

Истина и красота

(... и российские финансы)

Встречи с выдающимися людьми

На линии огня – Объекты внимания «на мушке»	2	О рублях и банках	18
Кредо – Сохраняя веру, более или менее...	5	Бумаги с фиксированной доходностью – Замешательство от изобилия	19
Анатомия распада	7	Украина – Все завтрашние катастрофы	20
Система Кудрина	8	Казахстан – Собаки лают/Караван идёт	21
Усталость от реформ	10	Субординированные облигации европейских банков – Вечно Ваш!	22
Глазами Запада – Проблески разума	11	Мировые рынки и переполох	23
Система ПРО: Эффект качелей	12	Торговые идеи: Нефть, доллар и всякая всячина	25
Россия и Запада – Идиллия?	14	Сырьё – Апокалипсис откладывается	26
Двуглавый орел – Путин-Медведев	15		
Российские рынки и переполох	16		
Экономика – Пешком до Луны	16		
Радужная корреляция	17		

На линии огня – Объекты внимания «на мушке»

Россия

- После удручающей первой половины 2009 года с июля месяца российский экономический рост пошел на поправку; по нашим оценкам, сейчас темпы экономического роста в России равняются примерно 4% в годовом исчислении. Ситуация с безработицей стабилизировалась, располагаемые доходы населения растут и, что представляется более важным, необходимость избавляться от набранных кредитов не представляет собой угрозу для России, испытывающей дефицит заёмных средств.
- Российские рынки опять стали тем (по крайней мере, на какое-то время), чем они были в начале этого десятилетия, – превосходной инвестиционной возможностью в стихии мировой ликвидности, для которой характерно высокое значение коэффициента бета. Не важно, знают ли они об этом или нет, но инвесторы, вкладывающие средства в Россию, направили свою повозку к (мировым) звездам; тревожьтесь о звездах – не о повозке...
- Индекс РТС **не** является нефтяным деривативом. И индекс РТС, и цены на нефть сорта Brent пребывают во взаимной зависимости, и их динамика определяется одними и теми же факторами – мировой ликвидностью, уровнем терпимости к риску и, в особенности, китайским экономическим ростом.
- Вероятнее всего, российская экономика достигла дна в четвертом квартале 2008 года, но с тех пор экономическое восстановление протекает явно по траектории, напоминающей форму латинской буквы L, что практически целиком и полностью объясняется серьезными дефектами финансовой системы.
- В России так же, как и за рубежом, мировой кризис стал причиной глубоких размышлений и переоценок; увы, так же, как и на Западе, нет никакой уверенности в том, что в России итогом этих размышлений станут реальные действия.
- Последствия кризиса были тяжелейшим образом усугублены «системой Кудрина» и масштабной перекачкой российскими олигархами денежных средств за границу, при этом капзатраты и текущая операционная деятельность компаний финансировалась главным образом за счет заёмных средств.
- Хорошая новость: нет **абсолютно никакой опасности** коллапса российской банковской системы; плохая новость: в сущности как таковой банковской системы **не** существует. Несмотря на все их недавние прегрешения, банковские системы являются жизненно важным элементом любой капиталистической экономики – каждая страна должна иметь банковскую систему!
- До тех пор пока (или если) Россия не предпримет глубочайшее реформирование своей финансовой системы, она будет оставаться заложницей циклов мировой ликвидности (в намного большей степени, чем заложницей сырьевых циклов).
- Россия страдает не от чрезмерной регуляции, а, напротив, от недостаточно жесткой или от непрофессиональной регуляции. «Чудеса свободных рынков» если и работают, то только в условиях высокоорганизованных и дисциплинированных экономических систем.
- Российские реформы вовсе не завершились «фиаско» – на самом деле, если что-то и было в них не так, то крайне неравномерное осуществление; для того чтобы страна могла двигаться дальше, требуется глубокое реформирование судебного, административного и финансового секторов (на это можно надеяться, но не рассчитывать).
- Авария на Саяно-Шушенской ГЭС, усугубленная неработоспособными внутренними рынками капитала, напомнила о необходимости продолжать привлекать иностранный инвестиционный капитал.
- Опасения о возвращении к типу корпоративного поведения в духе 1998 года не оправдались (за исключением дефолтов по внутренним рублевым облигациям компаний третьего и четвертого эшелонов); поведение российских заёмщиков на рынках евробондов было безупречным – на сегодняшний день ни одного дефолта; в отдельных случаях государство оказывало корпоративным заёмщикам явную поддержку.
- С другой стороны, возобновление переговоров о предоставлении синдицированных банковских кредитов далось нелегко, в частности переговоров по поводу огромного долга

«Русала». Как ни странно, зарубежные кредиторы, похоже, не особо рвутся заполучить в собственность российские активы и управлять ими.

- Имидж России за рубежом неизменно варьируется от плохого до просто чудовищного, но в данный момент мы находимся в самом начале восходящего тренда, главным образом, благодаря перемене в политике наших друзей по ту сторону Атлантики, которые находят немедленное отражение в американских СМИ, славящихся своей «свободой» и «непредвзятостью».
- В отличие от Буша, который энергично искал возможность открыть новые фронты военных действий в ходе своего крестового похода в имя «свободы и демократии», у Обамы есть другие причины для беспокойств, например, кровоточащие язвы, унаследованные от Буша. Для России итогом этих перемен должна стать более рациональная и менее агрессивная американская дипломатия, благожелательное освещение российских событий в прессе и, в конечном итоге, сужение спредов по долговым обязательствам.
- Ваш покорный слуга давным-давно заявлял, что система ПРО никогда не будет установлена, но мы считали, что американцы будут продолжать использовать эту угрозу в качестве козырной карты в своих попытках вынудить Россию оказать давление на Иран – заведомо провальная идея. Администрация президента Обамы похоронила эту идею.

Мировой контекст

- В глубине души мы все прекрасно знаем, как именно закончится нынешний отскок на мировых финансовых рынках: он закончится в тот момент, когда министры финансов стран большой «семёрки» начнут коллективно паниковать по поводу бюджетных дефицитов и выводить из системы впрыснутые фискальные стимулы. Точные сроки этого отката предсказать крайне сложно, но когда отлив завершится, мы обнаружим, что многие участники рынка плавали голышом. А пока рынок крайне болезненно реагирует на любые плохие новости.
- Ваш покорный слуга отнюдь не пользуется репутацией по-медвежьи настроенного пессимиста, однако мы вовсе не уверены, что мировой кризис совсем миновал. По нашим прогнозам, впереди еще много неприятностей, но мы продолжаем глубоко верить в краткосрочную перспективу: так что куйте железо, но не забывайте, что оно – горячо.
- Сейчас участники рынки опять занимаются, как в притче, сбором монеток перед колёсами парового катка. Это может быть весьма прибыльным занятием, главное – не увязнуть в смоле, сохранять ликвидность и не выйти из этой гонки последним.
- Если закачать в мертвое тело достаточно ликвидности, то оно встанет и пойдёт; если закачать ещё больше, то оно начнёт танцевать. Однако это вовсе не означает, что впереди у этого тела – карьера выдающегося танцовщика.
- Участники рынка вовсе не глупы – то, что они демонстрируют, просто-напросто является краткосрочной логикой. В конце концов, всеми нами движут ожидания получения бонусов и подсчёт годовых итогов трудовой деятельности. По мере того, как на рынке восстанавливается уровень терпимости к риску, у нас ещё появится возможность делать «быстрые» деньги, просто не надо идти наперекор (мировой) ФРС.
- Ваш покорный слуга отдаёт предпочтение лагерю дефляционистов/дезынфляционистов, а потому не действует наперекор мировой денежно-кредитной политики. С другой стороны, нет никаких сомнений в том, что нынешняя фискальная политика стран большой «семёрки» обречена на провал.
- Что же касается прогнозирования окончательного исхода нынешнего кризиса, то исторический опыт в нынешних условиях также полезен, как собаке – пятая нога. Восхождение стран лагеря БРИК обесмысливает любые попытки проанализировать предыдущие примеры синхронизированных мировых экономических спадов.
- Мы сохраняем оптимизм в отношении китайского экономического роста: не важно, плохо это или хорошо, но он остаётся важнейшим фактором, определяющим дальнейшую судьбу мировой экономики.
- Сырьевой бум не закончился – он просто затаился на время, готовый возобновиться в любой момент. Дальнейшие сбои, вызванные неконтролируемым ростом сырьевых цен, являются не потенциальной угрозой, а неизбежностью. Сравнительно вялая динамика цен

на сельскохозяйственные товары свидетельствует о том, что рост цен на другое сырьё не является следствием простого пузыря ликвидности.

- У доллара великое будущее **позади**, а не впереди – единственный реальный вопрос заключается в правильном прогнозировании сроков. Итак, трудно сказать, насколько нынешнее ослабление является следствием фундаментальных причин, насколько – восстановлением мирового уровня терпимости к риску, т.е. «побегом в **количество**».

Всякая тварь печальна: Никаких тайн!

Что касается названия нашего последнего обзора, «Всякая тварь печальна», нет ничего более досадного, как сталкиваться с необходимостью объяснять свои собственные каламбуры: как правило, такие шутки должны либо оставаться непонятыми, либо усваиваться сами собой, но мы решили пуститься в объяснения, поскольку, судя по всему, большинство наших читателей решило, что «печальная тварь» является намёком на русского медведя... ничего подобного!

Наш друг Джоанна, проживающая в оклахомской глуши, сказала, что, по её мнению, ключ к загадке сфинкса очевиден. Однако для всех остальных мы объясняем (полагая, что кому-то это может ещё быть интересным), что полностью данная фраза звучит следующим образом: «Всякая тварь печальна после соития» (“après l’amour, l’homme est un animale triste). Основным лейтмотивом в наших обзорах является проблема «размежевания» экономик крупнейших стран мира (то, что обозначается английским термином “decoupling”), а по-английски слово “coupling” имеет двойной смысл, включая любовный акт. Таким образом, после акта соединения (“coupling”) следует отдаление, «размежевание» (“decoupling”)... которое порождает чувство печали (или нежной истомы – в зависимости от положения, которое вы занимаете!)

Сейчас Ваш покорный слуга находится на безопасном расстоянии от московского столпотворения, в итальянском городке Портофино, приходя в себя после глубокого погружения в реальный мир – европейского роудшоу нашей мировой стратегии, проведенного совместно с друзьями из ФК «ОТКРЫТИЯ» (набирающего силу представителя российского финансового сектора¹), во время которого мы имели огромное удовольствие обменяться взглядами с некоторыми наиболее проникательными знатоками мировых финансов – интересный обмен мнениями, который всегда способствует переоценке наших взглядов на Россию, мировую экономику и – шире – человечество в целом.

Короче говоря, наш врожденный оптимизм неизменно сталкивается с осознанием временного фактора, который как в жизни, так и на рынке является не поддающейся прогнозированию погрешностью, а также постоянным источником риска. Нас тревожит то, что мировые рынки в последнее время несколько обогнали самих себя: самодовольное спокойствие вернулось, однако темп проведения реформ, в особенности темп реформирования финансовой системы, остаётся черепашьюм – как в России, так и на Западе. Активы стран большой «семёрки» достигли своей справедливой стоимости; и если высокочастотные данные указывают на иное, то мы опасаемся скорой давки на выходе из рынка. В данный момент мы наслаждаемся ралли в сегменте рискованных активов: бумаги с фиксированной доходностью, акции и валюты развивающихся стран, – однако сохраняем осторожность. Рынки уже не так дешёвы, как раньше, а рынки стран большой «семёрки» отнюдь совсем не дешёвы, при этом мировая финансовая система остаётся чрезвычайно хрупкой.

