря тому, что в Вашингтоне начала работу новая администрация, взаимоотношения между русскими и американцами также улучшились, по крайней мере, настолько, насколько мы надеялись, т.е. до уровня «холодного» мира.

Надежда умирает последней: вопрос не в том, нравится ли Россия Западу, и даже не в том, рад ли Запад иметь именно такого соседа. Вероятнее всего, лейтмотивом всего нынешнего столетия будет циклическое восхождение Китая как экономической, военной и культурной силы. Безусловно, в ходе этого процесса будет побито немало посуды: исторический опыт свидетельствует о том, что абсолютно мирный подъём/падение великих империй – это скорее исключение из правил, нежели само правило. В нынешних обстоятельствах это будет абсолютным безумием со стороны Запада – обижать и дразнить Россию, ошибочно рассчитывая на то, что Россия не сможет/не посмеет переориентироваться и повернуться в сторону Востока. Или, как выражается наш приятель-журналист Гай Фалконбридж (Guy Faulconbridge): *Неужели морально обанкротившиеся жители Западной Европы действительно хотят увидеть у границ Польши два миллиарда китайцев, установивших контроль над самым крупным в мире хранилищем природных богатств?*

С другой стороны, темпы восстановления российской экономики вызывают некоторое разочарование: сокращение экспортного спроса ощущается во всём металлургическом секторе, а отсутствие внутренних кредитных средств серьёзно тормозит процесс инвестирования и потребления. Восстановление не вызывает сомнений, однако протекает очень медленно. Быть может, это в определённой степени и неплохо: благодаря этому может усилиться потребность в проведении столь необходимых корпоративных и административных реформ, а также в реализации проектов, направленных на реконструкцию российской инфраструктуры (*да, в России просто невозможно жить, если не оставаться безнадежным оптимистом!*)

Между тем, погода из просто плохой превратилась в отвратительную (шесть градусов по Цельсию и семь солнечных часов за весь месяц ноябрь), а знаменитые московские пробки делают тепло домашнего очага особенно привлекательным, по крайней мере, часов до 11 вечера.²

Назад, к торговым терминалам

На протяжении почти всего 2009 года торги на рынках доставляли одно удовольствие. Степень корреляции достигала максимального значения: все (включая Вашего покорного слугу) убеждены, что период супердешевых денег продлится, по крайней мере, еще один год, что доллар рано или поздно приблизится к йене, огромные бюджетные дефициты удастся поддерживать немного дольше, а спад реальной экономики никому не нанесёт существенного вреда. К счастью, объём кредитных средств остаётся умеренным, а рыночная стоимость активов лишь отдалённо похожа на нечто разумное. При этом беспечность вновь становится преобладающим настроением, что, как правило, наблюдается непосредственно накануне техногенных аварий, землетрясений и финансовых крахов. У нас есть несколько предположений относительно того, куда именно упадёт следующий астероид, и мы считаем, что следующий год вряд ли будет скучнее, чем два последних...

² Учитывая то, сколько солнечного света москвичи получают во время зимних месяцев, возникает сильный резон в пользу того, чтобы ночью вести активную жизнедеятельность, а днём – спать!

Фундаментальная проблема заключается в том, что восстановление после Армагеддона, как город Дубай, зиждется на песке. На Западе, несмотря на впрыскивание существенных фискальных стимулов, цены на недвижимость продолжают падать, безработица расти, а объёмы госдолга всё сильнее выходят из-под контроля. С другой стороны, текущий исторический момент отличается наличием одного фактора, значение которого апокалипсически настроенная толпа преуменьшает, игнорирует или подвергает сомнению: это стремительный рост экономик развивающихся стран, в частности Китая. Этот рост реален, стабилен³ и значим, как ничто иное на этой планете: итак, мы совершенно точно присутствуем при формировании новой парадигмы. Насколько это сможет спасти Запад от его собственного безумия, остаётся вопросом времени.

Как явствует из самой последней страшилки (финансовой паники, пришедшей из пустыни), *человек никогда не чувствует приближение опасности, от которой ему суждено пострадать!* И сейчас, спустя много лет после надувания пузырей ликвидности, остаётся ещё много невзорвавшихся мин, многие из которых удаётся поддерживать в законсервированном состоянии исключительно благодаря эмиссии новых денег, т.е. посредством перекредитования. Как становится ясно из дубайской истории, при наличии достаточных объёмов ликвидности рефинансировать долги можно до второго пришествия, однако, увы, это не поможет решить фундаментальную проблему – проблему платёжеспособности. Когда цены на недвижимость обрушиваются на номинальные 50%, как это произошло в Дубае («номинальные», потому что покупателей нет даже при 50%-ных скидках), кредиторы, которые обеспечили эти faraonovy проекты 110%-ным финансированием, просто обречены на гибель – тут и спорить не о чем.

Не напоминает ли читателю эта ситуация некоторые другие места... и другие неофициальные госгарантии? Подумайте о Восточной Европе или о Греции, Ирландии и даже Великобритании. Поразмышляйте о тех местах, о которых никто из нас ещё не думает... Проблема всех этих более уважаемых стран заключается в том, что они слишком велики для того, чтобы их спасти. Иными словами, *кто спасает самих спасателей?* В конечном счёте, потребуется своеобразная межпланетарная помощь.

Дубай не станет катализатором новой волны мирового кризиса: он слишком мал (сейчас несколько десятков миллиардов уже совсем не то, чем они были раньше...), не очень тесно связан с мировой финансовой системой, и урон преимущественно коснётся банковского сектора Ближнего Востока (который весьма богат) и банковского сектора Великобритании (какова превосходная степень у прилагательного «мёртвый»?). Урок, который следует извлечь из всей этой ситуации, заключается в том, что наши рынки внезапно опять знакомятся с понятием риска.

³ Да, мы тоже читали немало прогнозов о предстоящем в 2010 году китайском коллапсе. Подобные прогнозы мы читаем каждый год на протяжении как минимум уже лет десяти ... мы очень сильно сомневаемся в том, что, когда этот коллапс действительно произойдёт, мрачные предсказатели заметят его приближение.

Буря в пустыне –

Вы никогда не услышите приближение той, которая станет для вас роковой...

На момент публикации данного обзора⁴ финансовый мир вновь испытал металлический привкус страха: главный в мире центр беспощадной торговли – Дубай – намеревается реструктурировать долги (или объявить по ним дефолт?) нескольких субсуверенных компаний, которые ранее позиционировались как заёмщики, пользующиеся полной гарантией государства и, в конечном счете, своего богатого «прародителя», нефтеносного эмирата Абу-Даби. Похоже, восхитительный принцип соблюдения международного законодательства, который, казалось, вернулся на мировые рынки, вновь оказался скомпрометирован.

В сущности, этот кризис был вполне предсказуем. Полностью лишённый каких бы то ни было ресурсов (включая питьевую воду), Дубай вырос на песках пустыни как кредитное детище, триумф воли, надежды и веры, воплощенная победа над такими скучными экономическими понятиями, как денежные потоки, стабильность и возврат на вложенный капитал. Мега-город был возведён в самом центре пустыни: там, где и так не было недостатка в пустынной песчаной земле, были насыпаны искусственные острова просто потому, что их можно было насыпать. Когда выяснилось, что денежные потоки, генерируемые на знаменитых пальмовых островах, не отвечают ожиданиям (даже при заоблачных арендных ставках!), в два раза была увеличена плотность застройки (что несколько подпортило радость счастливых обладателей недвижимости). Не исключено, что залоговая стоимость всего того, что местные жители окрестили как «восьмая ошибка света», будет приблизительно равна нулю; даже если не считать процентные платежи, денежные потоки, генерируемые этими проектами, скорее всего будут отрицательными, учитывая колоссальные расходы по хозяйственно-техническому обслуживанию

⁴ Да, надо признаться, что мы были слишком самонадеянны при прогнозировании сроков публикации. Мы предлагаем нашему читателю когда-нибудь попробовать написать хотя бы один обзор «Истины и красоты» в предельно сжатые сроки...

(и принимая во внимание тот факт, что все эти сооружения, по слухам, постепенно уходят под воду).