¹ Не кажется ли вам глубоко правильным то, что «следующий русский Morgan Stanley» должен быть действительно русским? Однако мы считаем нужным отметить, что, по нашему мнению, от интеллектуальной свободы и плюрализма мнений было бы больше пользы, если бы местный стиль управления был менее регламентирован и разнороден. Вообще, это удивительно, что Ваш покорный слуга остаётся работать в крупной инвесткомпании дольше отрезка времени, разделяющего публикацию двух наших обзоров. А также нас приятно поражает тот факт, что, работая в различных местных компаниях, мы всегда наслаждались безграничной независимостью и свободой слова (ну разве что за исключением случая, когда мы заплатились за то, что назвали менеджеров одной компании «бандитами», но это было совсем в другой стране...)

Кредо – Сохраняя веру, более или менее...

К.Р.

*Это написано на стенах этого отеля,
Ты попадаешь в рай после того, как ты был в аду...*

Отель с бумажными стенами, Леонард Коэн

Некоторые наши самые внимательные читатели заметили едва уловимую перемену в нашем в целом конструктивном взгляде на Россию. Действительно, Ваш покорный слуга испытывает в одинаковой мере оптимизм по поводу потрясающего потенциала России и отчаяние от чрезвычайно медленного темпа реформ.

Продолжительный период экономического роста, который начался едва ли не на следующий день после краха 1998 года и продолжился вплоть до августа 2008 года, наделил нас неоправданно сильной верой в наше везение и непогрешимость. В течение почти целого десятилетия нам казалось, что, несмотря на некоторые очевидные дефекты системы в целом, Россия в состоянии развиваться и становиться современным промышленным государством, способным конкурировать с другими странами на мировой арене, проводя постепенные и последовательные реформы и избегая потрясений и анархии, которые были характерны для 1990-х годов. Увы, мировой кризис обнажил некоторые серьезные недостатки этой стратегии проведения реформ.

В самом деле, в моменты отчаяния Ваш покорный слуга опасается, что Россия может превратиться в легендарного говорящего пса: важно не то, что именно он говорит, а просто тот факт, что он умеет разговаривать! На протяжении последних нескольких десятилетий Россия, которую неоднократно называли умирающей, умершей или утратившей своё мировое значение, не уставала нас поражать своей способностью восставать из пепла, однако одновременно огорчала нас тем, что не могла сделать следующий гигантский шаг вперёд. Выживаемость – это, безусловно, очень важное умение, однако логично ожидать, что после чудесного спасения в последней катастрофе, страна предпримет какие-либо действия, что предотвратит следующую. Эти шаги непременно образом предполагают реструктуризацию советских/постсоветских институтов и привычек, которые остаются повсеместными как в государственном, так и в частном секторах.

Это вовсе не является призывом проводить «прозападные реформы»: у России своё историческое прошлое, свой темп развития, и ей вовсе не следует опускаться до подражательства западной системе, которая, кстати, недавно продемонстрировала свою несостоятельность. Нет, России нужно реформироваться по-русски, заимствуя у конкурирующих экономических моделей, которых сейчас на мировом рынке пруд пруди, всё то, что может показаться полезным. Для россиян недавний кризис был просто детским лепетом по сравнению с коматозным опытом 1991 года или с пертурбациями 1998 года. Нет никаких сомнений, что корабль готов к плаванию, однако он всё ещё нуждается в серьезном ремонте.

Жизнь после долга – Уроки извлечённые и неизвлечённые

Мировой финансовый кризис пролил яркий, безжалостный свет на дефекты российской системы, в частности, на недостатки финансовой системы. Как мы отметим ниже, последствия кризиса оказались для России столь тяжёлыми, главным образом, из-за сбоя финансового механизма, иными словами – из-за отсутствия внутренних запасов долгосрочной ликвидности, слабых и недокапитализированных банков, массового «бегства» капитала, предпринятого олигархами (да и самим

российским Минфином!), плохой (или вовсе отсутствующей) системы контроля над внутренними облигационными рынками, из-за отрицательных реальных процентных ставок, которые способствуют оборачиваемости товарных запасов, а также из-за неадекватного/отсутствующего судебного надзора и неадекватного/отсутствующего законодательства о банкротстве.

Безусловно, за последние десять лет в России было проведено несколько очень успешных реформ, а сама Россия

преобразилась необыкновенно, перестав быть тем жалким зрелищем, которое она представляла собой в ельцинские годы. Однако те, кто был воспитан на великой русской литературе 19 века, знают, что для русского национального характера типичны дикие колебания от болезненной неуверенности в себе до непостижимого высокомерия. Сдержанность и горячее желание меняться и модернизироваться отнюдь не являются наиболее яркими чертами русского национального нрава. Однако, согласитесь, что статус самого большого в мире, разнообразного и исторически богатого государства не избавляет страну от необходимости иметь чётко работающую почтовую систему!

Советский Союз не потерпел военного поражения. Также он не был свергнут в ходе революции. СССР мог влачить своё существование ещё на протяжении многих десятков лет, если бы внутренние политические события не спровоцировали перемены. Переход к рыночной экономике и демократии оказался намного более мирным, чем можно было ожидать, однако отрицательные последствия этого более-менее мирного перехода заключаются в том, что советские институты власти никуда не исчезли, уступив место абсолютно новым структурам. Вместо этого законодательные и административные перемены накладывались на старую «штукатурку». Более того, советские органы власти во многом являлись продолжением властных структур царской России, которые подверглись внешней перестройке, но в значительной степени сохранили внутреннюю институциональную инерцию. В самых плохих случаях бюрократические структуры занялись своеобразной «авто-приватизацией», запуская неоправданно большую автономию и свободу действий, исходя из своей собственной чиновничьей логики, которая нередко никак не отвечала интересам государственной политики.

И хотя многое было сделано ради искоренения типично российской коррупции, она, по нашему мнению, отнюдь не является фактором первостепенной важности. Российская коррупция отличается относительной «честностью», т.е. представляет собой хорошо систематизированное и предсказуемое явление: взятки платят не для того, чтобы сделать что-то незаконное, а для того, чтобы ускорить какой-либо процесс. Не

представляется труда включить эти «многочисленные административные издержки» в баланс бизнес-плана. С другой стороны, никогда не стоит рассчитывать на то, что административные процедуры и решения будут осуществляться разумно и справедливо: во всех делах всегда следует учитывать высокую степень вероятности того, что всё пойдёт наперекосяк.²

Кроме того, как недавно отметил Медведев, не меньшая проблема кроется во взаимопроникновении чиновнических и деловых интересов, которые извлекают немалую выгоду из своего монополистического и корыстного поведения. Эти интересы успешно подавляют конкуренцию и расцветают пышным цветом в условиях закрытого и неэффективного рынка. Очевидно, что перед Медведевым стоит непростая задача, учитывая его ограниченную способность действовать политически независимо и колоссальную инерцию российского госаппарата.

Семилетняя чесотка

Россия неизменно у всех вызывает бурные эмоции, и местные аналитики не являются исключением. Так что мы постараемся воздержаться от изображения слишком мрачной картины. Зато благодаря дефектам местных рынков отнюдь не все прибыльные инвестиционные возможности были испробованы, и их ещё довольно много.

Например, мы предлагаем нашему читателю решить непростую задачу – назвать хотя бы три западные компании, которые получают неплохие прибыли от своих китайских дивизионов. Между тем, большинство зарубежных компаний, имеющих бизнес в России, процветают. С 1990-х годов российские госфинансы

² Пример из личного опыта: может возникнуть впечатление, что у Вашего покорного слуги имеется, по крайней мере, три различных альтер-эго, разгуливающих по Москве, при этом у каждого из них есть отдельный документ, удостоверяющий личность. Каждый раз, когда имя «Эрик Краус» транслитерируют на русский язык, появляется новый, немного отличный от предыдущего вариант написания. В итоге, держатель наших водительских прав, визы, документов о собственности и пр. – это разные личности. С юридической точки зрения, не существует одного-единственного гражданина, который может говорить от лица всех этих «клонов», что приводит к возникновению бесконечных административных кошмаров!

пережили настоящую революцию; Центробанк эволюционировал колоссально; чудовищные социальные перекосы 90-х годов теперь не что иное, как дурное воспоминание. Финансовые «манеры» хотя всё ещё и далеки от совершенства, существенно улучшились, и, несмотря на то, что финансовые рынки остаются чрезвычайно волатильными, они продолжают предлагать превосходные инвестиционные возможности игрокам как с долгосрочным, так и с краткосрочным горизонтами инвестирования (прогнозирование среднесрочных результатов может оказаться немного более проблематичным...)

*В ходе недавнего разговора с одним из наиболее осмотрительных и мудрых российских фондовых менеджеров (нашего типа: русский по духу, торговавший на российских рынках с тех самых пор, когда ещё динозавры бродили по земле), мы поймали себя на мысли о том, что полностью соглашаемся с его замечаниями: на протяжении практически двух последних десятилетий мы, иностранцы, читали русским нотации по поводу того, что именно они, по нашему мнению, должны делать и какой именно должна стать Россия, другими словами – **каким образом россияне должны стать похожими на нас.***

В лучшем случае Россия делала вид, что слушает, что ей это вообще интересно. Но сейчас она перестала даже претворяться. Россия была здесь за тысячу лет до нашего появления и будет ещё очень долго после того, как мы подсчитаем наши окончательные прибыли и убытки. Нам следует не нотации читать, а пытаться разгадать загадку этой страны. Россия будет делать то, что ей заблагорассудится. С финансовой точки зрения, несмотря на отдельные взлёты и падения, у нас нет причин для недовольства: рынки предоставили возможность извлечь необыкновенные прибыли тем, кто умеет оставаться гибким, сохранять здравомыслие в периоды всеобщей паники, фиксировать прибыли, когда всё вокруг начинает казаться неправдоподобно хорошим, и – главное – быстро переоценивать стремительно меняющуюся рыночную ситуацию. Это те качества, которыми, безусловно, обладают читатели обзоров «Истина и красота»!

Анатомия распада

Для того чтобы Ваш покорный слуга отправился в своё первое совместное с ФК «ОТКРЫТИЕ» роудшоу в январе 2009 года, потребовалась изрядная доля ободрений и уговоров. В то время царили мрачайшие настроения, особенно среди менеджеров долгосрочных фондов: российские активы достигли финального уровня поддержки (то бишь нуля), результаты деятельности инвестфондов были почти повсеместно ужасными, объёма инвестиционных активов, находящихся в управлении фондов (AUM), не хватало даже для того, чтобы поддерживать в рабочем состоянии кофе-машины Nespresso, всюду происходили увольнения. Мы потягивали холодный чай и пытались привнести в этот похоронный гул хотя бы толику надежды и юмора.

Ликвидность превратилась в предание далёкой старины, хеджфонды приостановили свою деятельность, и инвесторам на рынках акций не оставалось ничего иного, как в священном ужасе взирать на свои торговые терминалы, с ощущением абсолютной беспомощности, которое знакомо пассажирам самолёта, наблюдающим из иллюминатора за тем, как у их воздушного судна начинают отваливаться крылья.