Вообще Дубай – это город всего самого большого, самого дорогого и самого безвкусного в мире, воплощённого в экстравагантных гостиницах, возвышающихся посреди пустыни. Золотые краны в ваннных комнатах и филигранная отделка могут привести в трепет даже самых искушённых «новых русских». Безусловно, для того чтобы самый последний проект насыпного острова реализовался, требовалось, чтобы не менее одного миллиона иностранцев приобрели там весьма дорогую недвижимость и только потому, что несколько английских футболистов уже сделали это.

Существует один неопровержимый финансовый закон: когда какая-нибудь страна начинает строить сооружение, задуманное как самое высочайшее в мире, обязательно жди беды!

Мечты сбываются, когда есть доступ к легким кредитным деньгам, однако мечты неизменно превращаются в кошмар, как только эти средства заканчиваются. Благодаря кредитному пузырю, многочисленные страны поняли, что они тоже могут приблизить наступление у них прекрасного нового мира безграничного потребления. Ещё в большей степени, чем страны Балтии, Испания или Ирландия, Дубай создал сам себя из ничего.

Давайте предположим, что произойдёт самое плохое (а мы полагаем, что дубайскую Nakheel оставят на милость судьбы, а урон всплывёт на поверхность в самых неожиданных местах мира – от Португалии до Лондона, хотя не исключено, что какая-то форма господности всё же будет предоставлена совместно с Абу-Даби, как только правящий шейх Дубая Мухаммед бин Рашид Аль-Мактум подставит своё горло под ритуальный нож). Даже в этом случае мы не видим ничего страшного: мы так привыкли к многомиллиардным пакетам помощи, а основной урон коснётся всё-таки только Ближнего Востока. Больше всего в

дубайскую историю замешаны HSBC и Standard Chartered. И какая бы доля урона из дубайских инвестиций, оцениваемых в \$80 млрд долларов, ни всплыла на балансе RBS, это всего лишь предоставит Банку Англии ещё одну возможность покурахтаться, как злой курице, а потом залезть в свой кошелек за несколькими дополнительными шиллингами (на сегодняшний день госдолг Великобритании так велик, что вряд ли что-то может серьёзно ухудшить ситуацию!)

Настоящая проблема кроется в другом. Выяснилось, что экономика, опирающаяся на веру, которую Ваш покорный слуга приписывал преимущественно режиму Буша, на самом деле имеет куда более широкое распространение. Подобно людям и компаниям, некоторые страны решили, что они могут кредитами уместить свою дорогу к благосостоянию. Важным составляющим элементом здесь является наличие министра финансов, получившего образование на Западе и обладающего хорошими навыками пиара. Реальная угроза сейчас кроется вовсе не в Дубае, а в некоторых других «пузырчатых» экономиках, например в Латвии, Литве, Словении, Словакии, Эстонии, Румынии, Венгрии и Украине. Все они находятся в одинаково удручающем состоянии. Волна дефолтов по госдолгам и субсуверенным бумагам, способная дестабилизировать европейскую банковскую систему, вовсе не является чем-то невозможным.

Дубайское безобразие подтвердило правильность двух фундаментальных соображений:

- Рейтинговые агентства не просто бесполезны – они опасны. Эти учреждения напоминают людей, которые кричат вам «Осторожнее!» в аккурат после того, как вы спотыкнулись и летите головой вперед: они неизменно предупреждают о беде сразу после того, как она происходит. До последней недели агентства озвучивали ободряющие прогнозы, ссылаясь на госгарантии по дубайским корпоративным долгам. Сейчас они спешно понижают рейтинги – через несколько дней после того, как рынок сам сделал это за них!

- В случае необходимости неофициальные госгарантии всегда остаются абсолютно бессмысленными за исключением тех случаев, когда у гарантирующего лица имеются веские финансовые причины для того, чтобы соблюсти свои обязательства. На сегодняшний день это самый болезненный вопрос. Было принято считать, что Нафтогаз пользуется гарантиями Украины, а Украина – гарантиями МВФ, а МВФ – гарантиями Запада. На самом деле держатели облигаций Нафтогаза сильное потрясение, а поскольку оставшийся долг является государственным, а само государство истекает кровью, то, пожалуй, самое интересное ещё впереди. Страны Балтии и некоторые другие бенефициары, черпающие выгоду из чудесного экономического роста Восточной Европы, сейчас выживают исключительно благодаря доброте незнакомцев – МВФ и многочисленных западных агентств и банков. Учитывая тот факт, что банковские системы этих стран по преимуществу неплатёжеспособны, а их крах может привести к банкротству некоторых австрийских и шведских финансовых организаций, мы полагаем, что им будут продолжать оказывать поддержку (хотя тут следует заметить, что все считали – до конца прошлой недели! – будто у Дубая всё в порядке).

К счастью, есть несколько отличных обратных примеров того, как неофициальные госгарантии соблюдаются. В самом начале мирового кризиса Центробанк России дал совершенно ясно понять, что банковского кризиса в стране не будет: так как все ключевые лица в ЦБР пережили события 1998 года, они были абсолютно искренни в своём желании платить; так что если и возникали какие-либо опасения, то исключительно относительно их способности платить. Ваш покорный слуга уже как-то утверждал, что это не должно вызывать сомнений. Беспокойства по поводу быстро уменьшающихся

золотовалютных резервов беспочвенны, так как эти деньги попросту перекачиваются во внутренний финансовый сектор. В итоге мы выпустили уверенную рекомендацию покупать российские банковские облигации. Прошёл год, и за всё это время не произошло ни одного крупного дефолта, а еврооблигации, которые поначалу торговались на низких уровнях, сейчас приближаются назад к номиналу.

Что касается Казахстана, то тут сложилась несколько менее очевидная ситуация: государство решило, что оно не в состоянии оказать помощь всем, и позволило самым скомпрометированным заёмщикам (БТА Банку, Альянс Банку) либо обанкротится, либо реструктурироваться, но предоставило помощь тем, кто был выбран в качестве заслуживающих спасения, – Казкоммерцбанку и Халык Банку (Банк ЦентрКредит и АТФ Банк были спасены иностранными партнёрами).

Миша Фридман Альфы решил, что дефолт по обязательствам украинского представительства нанесёт репутационный ущерб всему банку, а потому предоставил достаточно средств для рекапитализации, после чего была проведена весьма благоприятная реструктуризация, без какого-либо урона для чистой текущей стоимости (инвесторам с высоким уровнем терпимости к риску может быть любопытно взглянуть на эти облигации, хотя сейчас прогнозировать дальнейшее движение их цены проблематично: если спреды по украинским гособлигациям расширятся, то спреды по украинской Альфе расширятся вслед за ними, хотя мы считаем, что реальный риск дефолта весьма мал).

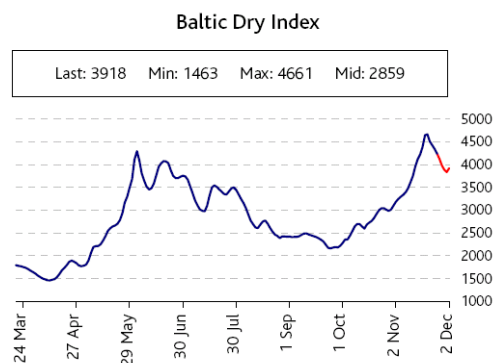
Вообще, мы полагаем, что по мере спада острой фазы мирового финансового кризиса на передний план будут выходить не столько вопросы ликвидности, сколько вопросы платёжеспособности. Спасение может быть найдено не там, где его привыкли искать. Очень часто от внимания ускользает тот факт, что центробанки могут улучшать платёжеспособность испытывающих проблемы банков (и регулярно так действительно делают),