Если продолжать развивать эту метафору, то можно сказать, что к январю самолёт вышел из штопора, однако судьба пассажиров всё ещё оставалась под серьёзной угрозой. Однако мы, пережив несколько предыдущих кризисов, продолжали верить в то, что, как бы ни была тяжела ситуация, эмоции перехлёстывают и превосходят реальное положение дел, что приводит к возникновению инвестиционных возможностей. Учитывая обстоятельства той поры, могло возникнуть впечатление, будто мы посредством своего бычьего настроения на самом деле преследуем корыстные цели, а потому наши собеседники не очень-то верили в искренность наших слов.

На самом деле, результаты нашей торговой стратегии: значительные позиции по корпоративным облигациям с явным предпочтением наиболее дешевым бумагам, в частности субординированным банковским бумагам

(на которые в тот период едва удавалось найти покупателя) и повышенная бдительность по отношению к акциям (покупать самые хорошие ради справедливой стоимости и самые плохие – ради разнообразия) – оказались весьма прибыльными. Сейчас, с ретроспективной точки зрения, весь рынок тогда был чудовищно перепродан и теперь нам кажется (как просто быть мудрым задним числом!), что на рынке акций нам следовало предпринимать более решительные «бычьи» действия... Как бы то ни было, но даже для диссидентствующего инвестора это были мрачные и холодные месяцы, и осторожность казалась лучшим элементом инвестиционной стратегии.

Во время нашей последней деловой поездки настроения значительно улучшились: люди вновь делали деньги, что в нашем деле всегда является фактором первостепенной важности. Поскольку сейчас для всех главный вопрос заключается в том, насколько продолжительным и стабильным является нынешнее ралли, мы попробуем извлечь из недавнего опыта «клинической смерти» правильные уроки.

Ваш покорный слуга хочет в очередной раз подчеркнуть, что, по нашему мнению, недавний кризис имел для России такие тяжелые последствия главным образом потому, что российская финансовая система оказалась абсолютно несостоятельной. Как известно, мужик задним умом крепок, однако мы, тем не менее, хотим вновь отметить, что произошедший откат рынка был в сущности неизбежен. Более того, какое счастье, что внешний «спусковой крючок» сработал именно тогда, а не через пару лет, в течение которых Россия могла бы перегрузить себя ещё большими долгами: к тому времени верёвки, которую матушке-России предоставила бы мировая финансовая система, с лихвой хватило бы для того, чтобы Россия саму себя удушила. К счастью, крах банка Lehman Brothers случился как раз во время: он спровоцировал процесс избавления от избыточных заёмных средств и вернул людям чувство реальности в тот момент, когда ещё можно было что-то сделать.

Причины российского финансового кризиса, который представители некоторых кругов продолжают объяснять чрезмерной

зависимостью российской экономики от сырьевых цен, так и остаются в общем-то непонятыми. На самом деле, спад российской экономической активности произошёл задолго до того, как снижение цен на сырьё могло оказать реальное воздействие на реальную экономику. Напротив, этот кризис, спровоцированный внешними факторами, был преимущественно внутренним по природе, **практически полностью вызванным слабой и плохо функционирующей внутренней финансовой системой.**

Система Кудрина

Глава Минфина Алексей Кудрин, человек по складу своему консервативный, полностью осознающий серьезные недостатки российской финансовой системы, однако либо неспособный, либо нежелаящий предпринимать серьезную банковскую реформу и реструктуризацию, только усугубил проблему, связанную с непрофессионализмом и бесчестностью местной банковской системы. Кудрин просто-напросто открыл банковские счета за рубежом. «Система Кудрина» предполагала инвестирование российских госсбережений, полученных благодаря налогообложению непредвиденных прибылей сырьевых компаний, в активы стран большой «семёрки». Парадокс заключается в том, что в конечном счёте эти сбережения всё же попадали обратно в российский корпоративный сектор, но только через посредничество таких банков, как Goldman, Deutsche и иже с ними, и с долговыми спредами на 350 б.п. выше – такая своеобразная операция carry-trade обратного типа! Из-за такой системы реальная экономика страны оказалась в опасной зависимости от любых перепадов в мировой ликвидности, а потенциальная расплата и кредитный крах стали вопросом времени.

Ситуацию усугубила череда отягощающих факторов:

-Олигархический капитализм и мощный отток капитала

У других стран тоже имеются свои олигархи – у Турции, Бразилии, Индонезии и Малайзии, так же как они были и в Соединённых Штатах в 19 веке – так называемые «бароны-разбойники». Однако от российских олигархов их отличает то, что они, как правило, реинвестируют свои

непредвиденные прибыли в те места, которые они знают и в которых они обладают очевидными конкурентными преимуществами, – в свою родину или соседние страны.

В России же всё иначе. Первое поколение олигархов были бандитами и рейдерами, которые всеми мыслимыми и немыслимыми способами растаскивали советские активы. Их рабочий метод был предельно прост: кради всё, что плохо лежит, продавай сырьё за рубеж, припрятав полученные прибыли в укромных уголках и держи у двери упакованный чемодан в ожидании того дня, когда вся система наконец рухнет. Они даже не пытались делать вид, что создают какую-то экономику, вкладывают деньги в капитальное строительство, оптимизируют бизнес и промышленные процессы или занимаются долгосрочным планированием.

Второе поколение олигархов (или, точнее выражаясь, реинкарнированные представители первого поколения – немногочисленные счастливчики, которым удалось пережить потрясение 1998 года) было уже совсем иным. Они были бизнесменами, которые знали законы мирового капитализма и хотели, чтобы их воспринимали как ровню мировым бизнес-титанам. Большинство из них надеялось создать прочные империи, а горизонт их мировоззрения расширялся, увеличиваясь от нескольких месяцев до нескольких лет и, в конце концов, нескольких поколений. Зрелище отсечённой головы Ходорковского, водружённой на кол у кремлёвских стен, у многих у них отбило охоту заполучить большое политическое влияние. В итоге они всё меньше вмешивались в политику и всё больше сосредоточивались на проблемах своего бизнеса.

Увы, но они тем не менее продолжали «откачивать» свои деньги за границу, вероятно, по целому ряду причин: по привычке, в силу врожденной спесивости (кстати, мы никак не можем понять, почему Мордашов решил, что «Северсталь» сумеет управлять американскими сталелитейными предприятиями лучше, чем сами американцы?), а, может быть, из-за простого непонимания текущей политической ситуации (ведь в конце концов олигархи – тоже люди, и ничто человеческое им не чуждо). Однако на этот раз деньги уводились за границу не с помощью простого воровства, а

преимущественно путём покупки иностранных активов. Весьма часто этот зарубежный «шоппоголизм» поощрялся самим Кремлём, который хотел видеть российские компании в составе мирового клуба промышленной премьер-лиги: таким образом, российские корпорации учились бегать, не освоив ещё искусство простой ходьбы.

Подлинный масштаб проблемы заслонил тот факт, что, пожалуй, впервые с 1970-х годов возобновилось российское капитальное строительство. Когда мы в 2006 году посетили несколько сталелитейных заводов, промышленных предприятий, нефтяных месторождений и даже энергокомпаний, мы с удовольствием отметили наличие нового оборудования и общую модернизацию основных активов, унаследованных ещё с советских времён. Однако из поля нашего зрения ускользнуло то, сколько именно денег владельцы этих предприятий уводили за рубеж, финансируя капитальное строительство, главным образом, за счёт заёмных средств – частично за счёт внутренних краткосрочных кредитов, но преимущественно с помощью колоссального внешнего финансирования. Когда кредитные двери внезапно захлопнулись, инвестиционные расходы буквально испарились, при этом по силе воздействия на национальный ВВП это последствие уступило только внезапному развороту цикла оборачиваемости запасов.

С наступлением финансового кризиса круг замкнулся: Центробанк России вновь наводнил внутреннюю финансовую систему ликвидностью, перекачав иностранные резервы обратно во внутренний банковский сектор, заменив собой иностранных кредиторов, которые приказали долго жить. И хотя поначалу это казалось противоречащим здравому смыслу, последовательная девальвация рубля, начавшаяся в конце 2008 года, способствовала выводу российских госрезервов из американских агентских и казначейских облигаций и возвращению денежных средств обратно, в российскую банковскую систему.

-Дисфункции внутренней финансовой системы

Неспособность реформировать финансовую систему является, пожалуй, самым серьёзным препятствием на пути российской экономической модернизации.

Банковская система совершенно не подготовлена к тому, чтобы играть роль посредника по переводу денежных средств из богатого сырьевого сектора в новые, растущие и формирующиеся сегменты экономики – сектор услуг, технологий, промышленного производства и пр.

Первая попытка пенсионной реформы завершилась сокрушительным фиаско; будем надеяться, что вторая попытка, которая сейчас предпринимается, несколько улучшит положение дел, однако не исключено, что для того, чтобы всё встало на свои места, потребуется третья попытка. Между тем, в России напрочь отсутствует то, что во всех промышленно развитых экономиках является важнейшим источником внутреннего долгосрочного капитала.

Практически то же самое можно сказать о секторе страхования (в зачаточном состоянии) и индустрии управления активами, которая только-только начала появляться на свет Божий, при этом, опять-таки, в условиях полного отсутствия адекватного профессионального опыта и, что ещё печальнее, государственного контроля (во время кульминационного этапа надувания фондового пузыря некоторые крупные игроки финансового рынка сулили своим клиентам двузначные показатели годовой доходности!). Итак, сейчас мы ожидаем быстрого возобновления роста по мере того, как российские инвесторы, всё больше осознавая недостатки западной финансовой системы, будут возвращаться на внутренний рынок.

Как реакция на слабый банковский сектор, в России сформировался динамичный и стремительно развивающийся внутренний облигационный рынок, однако опять-таки без всякого вмешательства или участия государства и регулирующих органов. Увы, из-за недостатка регулирования сектор рублёвых облигаций компаний третьего и четвёртого эшелона (т.е. источник денежных средств для компаний со средней и малой капитализацией) вскоре приказал долго жить. Из-за отсутствия нормального законодательства о банкротстве многочисленные дефолты напоминали не столько процедуру в духе печально известной одиннадцатой главы, сколько драку злобных псов, разрывающих на части пакет с отходами: лакомые куски доставались самым большим собакам, а те, что поменьше, довольствовались

жалкими остатками. Приведём пример из числа небанковских финансовых активов: факторинговая компания «Еврокоммерц» была разворована казахами, по-видимому, с лёгкой руки некоторых местных финансовых структур, которые наблюдали за этим бесстыдным растаскиванием активов сквозь пальцы. В итоге развитие сегмента рублёвых облигаций – этой важной части финансового рынка, который мог бы стать источником инвестиционного капитала для компаний с малой и средней капитализацией, – было отброшено на несколько лет назад.

-Мировой кредитный кризис беспрецедентного масштаба

Внезапный увод ликвидности застал местных участников рынка абсолютно врасплох. Как отметил Роланд Нэш, в августе московские гостиницы были битком набиты иностранными банкирами, которые пытались одолжить деньги российским компаниям; в октябре эти же самые банкиры опять были в Москве: на этот раз они пытались заполучить свои деньги обратно.

Усталость от реформ

Несмотря на то, что у Вашего покорного слуги больше нет необходимости убеждать всех в своих русофильских пристрастиях, это не мешает нам видеть недостатки нашей слегка сюрреалистичной приёмной Родины. Проработав за время нашей богатой карьеры на самых различных развивающихся рынках, мы прониклись глубоким убеждением, что «национальный характер» является ключевым фактором, способствующим отбору зёрен от плевел – Кореи от Эквадора, Китая от Нигерии. Россия демонстрирует удивительное сочетание ума и энергии – романтизма и ослиного упрямства; любовь к теоретизированию и неспособность предпринимать реальные действия. Всё это в одинаковой мере восхищает нас и одновременно приводит в отчаяние.

Любой человек, который жил в России в 1990-е годы, знает, что присказка, будто «в России так и не было проведено каких-либо фундаментальных реформ», является полной чепухой. В России были проведены очень значительные реформы – большинство из них успешно, а

некоторые не очень. С одной стороны, разительные перемены произошли или происходят в таких разнообразных секторах, как телекоммуникации, железнодорожное сообщение, налоговая система и огромная программа государственного жилья. Реформа сектора электроэнергетики (в запутанности которой могут разобраться только русские) должна, судя по всему, оказаться успешной.

Администрация начала ряд кампаний против различных социальных недугов – от игромании (Путин потряс всех, закрыв казино, а также запретив устанавливать вредоносные однорукие бандиты, которые «расплодились» буквально везде, в каждом магазине и станции метро) до алкоголизма (бой, коему «несть конца»). У России сейчас имеется вполне осмысленный бюджет, огромные золотовалютные запасы, резервный фонд «на чёрный день», стабильная национальная валюта, компетентные банковские органы, а также более-менее жизнеспособная банковская система (по крайней мере, в том, что касается осуществления платежей и хранения депозитных вкладов). Всё это по определению является итогом процесса реформирования.

С другой стороны, страна остро нуждается в проведении некоторых жизненно важных реформ, в частности, тех, которые касаются финансового сектора. Отток капитала как из частного сектора, так и из самого российского правительства свидетельствует о том, что банковский сектор оставляет желать лучшего. Попытки консолидировать или закрыть те банки, которые являются очевидно нежизнеспособными, были слишком осторожными. Более того, в России, как, впрочем, почти повсюду в мире, в последнее время были ослаблены стандарты регуляторного контроля для того, чтобы удержать зомби наплаву; были смягчены финансовые требования к банкам, подпадающим под действие федеральной программы страхования депозитных вкладов. В итоге это создаёт моральную угрозу.

Проблески надежды, конечно, есть. Рынок рублёвых облигаций компаний первого и второго эшелона восстановился, причём за одну только неделю сентября общий объём допэмиссий составил около 200 млрд рублей (хотя следует отметить, что значительное число этих новых выпусков

являлось «техническими допэмиссиями», предназначенными исключительно для операций репо с ЦБР). Мировые рынки долгового капитала вновь распахнули свои двери для самых крупных госкомпаний России. По мере сужения спредов логично ожидать появления на рынке новых выпусков облигаций российских субсуверенных заёмщиков. Наконец, Deutsche Bank совместно с ВТБ работает над формированием долгожданных инфраструктурных облигаций, которые должны стать жизненно важным «проводником» для капитала консервативных институциональных инвесторов России в инфраструктурные проекты.

Итак, Ваш покорный слуга дистанцируется от широко распространённого мнения, согласно которому Россия должна без промедления броситься в объятия мировых рынков капитала. На самом деле «горячие» деньги представляют собой не столько благо, сколько зло, и Россия неизменно попадала в беду, когда имела доступ к слишком объёмным иностранным кредитам (1997, 2007 года). Когда же ей приходилось рассчитывать исключительно на свои собственные силы, её дела шли превосходно. И хотя приток долгосрочного иностранного капитала может оказаться чрезвычайно полезным, очень важно, чтобы Россия научилась финансировать своё развитие из внутренних ресурсов, тем самым подталкивая коренную реструктуризацию банковской и финансовой систем.

Глазами Запада – Проблески разума

Одно из опасений, постоянно высказываемых представителями хеджфондового сообщества в разговорах с Вашим покорным слугой, заключается в том, что на Западе сформировался крайне негативный образ России. Как правило, это принято объяснять в одинаковой степени как тенденциозным и бесчестным освещением российских событий в западных СМИ, так и из рук вон плохими пиар-навыками самой России. В ответ мы замечаем, что это по природе своей циклическое явление: в прошлом нам уже приходилось наблюдать за тем, как отношение к России колебалось между восторгом и острой

неприятно, и, по нашим прогнозам, эти перепады между двумя крайностями продолжатся и в будущем. На данный момент, во многом благодаря смене режима в Вашингтоне, в тональности освещения российских событий на страницах западной прессы наметилось заметное улучшение. По нашему мнению, в ближайшем будущем небеса продолжат расчищаться.

Пытаться убеждать Вашего покорного слугу в том, что российская инвестиционная история жестоко пострадала от систематической дезинформации, распространяемой западными СМИ, – это всё равно что пытаться убеждать римского папу в святости Девы Марии. Нам это и так уже известно! И если для инвесторов на рынках акций это дезинформирование послужило однозначно негативным фактором, то игроки на рынках бумаг с фиксированной доходностью должны испытывать безграничную благодарность таким изданиям, как журнал The Economist и газета FT: именно благодаря им у нас появилась восхитительная возможность покупать глубоко недооценённые активы всего лишь за десятую-сотую долю их справедливой стоимости!

Грузинская война послужила фундаментальным водоразделом, однако не столько для имиджа России за рубежом, сколько для взглядов небольшой, но красноречивой группы российских либералов – старого поколения диссидентов, которые до тех пор продолжали придерживаться своего устаревшего мнения, будто бы Запад, обеспокоенный соблюдением российских интересов, является для России в ходе модернизации идеальным примером для подражания.

Возмутительная подтасовка фактов западными СМИ была слишком явной, чтобы её можно было потихоньку замаять. В качестве одного примера: на протяжении первых 36 часов телеканал ВВС давал относительно объективные и сбалансированные репортажи в места военных действий, после чего внезапно сделал поворот на 180 градусов и стал гнуть неоконсервативную линию, будто бы это Россия – без каких-либо провокаций – напала на маленькую Грузию (разбомбив при этом своих собственных миротворцев и убив больше десяти российских солдат, когда те мирно спали в своих бараках).

Этот внезапный поворот можно объяснить только тем, что некто могущественный сверху позвонил на телеканал и дал соответствующие указания.

И хотя в итоге правда стала известна и представители ВВС опровергли изложенную ранее информацию, заверив, что в военных преступлениях виноваты, безусловно, грузины, было уже слишком поздно: даже самые ностальгирующие антисоветчики были вынуждены признать, что Запад обеспокоен соблюдением только своих геополитических интересов, а западная пресса способствует продвижению этих национальных интересов в неменьшей степени, чем это некогда делала советская пресса. Законные интересы России не имеют для Запада ни малейшего значения, будь то мировая арена или какой-либо конкретный регион.

Система ПРО – Эффект качелей

Как Ваш покорный слуга уже давно предсказывал³, что администрация президента Обамы откажется от опасного и провокационного плана Буша разместить вдоль российских западных границ системы противоракетных истребителей-перехватчиков. Однако следует признать, что нас искренне удивило время, выбранное для официального заявления по этому поводу. Мы ожидали, что США ещё долго будут продолжать эксплуатировать эту угрозу, а потом «обнаружат», что технология для создания таких систем ещё не готова. Это позволит им выйти из щекотливой ситуации, сохранив лицо. Судя по всему, они рассчитывали, что угрозу размещения систем ПРО можно будет использовать как козырную карту в попытках вынудить Россию оказать давление на Иран и заставить его отказаться от ядерной программы, – то есть вынудить Россию сделать нечто такое, что она никоим образом не захочет предпринимать, по крайней мере, до тех пор, пока Соединённые Штаты не откажутся от своей идеи создания южного энергетического коридора. Очевидно, что ни Иран, ни США не отменяют свои планы ни завтра, ни послезавтра!

³ Предыдущие выпуски обзора «Истина и красота» на английском и русском языках можно найти на вебсайте ФК «ОТКРЫТИЕ» www.open.ru

Читая западную прессу, мы несколько раз натолкнулись на выражение недовольства по поводу того, что господин Путин не отреагировал на отказ США от идеи размещать системы ПРО бурной радостью и не предпринял ответных дружеских инициатив. Вообще-то следует напомнить, что это не Россия угрожала размещать противоракетные установки в Канаде или Мексике, так что отказ Америки от плана ПРО всего лишь восстанавливает прежний статус-кво. Если американцы действительно хотят, чтобы Россия предложила ответные уступки, то, быть может, им следует сделать шаг вперёд? Пока же они просто отказались от шага назад.

Неизвестно, в самом ли деле системы противоракетной обороны предназначались для отражения потенциального ядерного удара со стороны Ирана. Ясно одно: решение разместить их на территории двух соседних с Россией и наиболее враждебно к ней настроенных государств – Польши и Чехии – должно было само по себе быть провокационным. Последние сомнения в этом рассеялись после того, как Буш буквально в первые дни российско-грузинского конфликта поспешно заявил о запуске плана размещения польской базы ПРО (такая поспешность, безусловно, не имела ничего общего с предполагаемой иранской угрозой Соединённым Штатам!). Россия истолковала этот шаг совершенно правильно и предупредила, что размещение любой системы противоракетной обороны вызовет у российской стороны крайне резкую реакцию, вплоть до размещения ракет средней дальности в Калининграде. Таким образом была подготовлена почва для новой эскалации конфликта, которая для обеих сторон могла обернуться огромными издержками и похоронила бы все дипломатические инициативы.

Как бы то ни было, отказ США от этого враждебного плана можно только приветствовать, хотя предположения о том, будто бы этот отказ является частью секретного сговора, цель которого – заручиться поддержкой России в действиях против Ирана, кажутся совершенно абсурдными. Безусловно, Вашингтон понимает, что попросить Россию оказать давление на Иран означает пригласить Россию принять участие в совместном

брюссельско-вашингтонском плане создать южный энергетический коридор, исключая из системы энергопоставок Россию и тем самым подрывающий её положение на европейском газовом рынке. Естественно, Россия никоим образом не хотела бы способствовать реализации этого плана.

Существует только три маршрута, по которым среднеазиатский природный газ может попадать в Европу: через Россию, через Иран или по транскаспийскому газопроводу. Из-за неопределённого статуса Каспийского моря и Иран, и Россия могут наложить вето на любые строительные работы на дне морском. Проложить газопровод по российскому побережью – значит, обесмыслить всё это предприятие. Таким образом, единственным возможным маршрутом остаётся Иран. Однако до тех пор, пока Запад будет демонизировать Иран, строительство газопровода на иранской территории будет оставаться заведомо гиблой идеей. Следовательно, свержение нынешнего иранского правительства и приход на его место новой проамерикански настроенной олигархической фракции Рафсанджани (которая обогатилась за время действия санкций, а сейчас рассчитывает получить «дивиденды» от предоставления геополитических услуг Западу) было бы серьёзным ударом для России, которую вполне устраивает нынешний статус-кво.

По нашим предположениям, Россия и Китай будут блокировать в ООН дальнейшие санкции против Ирана. Не исключено, что США и Европа попробуют предпринять свои собственные шаги, направленные на изоляцию Ирана, тем самым подталкивая Тегеран ближе к Москве и Пекину. Итак, можно ожидать немало шума, однако мы продолжаем верить, что вероятность военного столкновения равна нулю. Аналогичные региональные авантюры закончились для Америки не очень хорошо. Кроме того, по всей территории данного региона очень удобно рассеяны потенциальные заложники возможного конфликта: Ирану не составит труда дестабилизировать Ирак и вывести ситуацию в Афганистане из-под американского контроля.