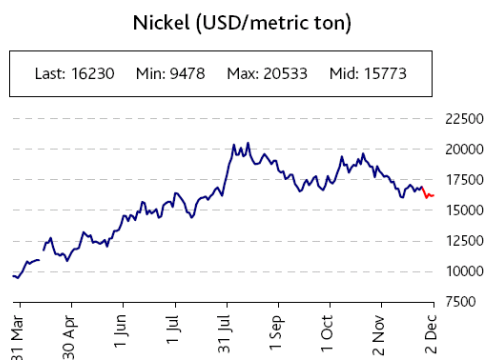
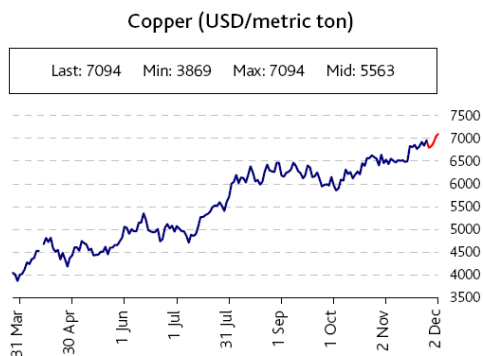
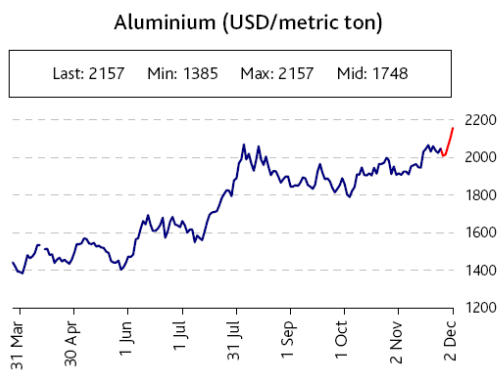
просто удерживая ключевые процентные ставки на низком уровне достаточно долго. Перекредитованный заём не приносит убытка, и если регулятор позволяет банкам «подплатывать» дыры в балансах и зарабатывать деньги на спредах, то в конце концов банки сумеют обеспечить средствами свои кредитные портфели. Например, несмотря на то, что структура активов в секторе недвижимости Казкоммерцбанка была милосердно охарактеризована как «чудовищная», чистая процентная маржа банка тем не менее составляет примерно 6% – не нужно быть финансовым гением, чтобы зарабатывать деньги на 6%-ных спредах.

В России ЦБР разрешил использовать в операциях репо все более-менее приличные облигации; таким образом, банки могут заработать на существенном спреде относительно их процентных ставок по кредитам и тем самым приводить в порядок свои балансы, при этом аккуратно избегая нового коммерческого кредитования и оставляя реальную экономику без денег.

Сырьё – На полпути к небесам!

Пожалуй, самым уверенным нашим прогнозом в этом году было предупреждение о том, что циклический рост сырьевых цен возобновится. Азиатский рост можно использовать в качестве фактора, который объясняет практически всё, но что касается сырья, то тут экономический рост Азии действительно является очевидным катализатором. В число других факторов входит дефицит инвестиционных средств, связанный с недостатком ликвидности, банкротство геологоразведочных компаний и естественное истощение месторождений природных ресурсов, подобное тому, которое происходит с нефтяными месторождениями.





За графики спасибо банку «Траст», Москва

Несмотря на то, что одним из движущих факторов являлись финансовые спекуляции, сравнительно вялая динамика цен на сельскохозяйственное сырьё указывает на то, что спекуляции – это не достаточно убедительное объяснение. Эффект контанго означает, что стратегия по переносу длинных позиций весьма убыточна. Хранение физических активов тоже дорого. Финансовые игроки могут способствовать повышению волатильности и возникновению ценовых перегибов (причём в обоих направления – как вверх, так и вниз), однако вовсе не они задают магистральное направление движения.

Итак, одним из ключевых краткосрочных драйверов было снижение курса доллара,

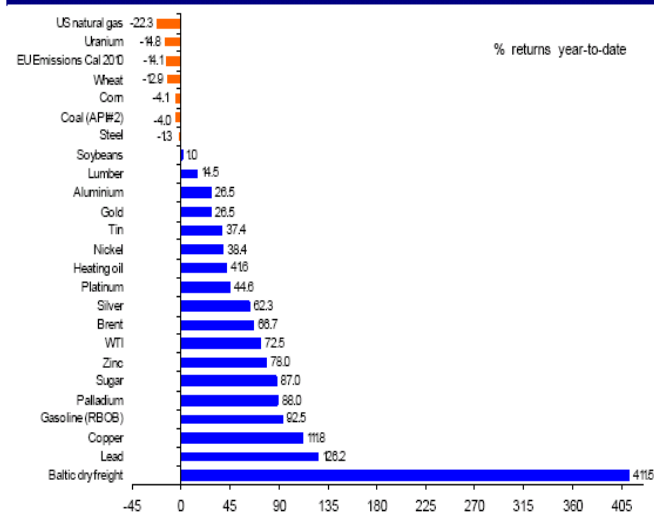
и мы не намерены завершить этот год с масштабными короткими позициями по американской валюте. Другими словами, для формирования позиций по сырью можно подобрать другой, более удачный момент...

Золотой пузырь?

На момент публикации данного обзора цены на золото наконец отступили от своих максимум, влекомые вниз укрепляющимся долларом. Теперь, пожалуй, Ваш покорный слуга может прекратить искать объяснения своей не самой удачной инвестиционной рекомендации – упорному отказу заскочить на подножку золотого фургона.

Наши друзья из DB предоставили нам вот этот график, который позволяет оценить ситуацию с ретроспективной точки зрения: в последнее время динамика цен на золото была самой удручающей, обогнав только динамику цен на сельскохозяйственные товары.

Figure 2: 2009 commodity scorecard



Source: Deutsche Bank, Reuters (data as of cob Thursday)

Справедливости ради следует отметить, что некоторые наши читатели напомнили нам о том, что в структуре инвестиционных портфелей финансовых инвесторов на долю промышленных металлов, как правило, приходится незначительная доля средств: такие вложения связаны с существенными издержками по хранению, покупке/продаже и пр. И хотя мы в целом согласны с этим наблюдением, мы тем не

менее полагаем, что существуют более эффективные способы инвестирования средств в реальные активы. Рост цен на золото напрямую связан с ослаблением доллара, и с этим в общем-то никто не спорит. На самом деле, выясняется, что сейчас ослабление доллара влияет на ценообразование почти по всем активам – от акций развивающихся рынков до облигаций, деноминированных в национальной валюте, высокодоходных корпоративных бумаг, промышленного сырья и предметов народного промысла Филиппин.

Следовательно, если курс доллара продолжит снижаться, то цены на золото будут продолжать расти, однако можно сделать намного большие деньги, вкладывая средства в металлы, акции или товарные валюты. С другой стороны, если вдруг доллар войдет в очередную фазу бурного роста (катализатором которого может стать дефолт по гособлигациям какой-нибудь страны, о существовании которой пока все забыли...), то тогда цена на золото обрушится вниз: поскольку для золота характерно низкое значение коэффициента бета, падение будет менее существенным, чем, скажем, падение аргентинских внутренних облигаций, но его всё равно не избежать.

Что же касается любимого аргумента приверженцев золотого стандарта, будто золото обладает некими мистическими свойствами «хранилища ценностей», мы относимся к нему с глубоким скепсисом. Золото не менее подвержено спекулятивному давлению, чем любые другие финансовые активы. Промышленный спрос на этот металл ничтожен: в отличие от меди или олова, в промышленных целях золота потребляется крайне мало. Таким образом, ценообразование преимущественно зависит от финансового спроса.

Не исключено, что пара-тройка центробанков в этом году увеличит свои золотые резервы для того, чтобы диверсифицировать долларовые активы. Если это случится, то цена на золото будет продолжать получать поддержку. Но даже в этом случае золото, которое они приобретут, никуда с рынка не денется. В том случае, если курс доллара развернется в обратном направлении, это золото может быть вновь продано. По нашим прогнозам, дальнейшего существенного повышения цены на золото ожидать не следует.

Торговая стратегия – Осторожно!

Как недавно отметил наш друг Марк Фабер (Marc Faber), бывают времена, когда инвестиционный азарт участников рынка может не знать границ, но бывают периоды, во время которых самой важной задачей становится сбережение капитала. Мы руководствуемся правилом, согласно которому интенсивность формирования торговых позиций напрямую зависит от степени иррациональности рынков: когда рынки совершенно теряют способность здраво мыслить (что наблюдалось, например, в ноябре 2008 года), то инвестору имеет смысл брать на себя большие риски и делать ставку на рыночную нормализацию; когда неадекватное ценообразование на активы начинает сглаживаться, следует проявлять осторожность; когда же участники рынка начинают торговаться с целью извлечь мизерные прибыли, пора ехать домой! Мы полагаем, что сейчас, по крайней мере, на рынках облигаций мы находимся в середине второй стадии и уверенно приближаемся к третьей.

Наблюдая за тем, как евро уже не в первый раз безуспешно пытается выйти за пределы своего торгового диапазона, Ваш покорный слуга всё сильнее хочет закрыть все рискованные позиции и уехать восвояси в более теплые и солнечные края. Новый год с его скудными торговыми оборотами и странными сюрпризами уже на носу, а за последний год любой игрок с IQ не ниже IQ стандартного кокер-спаниеля смог извлечь неплохие прибыли. В итоге возникает закономерный вопрос: так зачем же сейчас портить всё впечатление?

Нет сомнений в том, что главным катализатором движений на рынке на протяжении последних нескольких месяцев был невероятно уменьшающийся доллар. И хотя неизменно оппозиционное поведение – не самая лучшая стратегия торгов на валютных рынках, к любым коллективным действиям следует всё же относиться крайне осторожно. С тактической точки зрения, соотношение риска и прибыли по тому, что рискует стать инвестиционной консенсус-идеей, не представляется привлекательным. Кульминация продаж в долларе уже пошла на спад, евро неоднократно пыталось

пробить уровень сопротивления на отметке 1,51, а потому будет правильным ожидать приступов головокружения и попыток краткосрочного роста. Мы остаёмся убеждёнными долларowymi «быками», однако этот процесс займёт не один год и даже не одно десятилетие. У доллара осталось ещё много пороха в пороховницах, и мы будем сильно удивлены, если провал вниз состоится до 2010 года.



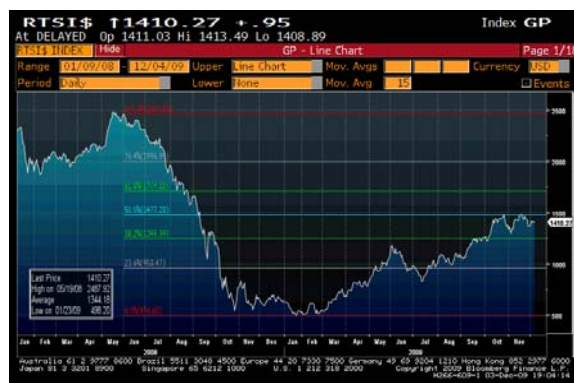
Более того, торговые терминалы указывают на то, что по мере приближения конца года всё большее число фондовых менеджеров пытается зафиксировать годовые прибыли, и мы не видим особых аргументов в пользу того, чтобы брать на себя дополнительные риски. С другой стороны, учитывая вероятность продолжения рефляционной политики со стороны мировых центробанков и, в особенности, со стороны Федрезерва, нет веских причин и для того, чтобы в панике ликвидировать рискованные позиции.

РТС – Полпути пройдено

Что касается индекса РТС, то он пытается пробить уровень сопротивления на важном 50%-ном уровне Фибоначчи⁵. В конце концов индекс обязательно вернётся на свой максимум в районе 2 500 пунктов, однако сейчас не тот момент, нет очевидных катализаторов роста, а участники рынка слишком дорожат своими трудно нажитыми прибылями. Мы рассчитывали, что к концу года будет наблюдаться несколько больший

⁵ И хотя Ваш покорный слуга в целом весьма скептически относится к техническому анализу, мы не оспариваем пользу такого инструмента, как уровни Фибоначчи: никто не знает, почему они работают, но они совершенно точно работают.

энтузиазм, но, учитывая тотальную неопределённость, мы бы предпочли либо уменьшить рискованные позиции, либо захеджироваться.



Итак, в долгосрочной перспективе мы остаёмся тем, кем были на протяжении всех последних десяти лет, – российскими «быками». Рынок остаётся недооценённым; показатели рентабельности существенно улучшатся, даже если будут предприняты слабые попытки оптимизировать операционную деятельность и сократить количество персонала (т.е. ещё есть, куда расти...)

Валюты

Наши длинные позиции по рублю вызывают некоторое беспокойство. После того, как мы выставили «бычью» рекомендацию, рубль послушно укреплялся, однако потом наткнулся на уровень сопротивления на отметке 29 руб. за доллар. Похоже, дубайский эмират и Центробанк России вступили в преступный сговор с тем, чтобы ограничить темп роста рубля. Сейчас, после того как произошли изменения в терпимости к риску, местные игроки, похоже, играют на дальнейшее краткосрочное снижение курса национальной валюты, а хеджфонды сосредоточили своё внимание на других валютах и не предоставляют никакой поддержки.

Мы начинаем подозревать, что ЦБР решил предпринять более решительные действия по покупке резервов, учитывая давление со стороны российского экспортного лобби. Опять-таки, мы полагаем, что таким образом они идут против течения. В конце концов, дальнейшего укрепления рубля не избежать. Итак, недавнее ускорение темпов долларového ралли причинило

некоторую боль, и мы находимся в некотором замешательстве...

Короче говоря, мы продолжаем верить в возобновление роста рубля, но затрудняемся спрогнозировать сроки. Если мы правы в том, что во время каникул доллар ещё немного укрепится, то рубль, естественно, останется слабым. Возможно, безопаснее всего будет сыграть в эту инвестиционную тему посредством пары «длинный рубль/короткое евро». Тем же, кто продолжает держать длинные позиции против доллара, мы хотим сказать, что, по нашим прогнозам, разворот неизбежен, и мы попробуем поймать этот падающий нож.

Наши давние читатели помнят, что мы придерживались «медвежьей» позиции по доллару на протяжении большей части этого десятилетия. В последнее время нашими фаворитами были новозеландский и австралийский доллары, а также валюты некоторых развивающихся стран – индийская рупия, российский рубль, сингапурский доллар и некоторые другие. То, что мы оцениваем как циклический упадок доллара, вряд ли будет протекать ровно и последовательно, а в краткосрочной перспективе этот процесс будет сильно зависеть от движения потоков капитала.

Мы сейчас зафиксировали бы прибыли по новозеландскому и австралийскому долларам. Соотношение риска и прибыли по другим азиатским валютам должно быть несколько лучше, однако, опять-таки, в краткосрочной перспективе мы бы предпочли сыграть на них в паре против евро.

Инвесторам, которые хотят уменьшить свои долларовые вложения, следует перейти в валюты с более низким значением коэффициента бета, например, в сингапурский доллар, малазийский рингит, быть может, корейский вон, тайский бат и пр.

Инструменты с фиксированной доходностью – Отличное место, чтобы провести отпуск

Ваш покорный слуга на короткое время возвращается к своей любимой инвестиционной идее года: несмотря на то, что спреды существенно сузились, субординированные облигации российских банков ещё не исчерпали весь свой

потенциал. Мы продолжаем отдавать предпочтение нашим прежним фаворитам – Альфа, Урса, Банк Москвы и в особенности Промсвязьбанку (это, пожалуй, наиболее недооцененный актив данного сегмента). Новый выпуск субординированных облигаций Промсвязьбанка со сроком погашения в 2015 году торгуется на том же уровне, на котором его оставили лид-менеджеры, – на уровне номинала. При доходности, равной 12,5%, это представляется весьма привлекательной инвестиционной идеей.

Неплохие результаты приносит и наша казахская стратегия. Казкоммерцбанк оказался несколько нервной бумагой, но и она принесла неплохие результаты. В 2009 году банк сумел погасить все свои долги, используя просто имеющуюся на руках наличность, и выкупил значительную долю своих собственных облигаций. Мы считаем, что при нынешних ценовых уровнях потенциал роста ограничен. Сейчас мы бы предпочли перенести средства в сравнительно безопасные бумаги двух банков, находящихся под контролем иностранных акционеров, – АТФ Банка и ЦентрКредита. У ЦентрКредита имеется несколько выпусков бессрочных субординированных облигаций, которые кажутся нам весьма привлекательными, если вам, конечно, удастся их найти. В любом случае, это очень неплохие инвестиционные идеи, опирающиеся на доходность, в которые можно сыграть в ожидании вдохновения.

Наконец, несмотря на то, что, по нашему мнению, у украинских гособлигаций потенциала роста фундаментальной стоимости нет, мы буквально разрываемся на части между соблазном сформировать позиции по украинским бумагам (либо по украинской Альфе, либо по облигациям города Киева) и ожиданиями дальнейших политических пертурбаций, в результате которых цены вновь поползут вниз. *Vide infra...*

Украина – Спекулянты всего мира, объединяйтесь!