Кроме того, нет никакой уверенности в том, что иранские мощности по обогащению урана удастся разбомбить с воздуха, и если этот шаг окончится неудачей, то у иранцев

возникнет сильнейшая мотивация создать ядерную бомбу как можно быстрее. Наконец, внезапное исчезновение с мирового нефтяного рынка примерно трех с половиной миллионов баррелей иранской сырой нефти в сутки безусловно спровоцирует неконтролируемый скачок цен, что нанесёт и без того разбалансированной мировой экономике сокрушительный удар. Только у Саудовской Аравии имеется достаточно резервных мощностей, которые могут предотвратить дефицит нефти на мировом рынке, однако оказать поддержку «западным крестоносцам», союзникам Израиля, в их борьбе с исламским государством – значит, накликав политическую катастрофу. Консервативная саудовская элита, конечно, не захочет брать на себя такой риск.

Россия и Запад – Идиллия?

Мы продолжаем прогнозировать постепенное улучшение тональности, используемой западной прессой при освещении российских событий, принимая во внимание тот факт, что американские СМИ следуют за указкой Вашингтона, а остальная англосаксонская (читай: «британская») пресса послушно плетётся за ней.

Администрация президента Буша, придерживаясь миллениаристической идеологии собственной избранности, стремилась к открытию новых фронтов военных действий во имя «демократии» во всём мире. Благословенная администрация президента Обамы унаследовала многие из них и быстро обнаружила, что некоторые, например Ирак, Иран и Афганистан, превратились в кровоточащие язвы, а другие (Северная Корея, сближение Китая с Африкой и Латинской Америкой, «левые» правительства в Венесуэле и Эквадоре, радикальная исламизация Северной Африки) вышли из-под контроля. Словом, у новой американской администрации нет никакого желания открывать новые фронты военных действий: американцам не хватит сейчас ни сил, ни – главное – денег, чтобы справиться со всем этим «хозяйством».

Начать новую гонку вооружений с Россией было бы чистым безумием. И если США обладают значительно более богатыми ресурсами, то Россия всегда отличалась уникальной способностью находить удачное применение своим деньгам. Соединённые Штаты сейчас испытывают тяжелейший дефицит финансовых средств, а также стоят перед

необходимостью сократить гротескно раздутый военный аппарат. Так что меньше всего сейчас Америке нужно столкновение с Россией.

Учитывая то, что от России сейчас не исходит никакой мировой угрозы, можно с уверенностью предположить, что и для Америки российские риски равны нулю. И хотя обещание того, что НАТО не выйдет за пределы Берлина, было возмутительным образом нарушено, следует признать, что расширение НАТО в восточном направлении достигло своего логического конца: вероятность того, что североатлантический альянс сможет расширяться дальше, ничтожно мала, так же как, впрочем, и вероятность его возвращения в прежние границы.

Аналогично, надежда на то, что Россия будет нейтрализована и низведена до статуса зависимого государства-«клиента», умерла сразу после избрания президентом Владимира Путина. Мы надеемся, что сейчас, по прошествии почти десяти лет, Запад наконец начал усваивать эту простую мысль и что горечь, с которой Запад воспринял восстановление российской государственности, начинает сходить на нет. Наконец, нам кажется смешотворным предположение, согласно которому после отказа Америки от идеи размещать системы ПРО отношения между США и Восточной Европой ухудшатся: с кем ещё, как не с американцами, остаётся дружить чехам и полякам, тоскующим по однозначности эпохи «холодной» войны? Старая Европа на их вкус слишком умеренна, а великих держав, из которых они могли бы выбирать себе союзников, не так-то много.

Быть может, мы слишком наивно полагаем, что представители пронципального политического истеблишмента Запада когда-нибудь наконец поймут очевидную истину: **да, уютной западноевропейской гегемонии, к которой мы все так привыкли, действительно угрожает опасный зверь, однако этот зверь – вовсе не Медведь, а Дракон...**

Двуглавый орёл – Путин-Медведев

Последняя речь президента Медведева, несколько цветастая на западный вкус, на русском языке звучит намного лучше, чем в переводе. В ней он резко критикует недостатки российского государства, а также высказывает угрозы в адрес корыстной элиты, которая обосновалась в тёмных коридорах российского бизнеса и госаппарата. Как обычно, на Западе (но отнюдь не в России) это было истолковано как проявление раскола между Медведевым и его учителем В.В.П. На самом деле эта речь во многом напоминает работу самого Владимира Путина «Россия на пороге нового тысячелетия» – знаковый документ, который был написан Путиным накануне его избрания президентом РФ в 2000 году. Эта работа была обличением недостатков российского государства, выводом которой стало знаменитое предостережение, что при сохранении текущих темпов развития России потребуется 25 лет для того, чтобы обогнать Португалию – на тот момент самую бедную страну Евросоюза.

Начиная практически с того самого дня, когда Путин назначил Медведева своим преемником, западные СМИ и комментаторы пытались обнаружить признаки раскола между двумя российскими политиками. И хотя в России никогда не следует исключать какой-либо неожиданности, мы до сих пор пытаемся найти хотя бы намёк на этот самый раскол.

Для наших давних читателей не секрет, что Ваш покорный слуга считает Владимира Путина одним из самых выдающихся политиков своего времени – одним из тех редких людей, которые могут считаться спасителями своей нации. И каким бы непопулярным это мнение ни было на Западе, нашему читателю следует помнить, что оно широко распространено в России и что именно в России господин Путин обладает властью.

Безусловно, величие вовсе не означает непогрешимость, и тот, кто возьмёт на себя труд внимательно прочитать речи самого Путина, удостоверится, что Путин сам признаётся в своих неудачах, в частности, в том, что, ликвидировав угрозу для российского национального суверенитета, он не сумел модернизировать российский госаппарат, искоренить коррупцию и непрофессионализм, которые являются наследием не только советских времён, но российской истории с эпохи Золотой Орды.

Медведев Ex-Machina

Нет никакого смысла спорить о том, что в 2007 году президент Путин мог назначить в качестве своего преемника кого угодно – самого себя, меня, Вас, наш дорогой читатель, или даже свою лошадь. Испытывая безграничное доверие к доброму «царю-батюшке», русский народ охотно последовал бы его выбору. Однако Путин, отлично разбираясь в людях (опыт работы в КГБ всё-таки обязывает), выбрал на пост президента не кого-нибудь, а именно Дмитрия Медведева, университетского преподавателя юриспруденции, которого воспринимают как умеренного либерала и реформатора. Логично предположить, что Путин выбрал такую кандидатуру не просто так и что цель этого выбора заключалась вовсе не в том, чтобы укрепить власть представителей силовых структур: для этого лучше подошли бы другие многочисленные кандидатуры.

Медведев был выбран как человек, способный постепенно и аккуратно модернизировать российское государство, то есть осуществить процесс, который неизбежным образом будет сопровождаться внедрением подходящих для России зарубежных моделей и последовательной либерализацией российской политической системы, её постепенным превращением из статичной в более плюралистичную структуру. Мы продолжаем считать, что внезапное и бесконтрольное ускорение этого процесса может привести к возвращению хаоса и анархии, которые были характерны для ельцинских лет.

Действительно, попытки осуществить стремительные, революционные перемены никогда ни к чему хорошему в России не приводили. И хотя в процессе советского эксперимента удалось архаичную, аграрную страну превратить в мировую супердержаву, масштаб человеческой трагедии, которую повлекло за собой это превращение, кажется совершенно недопустимым. События 1990-х годов, которые были близки к состоянию анархии, привели к краху советской власти, однако эта трансформация также далась не менее тяжкой гуманитарной ценой.⁴ Напротив,

4 Те, кто не согласен с этим утверждением, вероятно, никогда не наблюдали за тем, как в холодные зимние дни толпы пенсионеров копаются в помойках в поисках пустых бутылок и картонных коробок.

последнее десятилетие по российским стандартам было сравнительно спокойным. Несмотря на недавние тревожления, качество жизни, а также экономическая эффективность и макроэкономическая политика улучшаются; наконец прекратилось продолжительное снижение показателей, указывающих на социально-культурное состояние общества, и сейчас мы наблюдаем за их медленным, но уверенным ростом.

Что представляется ещё более важным, по сравнению с 1990-ми годами общественное мнение сейчас значительно менее радикально, экстремизм менее распространён, теории заговора менее популярны, а либеральная оппозиция демонстрирует признаки зрелости. Короче говоря, Россия постепенно становится респектабельным государством. Эти перемены создают фундамент для будущей подлинно народной демократии.

Мы вовсе не хотим произвести впечатление наивного оптимиста: в зависимости от того, каковы именно ваши ожидания, стакан до сих пор может казаться наполовину пустым, а не наполовину полным. В российском обществе всё ещё наблюдается глубокое социальное расслоение, а сопротивление реформам иногда принимает гротескные формы. Но что бы там ни было, наша цель – описывать нынешнее положение дел, а не читать нотации по поводу того, что нужно сделать. По нашему мнению, с инвестиционной точки зрения никаких признаков напряжения среди ведущих российских политиков не наблюдается; нет опасности радикальной смены политической модели, кризиса или социальных беспокойств. Вместе с тем, увы, слаба надежда на проведение стремительных реформ, которые были бы возможны в меньших по размеру, более однородных по составу, вестернизированных странах Восточной и Северной Европы.

Мы почти уверены в том, что Медведев продолжит реализовывать программу постепенных реформ, ядром которой является антикоррупционная кампания (которая уже привела к заключению под стражу удивительно большого числа госчиновников), а также экономическая диверсификация, реструктуризация судебных и административных органов. После этого в 2012 году Медведев

передаст бразды правления обратно Владимиру Путину. Однако мы полагаем, что Медведев сохранит за собой ключевую политическую роль, но не как премьер-министр (для этого поста требуются навыки ведения ближнего боя, которыми превосходно владеет его учитель), а скорее как руководитель, следящий за осуществлением важных судебных и административных реформ.

Российские рынки и переполох – Перевыполнение плана

Экономика – Пешком до Луны

Нет никаких сомнений в том, что в июле этого года российская экономика пошла в рост, и, по нашим прогнозам, на протяжении оставшихся месяцев 2009 года темпы экономического роста будут только повышаться. По нашим оценкам, темп роста ВВП сейчас должен составлять примерно 4-5% в годовом исчислении, однако из-за всё ещё слабых исходных данных вряд ли этот показатель будет в ближайшем будущем отражён в официальных релизах.

Мировой кризис разразился как раз в тот момент, когда россияне начали набирать кредиты. К счастью, во многом из-за недоразвитости российского банковского сектора у русских просто физически не было достаточно времени для того, чтобы надуть очень большой кредитный пузырь. Таким образом, в отличие от граждан большинства западных стран перед россиянами не стоит безотлагательная задача избавиться от неподъемных долгов: вы не можете возвращать то, чего вы никогда не одалживали! Более того, по нашему мнению, объемы российского потребления вряд ли уменьшатся из-за того, что банкам приходится приводить в порядок свои балансы (хотя это наше предположение может кому-то показаться спорным). Настоящая проблема, которая стояла перед российскими банками, заключалась в валютных дисбалансах, однако к сегодняшнему дню эта проблема, в общем-то, решена благодаря последовательной девальвации рубля, которая позволила банкам уладить свои бухгалтерские вопросы.

Несмотря на то, что благодаря стремительному уменьшению темпов

инфляции ЦБР мог в последнее время понижать процентные ставки (их нынешнее значение на 250 б.п. ниже зафиксированных максимумов), механизм «перекачки» этой ликвидности в реальную экономику в сущности отсутствует. Сейчас банки по уши набиты российскими корпоративными еврооблигациями и продолжают липнуть к ЦБРовской кормушке, которая – в виде операций репо с корпоративными облигациями – предоставляет всем возможность толстеть, не испытывая при этом никаких значительных рисков и не прикладывая особых усилий. Однако ЦБР уже начал выводить из системы излишки ликвидности, и мы считаем, что в какой-то момент начнётся сворачивание операций репо, а это означает, что когда-нибудь банковский сектор (или то, что выдаёт себя за таковой) наконец начнёт зарабатывать себе на жизнь посредством кредитования реальной экономики. Будем надеяться, что, учитывая печальный опыт граждан стран Балтии и Восточной Европы, которые набрали колоссальные долги, деноминированные в иностранной валюте, ЦБР либо обяжет банки выдавать только рублёвые кредиты, либо вообще запретит им заниматься кредитованием.

Несмотря на то, что волна увольнений явно спала, ситуация на рынке труда остаётся весьма гнетущей. До кризиса рост зарплат и количество сотрудников явно превосходил темпы повышения производительности труда, что лишало российские компании конкурентоспособности. Сейчас заработные платы либо остаются на прежнем уровне, либо незначительно увеличиваются в номинальном исчислении, при этом продолжая сокращаться в исчислении реальном. Благодаря правительственным трансфертным платежам реальные располагаемые доходы населения продолжают незначительно повышаться.

Следует признать, что корпоративный сектор воспользовался кризисом для того, чтобы сократить неоправданно большое число сотрудников, и, по нашим прогнозам, вряд ли в ближайшем будущем частные компании вновь начнут набирать на работу сотрудников. Более того, старая практика, по которой компании экономили на издержках, связанных с увольнением работников (отправляя их в неоплачиваемый отпуск, но формально

сохраняя за ними рабочее место) прекратилась после того, как правительство Путина увеличило пособия по безработице до более-менее нормального уровня. Теперь людям, потерявшим работу, имеет смысл регистрироваться на биржах труда в качестве безработных.

Сравнительно слабые данные промышленного производства за август являются статистическим артефактом (чуть меньшее количество рабочих дней плюс приостановка мощностей автопроизводителями для того, чтобы разгрузить затоваренные склады). Следовательно, в сентябре показатели промышленного производства должны улучшиться. Однако, принимая во внимание дефицит кредитных средств, о котором мы говорили выше, мы не ожидаем возвращения темпов промышленного роста до докризисного уровня.

Радужная корреляция

Просыпаясь по утрам, Ваш покорный слуга начинает играть в маленькую игру: мы включаем наш терминал Блумберг, проверяем один-единственный индикатор (как правило, австралийский доллар или значение индекса S&P), а потом пытаемся угадать значение остальных параметров. Поразительно, но либо у нас внезапно появился дар провидения, либо рынки демонстрируют почти комическую корреляцию.

Российские рынки акций опять превратились в инвестиционную возможность, для которой характерно высокое значение коэффициента бета. Благодаря тому, что участники мирового рынка решили (правильно или нет – другой вопрос), что всё самое плохое позади и что пришло время заняться тем, что один автор назвал «*реконструкцией мировых финансовых пирамид*», индекс РТС извлёк едва ли не самую большую пользу от процесса восстановления уровня терпимости к риску.

Сейчас, похоже, принято считать, что индекс РТС – не что иное, как нефтяной дериватив. Однако позвольте нам без всякой ложной любезности напомнить, что каких-то несколько сот лет назад люди верили, что Земля плоская. На самом деле когда аналитик ФК «ОТКРЫТИЕ» Павел Зайцев по нашей просьбе проследил за

взаимосвязью, существующей между индексом РТС и различными другими финансовыми индикаторами, наши подозрения подтвердились: цены на нефть сорта Brent вовсе не были самым точным способом прогноза значения индекса РТС; намного более тесная взаимосвязь прослеживалась между РТС и валютами EUR/JPY, AUD, NZD.

	PTC	SP500	BRENT	РУБ	Золото	AUD	NZD	URYEN
PTC	1							
SP500	0.846	1						
BRENT	0.885	0.919	1					
РУБ	-0.420	-0.679	-0.603	1				
Золото	0.172	-0.176	-0.036	0.658	1			
AUD	0.897	0.702	0.744	-0.190	0.420	1		
NZD	0.890	0.817	0.848	-0.457	0.182	0.936	1	
EURYEN	0.903	0.833	0.911	-0.487	0.099	0.775	0.825	1

Мы воздержимся от рассуждений о различии между понятием корреляции и причинно-следственными связями. На самом деле эта таблица свидетельствует о том, что динамика мировых рынков сейчас зависит от одного-единственного фактора, назовите его, как угодно – уровень терпимости к риску, оптимизм-пессимизм, жадность-страх или как-то иначе – сути дела это не поменяет. Российские акции представляют собой идеальный инструмент для «игры» на этом факторе, и мы хотели бы отметить, что фьючерсы на индекс РТС являются сейчас одним из десяти самых ликвидных финансовых инструментов на европейских фондовых биржах.

Всё это не очень-то по вкусу российским стратегам, которые более привыкли прослеживать внутренние катализаторы, определяющие динамику российского рынка. Увы, но сейчас наступил такой исторический момент, когда мы должны либо мыслить глобально, либо поставить правильность наших суждений под угрозу. Для того чтобы на фондовом рынке России продолжался рост, единственное, что требуется сейчас от российских статданных, – это продолжать свидетельствовать о постепенном восстановлении реальной экономики после прошлогоднего спада, а это восстановление безусловно имеет место быть. Рынкам больше ничего не надо; обо всём остальном позаботится растущая мировая ликвидность.

Между тем, в отношении акций мы бы продолжали придерживаться крайне осторожной стратегии, с одной стороны, покупая «голубые фишки» (в частности, нефтяные бумаги (Лукойл, ТНК), банки (подкошенные чрезмерным пессимизмом, при этом сейчас участники рынка начинают разрабатывать более долгосрочную стратегию, выходящую за границы периода восстановления запасов) и металлургические активы (растущие благодаря китайскому спросу)). С другой стороны, мы бы обратили внимание на сильно упавшие бумаги девелоперов, производителей удобрений и химпрепаратов, однако эти идеи уместны только для тех инвесторов, которые не испытывают дефицита средств и не обеспокоены ежедневной необходимостью сверять свои позиции с рыночной оценкой стоимости вложений, поскольку в случае возобновления рыночных беспокойств попытка преждевременно выйти из этих бумаг может обойтись весьма дорого. В целом, мы бы продолжали отдавать предпочтение в первую очередь акциям сырьевых компаний, а не бумагам внутренних растущих игроков.

О рублях и банках

Несмотря на весь тот аналитический и хорошо аргументированный вздор, который публикуют отдельные русские инвесткомпания (дальнейшая девальвация валюты пошла бы их владельцам на пользу), мы продолжаем считать, что следует ожидать постепенного укрепления курса рубля, особенно в том случае, если нефтяные цены будут продолжать оказывать поддержку. С инвестиционной точки зрения совершенно неуместно размышлять, является ли повышение курса рубля благоприятными или нет: если цена на нефть будет оставаться в пределах 75 долларов за баррель, то такое повышение просто-напросто неизбежно.

Даже если бы искусственная девальвация была возможна, мы вовсе неуверенны, что это был бы лучший вариант. Поскольку Россия остаётся бивалютной страной (курсы обмена валют можно увидеть буквально на каждом углу), простой россиянин быстро встревожится, если национальная валюта вновь окажется под ударом, что приведёт к дальнейшей потере доверия к национальной финансовой системе и редолларизации экономики.

Более того, дальнейшая девальвация поставит под вопрос необходимость повышать эффективность и конкурентоспособность российской промышленности.

Что касается банковской системы, то мы вновь подтвердим наше неоднократно высказанное мнение, что, несмотря на всю чепуху, появляющуюся на страницах прессы, нет ни малейшей угрозы её краха, приближающегося или какого-либо иного. Руководители российского Центробанка хорошо помнят опыт 1998 года, и меньше всего на свете они сейчас хотят повторения банковского кризиса. Их первая реакция на сбой октября 2008 года была своевременной, профессиональной и весьма удачной. При этом в отличие от многих других стран, развивающихся или уже развитых, российская банковская система относительно мала, а резервы Центробанка достаточно велики для того, чтобы в пожарном случае спасти из беды все крупнейшие российские банки.

Увы, но у этого жизнеутверждающего заявления есть и обратная сторона: вообще кризис должен был избавить систему от многочисленных мелких игроков, оптимизировав сектор, спровоцировав череду слияний и поглощений, а также способствовал внедрению более суровых регулятивных мер. Ничего подобного! В России до сих пор имеется около 1 027 банков. В США в этом году были отозваны лицензии у почти что ста банков – в России едва ли у дюжины. Темп проведения реформ в финансовом секторе остаётся черепашьим.

Бумаги с фиксированной доходностью – Замешательство от изобилия

Хотя мы недавно предупреждали, что рекордное ралли в сегменте российских корпоративных облигаций подходит к концу, некоторые возможности ещё, судя по всему, не исчерпаны до конца. Большинство облигационных выпусков российских банков сейчас торгуется с доходностью около 9-10%; доходность субсуверенных бумаг чуть ниже 8%, а облигации сталелитейных предприятий торгуются около номинала (тем инвесторам, которые ожидают возобновление мировой паники, следует закрывать позиции по Северстали и

Евразу, однако продолжать держать Мечел и Распадскую). В целом, весь рынок сейчас занят массовым бегством в количество.

Как мы отмечали месяц назад, это чистой воды абсурд, что деноминированные в долларах облигации «Газпрома» торгуются со спредом в 350 б.п. к казначейским облигациям США: этим двум бумагам присущ практически одинаковый фундаментальный риск. Другими словами, ни одному из этих двух эмитентов более-менее реальный дефолт не угрожает. Единственный настоящий риск, который сейчас над ними навис, – это риск валютный, причём он в одинаковой степени серьёзен как для облигаций «Газпрома», так и для облигаций американского Казначейства.

Что касается наших рекомендаций по некоторым финансовым рынкам СНГ, то облигации выживших казахских банков, по поводу которых мы, начиная с апреля, высказывали осторожный оптимизм, наконец рванули вверх, и за последний месяц цены на некоторые выпуски выросли на добрые 20 пунктов. Да, нам следовало быть чуть смелее с рекомендацией «Покупать»!

Наши мрачные прогнозы по поводу Украины поначалу полностью оправдались: внезапная и мощная волна продаж привела к тому, что стоимость некоторых выпусков за один день снизилась на 7 пунктов, хотя в течение следующих дней эти потери были слегка отыграны. Отважные инвесторы могут попробовать поторговать этими бумагами ещё раз. Мы считаем, что цены будут продолжать снижаться.