Ваш покорный слуга недавно вернулся из поездки в Киев, во время которой мы попытались определить, какие активы в случае падения астероида будут наиболее привлекательными. Изначально мы полагали, что на Украине, вероятнее

всего, произойдёт первый полномасштабный дефолт по гособязательствам в этом цикле (до краха дубайского фонда именно Украина славилась тем, что стояла на грани дефолта по субсуверенным облигациям крупного, находящегося в госсобственности заёмщика, компании Нафтогаз, которая до последнего времени пользовалась ошибочной репутацией компании, обязательства которой обеспечены неофициальными госгарантиями). Мы полагали, что дефолт будет объявлен сразу после того, как победа Януковича на выборах забьёт последний гвоздь в гроб оранжевой коалиции, что заставит Запад признать поражение, а МВФ – попреридержать предоставление дальнейшей помощи, поскольку западные державы не будут видеть большого смысла в том, чтобы облегчать жизнь украинского правительства, тесно связанного с Кремлём.

На самом деле теперь, вернувшись из Украины, мы несколько менее убеждены в правильности нашей первоначальной гипотезы. Да, практически нет сомнений в том, что в ближайшем будущем следует ожидать волны политических беспоконств, которые приведут к дальнейшему снижению цен на активы. Затем различные украинские олигархические фракции, вероятно всего, всё-таки сумеют достичь компромисса, в результате которого западное правительство будет смещено и будут найдены разумные modus vivendus с крупным восточным соседом. И так, по нашим оценкам, вероятность реального дефолта по гособязательствам Украины не превышает 15%, а потому в среднесрочной перспективе мы сохраняем относительный оптимизм.

Когда-то давным-давно, уютно примостившись между Россией и Западом, жила-была маленькая Украина. И, несмотря на то, что ситуация была далека от идеальной: была широко распространена коррупция, повсеместно нарушались права человека, а влияние олигархов практически не знало границ, – люди жили в общем-то неплохо, наблюдался недурственный темп экономического роста, а дипломатические отношения были более-менее мирными.

Неоконсервативная клика режима Буша, которая рассматривала Украину как плодотворную почву для своих дальнейших попыток ослабить и изолировать Россию, восприняла это как привлекательную геополитическую возможность. Воспользовавшись помощью польских сторонников и щедрым финансированием со стороны опального олигарха Бориса Березовского, неоконсерваторы учредили сеть подручных НГО и «фабрик мыслей», задачей которых было сформировать определённые политические и пиар навыки, необходимые для постановки масштабного политического спектакля. Когда уже не оставалось почти никаких сомнений в том, что президентские выборы выиграл Янукович, преемник, выбранный собственноручно Кучмой, началась череда политических демаршей и актов гражданского неповиновения, вошедшая в историю под названием «Оранжевой революции».

Да, новая коалиция действительно получила сильную поддержку со стороны жителей Киева и Западной Украины, однако следует подчеркнуть, что Украина представляет собой глубоко разобщённое государство. Легитимность новых выборов, в которых победу одержал Ющенко, всегда вызывала определённые сомнения. Западные журналисты и комментаторы, естественно, пришли в экстаз, когда увидели, с каким детским энтузиазмом «молодая страна сбросила с себя оковы прошлого». Конечно, в тех обстоятельствах было бы чистым занудством спрашивать, какую именно пользу эта неолиберальная революция, получившая поддержку со стороны наиболее коррумпированных олигархических групп, принесёт украинскому народу. Аналогично, считалось неуместным задавать вопрос, каким образом эта самая оранжевая «коалиция» собирается работать вместе. Все опытные аналитики, которые, безусловно, знали ответы на эти вопросы (вы знаете, кого мы имеем в виду!), были взяты под строгий контроль. Судя по всему, желание верить в добродетели своих собственных лидеров существенно превосходит по силе здравый смысл.

В итоге, даже после того, как постмодернистская оранжевая команда легко обошла на пиар-фронте неуклюжую пророссийскую восточную партию, было

очевидно, что с самого начала оранжевая коалиция – это союз, созданный вопреки самой природе. Виктор Ющенко, кристально честный, но страдающий от идеологических предрассудков и ментально негибкий «банковский клерк», не обладающий ни граммом политического опыта или политических способностей, вступил в союз с Юлией Тимошенко, которая является, пожалуй, самым могущественным и наиболее коррумпированным представителем местной олигархии, но обладает при этом уникальными пиар-способностями. Через несколько месяцев эта пара сцепилась в смертельной схватке.

Говорить об украинской «политике» – значит, грешить против истины: такого явления не существует. С самого начала это была не более чем борьба за удобное место около кормушки. Юлия Тимошенко, украинский ответ на Виктора Черномырдина⁶, и её команда стремились закрепить власть над единственной дойной коровой Украины – над газовым бизнесом. Спустя короткое время партнёры по коалиции обратили свою агрессию против друг друга. Политическая борьба между Ющенко и Тимошенко вскоре стала настолько ожесточённой, что после проведения выборов в Раду (Парламент) по новым конституционным правилам, в ходе которых партии Ющенко нанесли удар как Партия регионов (Янукович), так и блок Тимошенко (к вящему удивлению западных сторонников правящей власти), Ющенко объявил премьер-министром своего бывшего противника Виктора Януковича.

В целом, во время своего президентства Виктор Ющенко использовал свои полномочия для того, чтобы бессмысленно дразнить Россию – крупнейшего украинского инвестора, импортёра и единственного поставщика энергоресурсов – провокационными разговорами о вступлении Украины в НАТО, военный альянс, который Россия рассматривает как глубоко враждебную её интересам структуру. Попытки возродить память о сталинских преступлениях для получения политических дивидендов⁷ ещё сильнее углубили раскол между восточными

⁶ С характерным для него пикантным чувством юмора Владимир Путин назвал Черномырдина своим первым послом в Киеве!

⁷ Сталин, между прочим, был грузином...

(польскими) и западными (российскими) силами.

Желание сорвать куш свело эффективность управления практически до нуля – скоординированной реакции на мировой экономический кризис почти не последовало, что привело к коллапсу украинской промышленности и финансовой системы и усугубило и без того удручающую нищету в регионах. Бюджет пребывает в глубоком дефиците; выход на мировые рынки капитала заказан даже для госзаёмщиков за исключением случаев совершенно заоблачных процентных ставок (30% за украинские облигации, деноминированные в национальной валюте, т.е. за ГКО). Учитывая нежелание Центробанка монетизировать долг после того, как курс национальной валюты обвалился почти на 50%, Украина, у которой раньше практически вообще не было долгов, сейчас целиком и полностью зависит от МВФ, при этом страна не в состоянии выполнить большинство кредитных условий. Различные правительственные фракции намеренно дискредитировали программу МВФ, навязав принятие социальноориентированного законодательства, которое ещё сильнее усугубило проблемы, связанные с бюджетным дефицитом. В итоге их политические оппоненты выглядят в глазах народа хуже некуда.⁸

Рынок недвижимости обрушился на 80%; практически все игроки банковского сектора неплатёжеспособны, за исключением некоторых иностранных банков (и один из них, Банк Аваль, рискует подставить под удар свой австрийский материнский банк, перегрузив портфель активов в секторе недвижимости колоссальными безнадежными кредитами в иностранной валюте).

Мы прогнозируем следующий этап беспорядков, так как страна вступает в очередную череду выборов, – сперва два

⁸ Да, Вашему покорному слуге казалось, что мы за время работы на развивающихся рынках всё повидали, однако описываемая здесь ситуация была ознаменована двумя «впервые»: впервые мы наблюдали за тем, как фонд одалживает деньги стране, которая не соответствует ни одному кредитному требованию; и впервые мы слышали, как президент этой страны критикует этот самый фонд за то, что тот одолжил деньги его собственному правительству!

тура президентских выборов, в ходе которых, скорее всего, президентом всё-таки станет Янукович (хотя поддержка Кремля может обеспечить победу Тимошенко). Вероятнее всего, после выборов президента последует два тура парламентских выборов, которые завершатся только в мае 2010 года.

Украинская политика очень запутана: Тимошенко, эта героиня западного романа, сейчас уютно устроилась в одной постели с Кремлём и наслаждается поддержкой Владимира Путина⁹; наиболее вероятный кандидат в президенты, Янукович, этакий советский аппаратчик, единственной мечтой которого, как кажется, является возрождение СССР, сейчас ведёт оживлённые переговоры с... посольством США; тем временем президент Ющенко, рейтинг популярности которого составляет 3%, продолжает говорить с любым, кто ещё продолжает его слушать. На сегодняшний день круг его собеседников в общем-то ограничивается психопатологическим президентом Грузии Саакашвили (который вполне может предложить Ющенко следующее место работы...)

И хотя, по нашему мнению, для украинского народа оптимальным вариантом выхода из всей этой ситуации был бы полномасштабный дефолт по гособязательствам с последующей реструктуризацией (в духе Великого Русского Краха 1998 года), наиболее вероятным сценарием кажется многолетнее толчение воды в ступе. Новый кредит МВФ не нужно погашать вплоть до 2012 года, и, принимая во внимание удручающее положение некоторых европейских банков, имеющих существенные вложения на Украине, можно предположить, что масштабный дефолт вызовет сильную панику в секторе, который ещё не вполне оправился от потрясений прошлогоднего кризиса. Цена за спасение Украины может оказаться слишком высокой.

С инвестиционной точки зрения сейчас следует играть на предполагаемом восстановлении фондовой стоимости активов/их реструктуризации. На балансах у банков скопилось огромное количество просроченных кредитов, хотя они продолжают упрямяться и не хотят продавать имеющиеся промышленные/коммерческие активы,

⁹ К моменту публикации настоящего обзора Путин явно дал понять, что Россия не поддерживает ни Тимошенко, ни какого-либо другого кандидата. Мы даже не будем пытаться предположить, является ли это утверждение тактическим шагом или отражением истинных интересов России...

рыночная стоимость которых продолжает оцениваться по умозрительным критериям. В какой-то момент весь этот долг будет необходимо расчищать, и тут незаменимыми окажутся частые инвестиционные фирмы. С другой стороны, представление о том, будто бы рынок недвижимости восстановится в течение следующих 18 месяцев, является совершенно иллюзорным.

Среди бумаг, обращающихся на фондовой бирже, мы не видим очевидных кандидатов на покупку. Сразу после того, как подскочил индекс РТС, резко восстановился и украинский рынок, однако произошло это на абсурдно низких торговых оборотах. Ликвидность очень ограничена, и мы бы рекомендовали сейчас воздержаться от формирования торговых позиций. На рынке облигаций мы бы, наверное, поддались искушению и приобрели бумаги украинского представительства Альфа Банка и города Киева, хотя спрогнозировать сроки восстановления цены крайне трудно. В случае продолжения политических беспокоейств (вероятность чего очень высока) спреда скорее всего сильно расширятся... опять-таки, сроки обращения малы и велик соблазн совершения операций типа саггу...

Итак, несмотря на то, что прогнозировать долгосрочный ход развития событий на Украине представляется весьма затруднительным, мы сохраняем фундаментальный оптимизм в отношении этой страны. Украина слишком велика и слишком важна как для России, так и для Запада, чтобы ей дали просто так пойти ко дну. Западная Украина обладает большим сельскохозяйственным потенциалом; восточные области имеют в сущности конкурентоспособную сталелитейную и тяжёлую промышленность. Как только Ющенко уйдёт, различные фракции, несомненно, найдут оптимальный компромисс, – нынешнее противостояние становится слишком дорогим для всех его участников. В Киеве превалирует мнение, согласно которому нет большой разницы в том, кто именно станет президентом, – Янукович или Тимошенко. Между ними уже не существует явной политической разницы. Жизненно важный вопрос о распределении экономической власти между представителями их фракций будет решён в Раде, так как Украина всё больше склоняется к парламентскому режиму. Сейчас наиважнейшей предпосылкой политической реструктуризации Украины является уход Ющенко.

Вечная Россия

Дипломатия – Весна в ноябре

Есть только одна страна, которая, по нашему мнению, может посоперничать с Россией в периодических приступах иррациональности, – это Финляндия! Вот что получается, когда они объединяют усилия... Финская рок-группа Leningrad Cowboys и российский Ансамбль песни и пляски Красной Армии!
<http://www.youtube.com/watch?v=0INFRLrP014&feature=related>

Вы не узнаете об этом из западной прессы, но тем не менее вторая половина этого года была ознаменована несколькими успехами администрации Путина-Медведева – мы их так долго ждали!

- Во-первых, благодаря строительству восточных путепроводов продолжается диверсификация клиентской базы в российском нефтегазовом секторе. Можно с уверенностью говорить о том, что в течение нескольких следующих десятилетий растущим экспортным рынком для российских нефтегазовых компаний будет Китай. Кроме того, наконец были получены соглашения на строительство стратегически значимого Северного потока – согласие Финляндии в обмен на отмену российских экспортных пошлин на древесину и согласие от Швеции (которая ранее требовала, чтобы до начала строительства газопровода личное согласие было получено от каждой обитающей в море рыбы) без какого-либо очевидного обмена (хотя, возможно, в обмен на более любезное и добродушное обращение Альфа-Группы с компанией Telenor.) В любом случае теперь нет сомнений в том, что строительство продолжится, а первый газ будет передан по трубе в 2011 году. Вторую очередь строительства путепровода планируется завершить в 2012 году.
- Уже подписана целая серия соглашений по поводу строительства Южного потока – проекта, который уже со всей очевидностью одержал победу в борьбе за существование, т.е. забил последний гвоздь в гроб

проекта Набукко (поразительно, какими живучими оказываются некоторые иллюзии). Всё это означает две вещи:

-Огромные инфраструктурные расходы и участие в строительстве крупных западных компаний делают сотрудничество в этих энергопроектах взаимовыгодным для всех участников. Эти проекты слишком значимы и для России, и для Европы, чтобы допустить их провала.

-Украина сможет блокировать экспортные поставки российского газа не более двух лет: с запуском второй очереди Северного потока украинский маршрут станет второстепенным.

- Любопытно отметить, что, согласно газете WSJ, администрация президента Обамы смягчила критику в адрес проекта Северный поток (некоторые радикальные представители предыдущей администрации зашли настолько далеко, что сравнивали этот проект с пактом Риббентропа-Молотова, – нет ничего более опасного, чем наличие поверхностного образования у дурака!). Трудно сказать, является ли это следствием знаменитой «перезагрузки» отношений или просто признанием того, что Европа действует в общем-то в своих собственных интересах, игнорируя советы со стороны (в конце концов, когда Украина перекрывает поставки российского газа, замерзают не Соединённые Штаты Америки...).
- Мы полагаем, что можно ожидать дальнейшей политической шумихи вокруг Южного потока, однако, по нашим предположениям, реализация проекта продолжится практически в согласии с ранее утверждённым графиком, что будет способствовать завершению энергетической интеграции Европы и России.
- Американские системы ПРО не будут установлены вдоль российских границ. И хотя правительства

восточноевропейских стран в бешенстве, результаты опросов общественного мнения указывают на то, что граждане этих стран никогда не поддерживали эту идею. И хотя вполне можно понять причину исторической досады, которую жители Восточной Европы испытывают по отношению к России, эта досада кажется несколько устаревшей: российские танки вовсе не собираются вернуться в Прагу (и при всём нашем уважении недавний кризис явно дал понять, что самая большая опасность для восточноевропейских стран исходит от них же самих – опасность экономическая, а не военная).

- Больше нет и речи о вступлении Грузии или Украины в НАТО; у ЕС имеется множество других проблем, и вряд ли мы увидим в обозримом будущем его дальнейшее расширение. Саакашвили продолжает реализовывать свою постмодернистскую пиар-компанию и демонстрирует большее политическое долгожительство, чем мы ожидали, хотя реальной угрозы новой военной провокации не существует.
- Экономическая ситуация, сложившаяся в некоторых, наиболее враждебно настроенных по отношению к России странах (в особенности странах Балтии, Грузии и Украине, а также в меньшей степени в Польше и центральноевропейских государствах), заставила перефокусировать внимание на внутренние проблемы; превосходство радикальной модели «свободных рынков» и соответствующих политических взглядов более не воспринимается как само собой разумеющееся.
- Благодаря выдержанной дипломатии Путина существенно улучшились взаимоотношения с Францией, Италией и Германией. Кризис заставил обратить большее внимание на экономические проблемы: Россия нуждается в инвестициях, опыте и деловых

связях с иностранными коллегами; Европе нужны рынки, ресурсы и энергоносители.