Что же касается России, ну что ещё тут можно прибавить? Сейчас цены достигли своих более-менее справедливых уровней. Некоторые выпуски немного недооценены (Альфа 17, Банк Москвы 17, Промсвязьбанк), а другие чуть-чуть переоценены (Северсталь, Евраз). Основными движущими факторами в этом сегменте рынка являются относительная прибыльность российских бондов по сравнению с аналогами и притоки ликвидности, особенно по мере возвращения на рынок институциональных денег. Это была превосходная инвестиционная возможность, и те инвесторы, которые опасаются появления медведя из берлоги (что, однако, не является нашим основным сценарием

развития событий), могут решить, что относительно безопасная доходность в районе 10% вполне привлекательна.

Украина – Все завтрашние катастрофы

Однажды один наш хороший приятель, отличный трейдер российского рынка акций и любитель приключений, остроумно заметил, что «*Украина – это шутка, которая становится смешнее всякий раз, когда ты её повторяешь*». Как раз в тот момент, когда мы решили, что нас уже ничего не может удивить, украинский президент Ющенко предпринял шаг, который должен войти в анналы истории развивающихся рынков: он атаковал МВФ за то, что тот предоставил средства для спасения его же собственной страны.⁵

Похоже, у него осталось единственное желание в этой жизни – нанести поражение своему двойнику-«плохишу» Юлии Тимошенко, и даже мировой финансовый кризис – не слишком большая цена за эту месть.

Украинский рынок облигаций – это не что иное, как торговое детище МВФ, и, пережив подобное в России в 1998 году, мы сейчас предпочтём отойти в сторону. И хотя поначалу наша осторожность довольно дорого нам обошлась (украинский рынок пошёл вверх сумасшедшими темпами), в течение последних нескольких недель украинские облигации очень болезненно реагировали на законы симметрии и земного притяжения.

Под давлением правительства США, которое очень хотело увидеть во время январских выборов повторение оранжевой революции (если такое вообще возможно за чужой-то счёт), МВФ вкачал в Украину почти \$12 млрд (т.е. сумму, которая практически в три раза превосходит пресловутый российский транш 1998 года), при этом «выхлоп» от этого вкачивания средств был минимальным.

В какой-то момент безнадёжность этой затеи стала очевидна даже для самых идеологически настроенных западных политиков. Рейтинг популярности их любимого кандидата, Виктора Ющенко, неизменно держится ниже 3% – к стати, ещё один мировой рекорд. Хищная «олигархиня» Юлия Тимошенко, второй любимый кандидат Запада, ведёт свою

собственную игру, руководствуясь исключительно бизнес-интересами своей команды: у неё нет какой-либо внятной идеологии, и она бы с удовольствием заключила сделку с Кремлём (или с Вашингтоном, или с самим дьяволом, если бы тот захотел). Парадокс заключается в том, что самую большую выгоду из всей этой ситуации извлечёт не кто иной, как Янукович, проигравший выборы, которые привели к власти лидеров оранжевой революции. После сокрушительных политических неудач победителей революции популярность Януковича существенно возросла.

По крайней мере восточная часть Украины не может существовать в противостоянии с Россией. После того как на протяжении как минимум 70 лет восточная Украина и Россия являлись составными частями одной страны, их промышленные инфраструктуры тесно переплетены. Действительно, если этнические прибалтийцы и грузины могут испытывать к русским настоящую национальную враждебность, то украинский национализм – это сравнительно недавно возникшее явление, изобретённое исключительно из политических соображений. Примерно половина украинских граждан считает себя русскими, и они не могут не испытывать личного оскорбления, когда Ющенко нападает на своего восточного соседа.

Как мы постоянно отмечаем, самое большое поражение в этой геополитической игре потерпел украинский народ, на интересы которого Западу, по большому счёту, глубоко наплевать. Искусственный разрыв с Россией обернулся катастрофой как с экономической, так и с социальной точки зрения. И если до недавнего времени у Украины практически не было госдолга, помощь МВФ привела к накоплению огромного долгового бремени, которое нельзя реструктуризировать и по которому нельзя объявить дефолт. Следующее правительство Украины окажется в долгах, как в шелках, при этом ничего взамен оно не получит. Мы воздержимся от умозаключения, будто это было сделано преднамеренно, с тем чтобы правительство, которое придёт на смену оранжевым политикам, оказалось на коротком поводке (хотя некоторые наши читатели могут такое умозаключение сделать...).

⁵ Газета FT за 19 сентября, страница 6. Нет, мы ничего не выдумываем...

Как бы то ни было, экономическая ситуация в стране близка к катастрофе. Были отброшены все попытки сделать вид, что идёт осуществление каких-то реформ; рынок акций умер; олигархи «сливают» все активы, какие только возможно; промышленное производство находится в состоянии свободного падения. Учитывая то, что Россия больше не желает оказывать финансовую и экономическую поддержку правительству, которое продолжает стремиться вступить в НАТО, единственным способом оплаты за газ остаются иностранные кредиты. ВВП обвалился на 18%, коммунальные службы и общественный транспорт прекратили свою работу в небольших украинских городках, и, наподобие России в послекризисный период, большая часть страны переходит к натуральному хозяйству.

Мы полагаем, что с инвестиционной точки зрения параллели между послекризисной Россией и нынешней Украиной могут на этом не закончиться. В 1998 году рыночная стоимость украинских активов упала до нуля, однако они были выброшены не на помойку истории, а в дальний ящик стола. Несколько лет спустя изумлённые инвесторы обнаружили, что цена многих активов оказалась значительно выше той, за которую их когда-то приобретали.

Вообще под руководством прагматичного и идеологически беспристрастного правительства Украина может стать очень богатой страной. Она жизненно необходима России и очень важна для Европы. У Западной Украины огромный сельскохозяйственный потенциал, в то время как рост промышленной восточной части страны может быстро возобновиться в случае её реинтеграции в российскую промышленную инфраструктуру. Мы считаем, что есть вероятность дефолта по долговым обязательствам, а потому будем выжидать момент, когда станет возможным начать покупать обесценившиеся, но при этом лакомые активы.

Казахстан – Собаки лают/Караван идёт

В наших недавних обзорах мы выставляли острожную рекомендацию «Покупать» по еврооблигациям банковского сектора Казахстана – долговым обязательствам принадлежащего иностранцам АТФ Банка и ВССР для терпимых к риску инвесторов, облигациям Казкоммерцбанка – для отважных

инвестиционных ковбоев. Мы всегда боимся, как бы наши рекомендации не обернулись сокрушительным фиаско, а потому иногда слишком сильно осторожничаем: за последние несколько недель весь сектор казахских бондов продемонстрировал впечатляющий рост.

После дефолтов по выпускам «Альянс-Банка» и БТА, по которым инвесторы могли рассчитывать на восстановление в районе 20-23, казахские облигации естественно торговались на очень низких уровнях. Наше предположение заключалось в том, что по мере общей макроэкономической стабилизации и роста экспортных цен на сырьё казахское правительство начнёт жизнь с нового листа и сохранит Казкоммерцбанк, Халык-Банк и Банк Развития Казахстана как организации, способные работать на международных рынках, но при этом ограничит деятельность разворованного БТА Банка внутренним рынком банковских депозитов. Это предположение было основано на нашей оценке казахской экономики и политической логики, что, безусловно, само по себе является весьма рискованным.

Потенциальные ошибки в оценке справедливой стоимости могли быть допущены в отношении банков, находящихся в собственности иностранцев: Банка АТФ, принадлежащего Unicredito, и Банка ЦентрКредит, контролируемого крупнейшим южнокорейским банком Kookmin. Как правило, банк-хозяин старается установить контроль над новым приобретением, главным образом из-за острой необходимости выйти за пределы родного, перенасыщенного банками рынка. Вскоре оба иностранных хозяина обнаружили, что в их собственности находятся банки, которые создавались с единственной целью – «впаривать» ценные бумаги простодушным иностранцам, в результате чего эти банки были до самых ушей нафаршированы токсичными активами. Несмотря ни на что к началу этого года стало ясно, что «счастливые» обладатели этих банков решили помочь своим непутёвым «детям» выжить, и в обоих случаях была проведена масштабная рекапитализация (хотя Kookmin допустил 40%-ную девальвацию своих вложений, а остальные 10% взял на себя ЕБРР).



Казкоммерцбанк 2016



Казкоммерцбанк 2017; выпуск, деноминированный в евро



Казкоммерцбанк 2049



АТФ Банк 2014 (Unicredito спешит на помощь!)

Мы затрудняемся точно сказать, что именно послужило тем фактором, который внезапно заставил весь сектор сдвинуться с мёртвого места, хотя выкупы облигаций соответствующими лицами стоят первым пунктом в списке наших предположений. Ещё одним катализатором могло стать заявление, что Казкоммерцбанк выкупил с рынка значительную долю своего выпуска с датой погашения в 2009 году, а потому может выплатить по долгам без каких-либо затруднений. Наконец, благоприятный эффект возымело общее возвращение на развивающиеся рынки бумаг с фиксированной доходностью потоков ликвидности, которые способствовали росту цен как на плохие, так и на хорошие облигационные выпуски. Итак, в любом случае эта торговая идея исчерпывает свой потенциал быстрее, чем мы ожидали: спреды сужаются и те дни, когда было можно получить прибыли, сопоставимые с прибылями рынка акций, уже сочтены.

Субординированные облигации европейских банков – Вечно Ваш!

Разговаривая с представителями некоторых наших самых любимых хеджфондов, мы с удивлением обнаружили, что поразительно большое их число вкладывает свои свободные деньги в европейские субординированные облигации (бессрочные, отзывные, как с фиксированной, так и с плавающей ставкой доходности). Пожалуй, сейчас, когда Россия и Казахстан достигли своих справедливых уровней, это последняя не требующая особого интеллекта инвестиционная идея. В число фаворитов входят бумаги Deutsche Bank, Commerzbank и Barclays (для консервативных инвесторов) и Raiffeisen Zentralbank (RZB), The Royal Bank of Scotland (RBS) (для авантюристов). Признаться, эти бумаги несколько выходят за пределы нашей компетенции, так что мы просто предположим, что ко дню исполнения их «колл» опционов либо эмитенты помрут (что представляется маловероятным), либо эти эмитенты будут вынуждены всё-таки выкупить свои выпуски, поскольку ни один европейский банк не может нормально функционировать, переплачивая 250 б.п. относительно ставки Libor.

Мировые рынки и переполох

На наш взгляд, сейчас наблюдается практически беспрецедентное единодушие между самыми проницательными инвесторами: все знают, что нам предстоит пережить в ближайшем будущем, – второй этап спада, который начнётся после того, как правительства стран большой «семёрки» запаникуют от вида своих ширящихся бюджетных дефицитов⁶ и начнут выводить из национальных экономик стимулы, стараясь добиться хотя бы первичного бюджетного профицита. В этот момент задача предотвратить новый катаклизм ляжет на плечи центральных банков, и им придётся рассчитывать исключительно на меры, связанные с ликвидностью. Единодушие заканчивается в тот момент, когда начинаются рассуждения о том, будут ли действия центробанков успешными или нет: как бы то ни было, эффективность такой «одноногой» политики будет сильнейшим образом нивелирована продолжающимся кредитным кризисом.

Естественно, главный вопрос заключается в том, когда именно это произойдёт. Наш опыт наблюдения за фондовыми пузырями указывает на то, что они, как правило, надуваются дольше, чем можно ожидать, а взрываются в тот самый момент, когда этого никто не ожидает. А кому ещё монеток, собранных из-под парового катка? Мы всё ещё пока остаёмся на этом рынке покупателей...