- Начинает приносить плоды и обходительное обращение Путина с иностранными инвесторами. Он предпринял попытки выстроить взаимоотношения с некоторыми ведущими европейскими компаниями, имеющими тесные связи с правительствами этих стран, т.е. воплощающими ту самую модель госрегулирования, к которой Путин относится с самым большим доверием.
- Предложение России предоставить транзитный коридор на Афганистан подчеркнуло значимость России для западного альянса. Как мы уже отмечали, Обама получил от Буша в наследство более чем достаточное количество фронтов военных действий, предпринятых в качестве крестовых походов по насаждению свободы и американского образа жизни. Большая часть этих фронтов сейчас напоминает кровоточащие раны, и Обама совершенно точно не намерен инициировать новые военные действия. Все действующие лица заинтересованы в более конструктивных отношениях, основанных на взаимоуважении.

Российский пиар – Выбивая почву из-под ног

Всё вышесказанное продолжает опровергать западная пресса, которая остаётся по отношению к России чрезвычайно агрессивной, резкой и многословной, что усугубляется беспрецедентно плохими навыками россиян в области пиара. Когда Ваш покорный слуга спрашивает журналистов, почему они, по крайней мере, не приводят в своих СМИ российский ответ на некоторые обвинения, те отвечают, что представители российского правительства даже не утруждают себя тем, чтобы перезвонить и тем паче чтобы связно изложить свою версию событий...

Именно так дела обстояли во времена скандала вокруг ЮКОСа, когда задачу по

изложению российской точки зрения выполнял только Ваш покорный слуга и

ещё один известный западный фондовый менеджер (который, кстати, впоследствии перебрался на другую сторону и отказался практически от всего, что он говорил о России в течение последних десяти лет... интересно, когда именно он водил нас за нос – сейчас или тогда?). В итоге, многие люди в мире продолжают верить, что один из самых властолюбивых и кровожадных олигархов был своеобразным постмодернистским Робин Гудом, единственным желанием которого было принести добро своему народу. Нас продолжает поражать тот факт, почему российское государство выделяет огромные субсидии на развитие телеканала Russia Today или на дополнительные вклады в издание Washington Post (которое является, пожалуй, самой антироссийской газетой в США), при этом это же правительство не может выдвинуть из своих рядов авторитетного, хорошо говорящего по-английски представителя,

который смог бы внятно прокомментировать претензии,

выдвигаемые, например, этим самым фондовым менеджером, который явно обвиняется в уклонении от уплаты налогов посредством оншорных-оффшорных структур, подобных тем, которые использовала компания ЮКОС и пр.¹⁰ Примечательно, что сам этот менеджер на протяжении нескольких лет ссылается на не имеющую отношения к делу историю, согласно которой российское государство было разграблено коррумпированными чиновниками.

Мы уже говорили об этом ранее – и мы повторим это вновь. Либо Россия должна воспользоваться услугами пары высокопрофессиональных пиар-фирм, либо ей следует придерживаться китайской стратегии поведения. В отличие от России, которая обижается, когда подвергается нападению, и удивляется, почему её никто не любит, Китай наносит ответный удар и, как правило, очень

Наконец он сказал это!

Для нас остаётся тайной, покрытой мраком, почему Ходорковскому до сих пор ещё не предъявлены обвинения в убийствах, которые совершенно очевидно были совершены по его приказу и за совершение которых отбывает тюремный срок глава службы безопасности компании ЮКОС. Аль Капоне тоже посадили за налоговое мошенничество, однако если российским судом настолько легко манипулировать, как принято считать, то добиться обвинения не должно составить труда, тем более что участие предполагаемого преступника в убийствах не вызывает сомнений!

При анализе дела Ходорковского западная пресса коллективно использует аргумент «так поступали все», однако он не работает, когда речь заходит об убийствах противников, включая мэров небольших городков, которые требовали уплаты муниципальных налогов, а также владельцев московской недвижимости, которая понравилась представителям МЕНАТЕПа – людям, которым хватило ума подать иск в арбитражный суд города Стокгольма.

Во время недавнего теледиалога Владимира Путина с народом ему задали вопрос, когда на свободу будет выпущен опальный олигарх. Премьер ответил: «Никто не вспоминает, к сожалению, о том, что в местах лишения свободы находится один из руководителей службы безопасности компании ЮКОС... Ясно, что он действовал в интересах и по указанию своих хозяев... Там только доказанных убийств – пять». Мы от себя добавим, что в конце 1990-х годов было совершенно намного больше громких убийств, и одно имя компании МЕНАТЕП вселяло ужас в представителей московского бизнеса.

Всё это уже позабыто, и мы читаем душеспасительные интервью с матерью Ходорковского, которая – и в этом нет ничего удивительного – очень высокого мнения о своём сыне. Вероятно, у мэра Нефтеюганска Владимира Петухова, которого глава службы безопасности ЮКОСА убил в аккурат в день рождения Ходорковского, тоже есть мать. Интересно, что она думает об опальном олигархе. Может, газете FT имеет смысл предоставить и ей слово – хотя бы ради того, чтобы сложилась объективная картинка.

Как бы то ни было, отпустить Ходорковского на свободу будет не просто несправедливостью, а чистым безумием: это будет ещё один Березовский, сидящий в Лондоне, злой и мстительный, имеющий много денег и убежденный в том, что теперь цель всей его жизни – это нанести России как можно больше вреда. Из слов Путина становится ясным, что следует ожидать выдвижения дальнейших обвинений. Российскому закону не делает чести тот факт, что с этим так долго медлят.

ответный удар и, как правило, очень

¹⁰ Обратите внимание на то, что аргумент защиты, согласно которому «так поступали все», не действует ни в одной известной нам юрисдикции и совершенно точно не действует в США, в которых наличие многих других схем Понци не освобождает Берни Мэдoffs от наказания.

сильный. У китайцев нет никаких иллюзий по поводу того, какими фундаментальными мотивами руководствуется Запад. Не успел ещё Госдеп США опубликовать обзор, в котором Китай критиковали за нарушение прав человека, как китайцы уже выпустили ответный обзор, обличающий условия содержания задержанных в американских тюрьмах и гетто. Китай требует, чтобы к нему относились как к полноправному партнёру, которого следует не любить, а уважать. Китайцы не намерены влезать во внутренние дела других государств, но и не потерпят вмешательства других стран.

И хотя порой эта позиция на наш западный вкус отдаёт высокомерием и паранойей, она, безусловно, является эффективной: посмотрите, какие слова использовал Обама во время своей недавней поездки в Китай!

О марко, микро и наполовину полных стаканах

Недавно на страницах западных СМИ России было уделено немало внимания в связи с тем, что она «победила» в исследовании, проведённом компанией PriceWaterhouseCooper, посвящённом тому, какой урон мошенничеством сотрудников наносит компаниям в разных странах. Ясное дело, что большинство комментаторов ограничилось тем, что прочитало только пресс-релизы, не утруждая себя знакомством с самим исследованием. Однако некоторые результаты исследования вызывают сильные сомнения: с показателем 71% Россия стоит на первом месте (т.е. хуже всех), за ней следуют Южная Африка и Кения (в чём нет ничего удивительного), однако на четвёртом месте мы к вящему нашему удивлению находим... Канаду, рейтинг которой равняется 56%, что существенно хуже показателя Мексики (51%), которую принято считать одной из наиболее коррумпированных стран мира. Далее мы обнаруживаем, что рейтинг Великобритании составляет 43%, что более чем в два раза превышает показатель Индонезии, которая является, пожалуй, самым коррумпированным местом на земле из тех, в которых Вашему покорному слуге довелось вести бизнес! Румыния, в которой уровень преступности, по общему признанию, очень высок, демонстрирует даже лучший рейтинг, чем Индонезия и существенно обгоняет

некоторые более уважаемые европейские страны. Поразительно, да и только...

Как правило, мы с глубоким презрением относимся к мошенническим исследованиям, подобным тем, которые проводит агентство Transparency International: они являются не чем иным, как средствами пропаганды для представителей «правого» крыла власти. Однако, увы, следует признать, что выводы, сделанные специалистами PWC, во многом совпадают с нашими наблюдениями – широко распространённое отсутствие в России бизнес-этики и корпоративной лояльности. Управленцы среднего звена могут сохранять глубокую преданность своим непосредственным руководителям, передвигаясь вслед за которыми они сменяют одно место работы на другое, однако крайне редко эта преданность распространяется на прямого работодателя.

По слухам, пиар-отделы некоторых российских компаний требуют получения «откатов» от СМИ в обмен на заключение контрактов. На расследование таких ситуаций компания направляет людей из своей службы безопасности, однако очень скоро эти же люди уже ведут дела этих самых СМИ в обмен на размещение рекламы об их услугах. Наши знакомые из одной нефтесервисной компании жалуются на то, что их конкуренты продолжают выигрывать в тендерах, несмотря на более высокие цены и низкое качество оказываемых услуг. Президент Медведев недавно раскритиковал высокую стоимость дорожного строительства, намекая на то, что отчасти это объясняется широко распространённым воровством.

Намного труднее оценить масштаб проблемы и в особенности предложить способы её решения. Ваш покорный слуга живёт в России уже 12 лет, и единственное, что за это время не изменилось, – так это утверждение о том, что, мол, «жить становится только хуже». Однако это физически невозможно, поскольку в этом случае объём коррупции уже превысил бы 100% ВВП...

В самом деле, подобные утверждения – полный бред: ситуация, которую мы наблюдали в 1990-х годах, была почти комической; постепенная нормализация состояния российского бюджета, увеличение золотовалютных резервов, а

также существенное, хотя и не достаточное, улучшение стандартов российского бизнеса и управления денежными потоками (выкуп акций, выплата дивидендов, аудиты финрезультатов и пр.) свидетельствуют о том, что ситуация идёт на поправку, хотя и в типично российском темпе.

Так же нет никаких сомнений в том, что мы наблюдаем за сокращением масштабов мелкой коррупции – на дорогах, в иммиграционных службах и пр. Иностранцы бизнесмены теперь могут совершенно спокойно пересечь Красную площадь, ни разу не подвергнувшись процедуре проверки документов (традиционный источник взяток), и нас самих уже давно не останавливали в Москве с просьбой предъявить паспорт. Недавно нас дважды остановили за мелкие нарушения ПДД, при этом ни разу не попытались выудить мзду, – нечто невообразимое по стандартам всего лишь двух-трёхлетней давности!

Взятничество сотрудников ДПС остаётся широко распространённым явлением, однако совершенно точно более не является систематическим. Аналогично, тем, кто вынужден сталкиваться в России с кафкианской иммиграционной бюрократией, более не приходится соблюдать внутренне противоречивые требования с помощью туго набитых конвертов.

В последнее время было инициировано несколько громких дел против высокопоставленных чиновников, обвиняемых в коррупции. Поразительно, но недавно была отправлена в отставку очень неоднозначная фигура – министр печати РФ Лесин, причём объявление решения об отставке сопровождалось на удивление резким и критичным комментарием со стороны президентской администрации. Медведев сам высказался против судебных «агентов», главная работа которых состоит в том, чтобы предлагать взятки судьям. Однако он ещё не рассказал о том, каким именно образом эта профессия будет ликвидирована.

Из числа автомобилей, припаркованных около дорогих московских ресторанов и клубов, значительное количество принадлежит чиновникам, причем не правительственного уровня, а чуть пониже. Имеет смысл расследовать, каким образом простой российский чиновник на свою

скромную зарплату умудряется поужинать в ресторане «Недальний Восток», а потом славно провести вечер в клубе Сохо. Очевидно, что, несмотря на всё более частые требования раскрывать информацию о доходах, правительство ещё не готово систематически проводить такие проверки.

А теперь по существу вопроса... Список наших желаний

Инвестиционная тема восстановления российской экономики постепенно исчерпывает свой потенциал. Темп роста, наблюдавшийся в течение последних десяти лет, был поистине поразительным: Россия из фургончика превратилась в локомотив мировой экономики, однако основными катализаторами роста стали макроэкономические показатели, т.е. правильное управление притоками капитала, полученными от продажи сырья, стремительное увеличение объёма внутреннего кредитования. И лишь отчасти рост объясняется повышением эффективности.

Итак, самые доступные плоды уже собраны. Поскольку демографическая ситуация только начала стабилизироваться, мы вряд ли можем рассчитывать на то, что увеличение производственных ресурсов сможет существенно улучшить обстановку. Следовательно, для того, чтобы темп экономического роста ускорился, потребуется проведение глубоких реформ – надежда реалистичная, однако для её реализации потребуется немало сил.

- Кризис вынудил компании сократить непомерно раздутые штаты. И это только начало. Процесс следует усилить. К счастью, попытки правительства отсрочить этот процесс оказались по преимуществу неудачными.
- Советское наследие (монокомпании и такие привычки вести дела, как «откаты», бартер и просроченные платежи) продолжают сильно тормозить экономический рост. Эти проблемы требуют незамедлительного решения. Мобильность населения должна заметно возрасти.
- Медведев был выбран в качестве преемника потому, что его посчитали способным

- реформировать судебную систему и чиновничество. Кризис отложил сроки реализации этих инициатив. Теперь ему вновь потребуются подтвердить свои реформаторские способности. И главным приоритетом должна стать борьба с коррупцией.
- Недостаточная развитость конкурентной среды, что отчасти объясняется административными барьерами, отчасти – нехваткой капитала, отчасти – низкой культурой ведения бизнеса, сводит на нет любые попытки повысить экономическую эффективность.
 - Как мы уже неоднократно говорили, российская финансовая система не в состоянии решать задачу финансирования процесса необходимой реструктуризации. Создание нормальной банковской системы, развитие хорошо функционирующих пенсионных фондов, системы страхования и управления активами приведёт к формированию фондов долгосрочного инвестиционного капитала.
 - Для того чтобы посторонние инвесторы вкладывали средства в частные российские компании, необходимо разработать адекватное законодательство, регулирующее процедуру банкротства. Нельзя далее откладывать внедрение лучших международных стандартов (т.е. похожих на Главу 7 и Главу 11 американского законодательства).
 - Принимая во внимание отсутствие закона о банкротстве, можно сказать, что сегмент рублёвых облигаций второго эшелона представлял собой беду, которая неизбежно должна была случиться. И в итоге она действительно случилась! Выпуски внутренних облигаций необходимо реструктурировать, причём должны быть сформулированы чёткие юридические гарантии, что в случае банкротства эмитента все его активы попросту не испарятся.
 - Наблюдается прогресс на финансовом фронте: требования достаточности капитала для банков существенно ужесточились; отличная капитализация наблюдается у ВТБ; а крупные российские инвестбанки теперь могут осуществлять на фондовом рынке весьма крупные сделки.
 - Очень важно, чтобы у россиян изменился образ жизни и мыслей. Потребление алкоголя и табачных изделий является национальной катастрофой. Безалаберное отношение к требованиям безопасности неизменно приводит к тому, что заголовки газет пестрят сообщениями о крупных авариях, масштаб которых обычно ассоциируется со странами Третьего мира (по крайней мере, в странах Третьего мира уровень рождаемости значительно выше!).
 - Важно улучшить систему социальной защиты, а также поменять несколько фаталистическое отношение граждан к своей собственной безопасности. Россия – страна первого эшелона, отличающаяся, однако, какими-то странными, третьесортными нормами поведения.
 - Наконец – и это пожелание безнадежно! – надо что-то срочно делать с движением на дорогах и климатом. Нет сомнений в том, что глобальное потепление – сомнительное благо даже для этой страны: по официальным данным, в Москве за весь ноябрь было семь солнечных часов (Ваш покорный слуга зазевался и, похоже, их пропустил!). Тем временем, поездка на автомобиле по Москве всё больше вселяет в нас то чувство неуверенности, которое было знакомо людям, отправлявшимся из своих домов по какому-либо делу во время войны в Ливане: интересно, смогу ли я добраться до пункта назначения? Вчера, когда дорожное движение оказалось буквально парализованным, мы бросили машину на Садовом кольце и отправились домой пешком.

Счастливых Вам открытий чудес
московского метрополитена!

Ваш покорный слуга

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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