Радужная ликвидность

Заметить надувание фондового пузыря сравнительно просто – дьявольски трудно предсказать момент его взрыва. В 2003 году Ваш покорный слуга проиграл пари нашему другу Эл Бричу: мы прогнозировали неминуемый крах безнадёжно перегруженной долгами финансовой системы США, череду банкротств, в том числе крупнейших банков, дефолты по структурным финансовым продуктам и гибель их эмитентов, возможный кризис доллара и ощутимые социальные потрясения. Прошло шесть месяцев, и нам пришлось

⁶ Господин Стиглиц (Stiglitz), человек выдающегося ума и широкой души, всё-таки лукавит, когда говорит, что американское правительство сможет найти выход из разросшегося дефицита! Статус политика обязывает....

заплатить проигранную сумму, при этом мы испытывали искреннее изумление от наивно-оптимистического консенсуса, который, судя по всем признакам, подтвердился. Крупные инвестбанки наслаждались последними победами, в то время как нас, находящихся на периферии аналитической мысли, заклеили как непатриотичных «медведей».

На самом деле, алхимикам с Уолл Стрит удалось надуть ещё один, последний пузырь – пузырь американской недвижимости и финансовых деривативов, – благодаря чему всеобщее веселье могло продолжаться ещё какое-то время. Когда наконец через четыре года буря всё-таки грянула, масштаб ущерба, который нанёс миру американский финансовый кризис, превзошёл все ожидания, наши в том числе. Итак, вот наше последнее предсказание: медведь никуда не ушёл! Вон он, мелькает в лесу среди деревьев, наблюдая за нашими радостными возлияниями ликвидности голодными и злобными глазами.

Когда Джорджу Бушу задавали какой-нибудь вопрос, его неизменным ответом было «11 сентября». Сейчас практически на любой вопрос, который нам задают, мы отвечаем: «Китай».

Главным обоснованием нашему «бычьему» прогнозу по России, который мы выставили в январе текущего года, была предполагаемая стабильность китайского экономического роста, который должен был сохраниться несмотря на исчезновение со сцены американского потребителя. Фактором, сопутствующим этот рост, должно было стать повышение цен на сырьё (а также фактор, который мы упустили из виду: предоставление Китаем дешёвых кредитов мировым производителям сырья, включая Россию).

Если бы мы ошиблись в отношении Китая, то и все наши остальные прогнозы оказались бы неверны. Оценить то, насколько нынешний отскок мирового рынка произошёл благодаря мировому вкачиванию ликвидности и насколько – за счёт китайского катализатора, выходит за пределы наших аналитических способностей. В любом случае, мы подтверждаем наше мнение, согласно которому темпы роста китайской экономики останутся высокими, стабильными, и

именно китайский экономический рост будет фундаментальным драйвером мировой экономики.

На момент публикации настоящего обзора на китайских рынках акций наблюдается снижение, которое главным образом объясняется ожиданиями того, что правительство, удовлетворённое быстрым восстановлением темпов экономического роста, вскоре начнёт выводить из системы применённые стимулы, следуя чудесной кейнсианской логике контрциклов. Однако инвесторам не следует путать китайский фондовый рынок с фундаментальной китайской экономикой: как правило, корреляция между ними очень слаба. Китайцы сравнительно легко переносят периоды временной турбулентности, а рынок, который в течение одного-единственного дня может упасть/подняться на 7%, может послужить отличной заменой казино. Таким образом, мы продолжаем верить, что инвесторы, которые хотят «сыграть» на тему китайского роста, должны либо занять долгосрочную стратегию на рынке акций типа А, либо вкладывать деньги в компании и страны, которые производят то, что необходимо Китаю, и держаться подальше от тех, которые с Китаем конкурируют.

И хотя Россия подпадает под обе эти категории, она всё же на 90% китайский поставщик и только частично – конкурент. Больше нет необходимости доказывать то, что Китай оказывает огромное влияние на динамику мировых цен на сырьё в целом (а не только на промышленные металлы). И хотя восточный сдвиг в структуре российского экспорта протекает несколько медленнее и осторожнее, чем мы ожидали, фундаментальная тенденция не вызывает никаких сомнений: сейчас полным ходом идёт строительство восточного экспортного нефтепровода; за ним вскоре последует газопровод; в самый острый момент кризиса китайцы предоставили крупные кредиты Транснефти и Роснефти в обмен на гарантированные поставки; дипломатические интересы двух стран лагеря БРИК пересекаются, причём на заседаниях ООН Китай удобно прячется за спиной более напористо настроенной России (хотя в течение ближайших нескольких десятилетий усиление китайского напора должно стать главной темой мировой дипломатии).

К нашей радости, Россия безусловно входит в сферу интересов китайской прагматической дипломатии. В последние годы инвестирование осуществлялось исподволь,

но очень щедро, при этом в центре внимания был сырьевой сектор и отношения выстраивались на правительственном уровне.

Более того, развивающиеся страны всё активнее строят двусторонние финансовые отношения, в обход западной финансовой системы. Было бы глупо ожидать чего-то другого: Китай, резервы которого составляют \$2 триллиона, а ежемесячные притоки капитала превышают всю рыночную капитализацию банка Goldman Sachs, делает всё возможное, чтобы его деловые отношения находились под контролем китайских государственных банков, и в случае необходимости Китай может прикупить в той или иной стране несколько банковских организаций. Недавно Китай установил косвенный контроль над одним крупным российским брокером с помощью постепенного увеличения доли в акционерном капитале и кредитных линий, предоставляемых южно-африканскому банку, специализирующемуся на развивающихся рынках.

Что касается России, ей в этом направлении предстоит сделать ещё очень многое: несмотря на значительные ЗВР и быстрое развитие государственных инвестиционных банков, в частности ВТБ, Россия продолжает оставаться в сильной зависимости от мировой банковской системы. К счастью, международные банки вновь заинтересовались российскими активами: Barclays был последним, кто сделал значительное вложение. Несмотря на некоторые проблемы, западные банки кредитуют российский корпоративный сектор более охотно и успешно, чем игроков своих собственных рынков.

Несмотря на то, что западным банкам всё-таки придётся реструктурировать некоторые синдицированные кредиты, выданные в «тучные» годы, а также несмотря на конспирацию господина Дерипаски, мы считаем, что особых конфликтов возникнуть не должно. Как в случае с попыткой увода активов РБК, команда Медведева отдаёт себе отчёт в том, как важно сохранять возможность выхода на мировые рынки капитала, так что можно надеяться, что интересы иностранных кредиторов будет кому защитить. Увы, пока в России не появится цивилизованное законодательство о банкротстве, местным кредиторам не останется ничего иного, как тщетно пытаться восстановить справедливость в местных судах.

Торговые идеи: Нефть, доллар и всякая всячина

С аналитическим прогнозированием не всё обстоит гладко: Ваш покорный слуга делает прогноз, опираясь на своё истолкование мировых фундаментальных факторах, и – вуаля! – цена на анализируемый актив демонстрирует такую динамику, которую мы предсказывали, тем самым подтверждая правильность нашего анализа. И вот тут может возникнуть ложное ощущение уверенности. Хотя наши прогнозы могут подтвердиться в долгосрочной перспективе (и тут мы глубоко убеждены, что наши прогнозы относительно доллара и нефти в конце концов действительно подтвердятся), следует помнить, что люди и рынки живут краткосрочными перспективами, а краткосрочная динамика может зависеть от факторов, не имеющих ничего общего с нашими стратегическими оценками. Корреляция вовсе не проистекает из причинно-следственных связей... и к тому же не забывайте о циклических факторах!

Несмотря на то, что мы являемся убеждёнными долларовыми «медведями», мы рекомендовали фиксировать прибыль в начале мировой волны продаж, так как считали, что, хотя мы не до конца понимаем краткосрочные факторы, благодаря которым доллар укрепляется (как выяснилось, основная причина крылась в долларových закупках европейскими банками, которые были вынуждены таким образом компенсировать свои убытки на американском рынке – вот вам и своп-линии от ФРС), нет никакого смысла идти против течения.

В середине января, когда штукатурка перестала сыпаться на голову, мы вновь открыли короткие позиции по доллару относительно новозеландского, австралийского долларов, норвежской кроны и евро, исходя из предположения, что фундаментальные факторы – финансовые проблемы США (торговый дефицит плюс покупка иностранных активов американскими инвесторами) и циклическая валютная диверсификация/отход от доллара – вновь возьмут верх.

До сегодняшнего дня результаты этой торговой стратегии были весьма прибыльными, и, хотя наши давние

предостережения о неизбежном кризисе доллара могут показаться несколько преувеличенными, мы считаем, что в конце концов валютная ребалансировка будет протекать плавно, под жестким контролем. Мы ещё раз повторим наш неизменный тезис: *то, что лишено опоры, рано или поздно обвалится*; мы убеждены, что опирающаяся на доллар мировая финансовая система более не является устойчивой. Мы не будем делать вид, будто бы знаем, что именно придёт ей на смену, но если экономическая история вообще о чем-то свидетельствует, так это о том, что на месте старых финансовых структур, которые утрачивают жизнеспособность, неизменно возникают новые. И нам остаётся только строить догадки, что придёт на смену доллара – диверсификация в сторону многовалютного денежного режима, формирование региональных валютных блоков, внедрение валютного гибрида, как, например, special drawing rights (SDR) или какой-то другой вариант.

Евро – Сообщения о смерти сильно преувеличены

Несколько месяцев назад, когда страницы англосаксонской прессы изобиловали мрачными прогнозами о приближающемся крахе евро, а спреды между немецкими облигациями и бумагами периферийных стран Еврозоны стремительно расширялись, мы уверяли, что вся эта паника – полная чушь: даже в том маловероятном случае, если пару периферийных стран (например, Ирландию, Испанию, Грецию) заставят отказаться от евро, единая валюта от этого только выиграет, а не проиграет. С тех пор курс евро относительно доллара укрепился примерно на 20%, при этом спреды между доходностью немецких бондов и облигаций Польши, Ирландии, Италии, Греции и Испании уменьшились почти наполовину от прежних значений.

Несмотря на то, что некоторые европейские банки, по нашим прогнозам, продолжат испытывать проблемы, а дефициты госбюджетов почти всех стран будут продолжать вызывать тревогу, мы не очень обеспокоены макроэкономической стабильностью Евросоюза, принимая во внимание тот факт, что фискальная и денежно-кредитная политика Европы была

очень скучной и респектабельной по сравнению с политикой США/Великобританией. Самые сильные банковские перегибы имели место в периферийных европейских странах, в частности в Ирландии и Испании. Конечно, далеко не все проблемы европейского финансового сектора решены. Однако мы считаем, что неразумно формировать длинные позиции по доллару США/евро, исходя исключительно из опасений европейского банковского кризиса, который будто бы будет спровоцирован американскими проблемами (по последним оценкам, к концу нынешнего цикла в США обанкротится более тысячи банков, что приведёт к многомиллиардным ущербам Федеральной корпорации по страхованию депозитов (FDIC)).

Как всегда, валютные рынки правильнее всего было бы охарактеризовать как конкурс красоты в городе, населённом крайне непривлекательными барышнями. Так что мы бы придерживались стратегии валютной диверсификации, формируя короткие позиции по доллару относительно норвежской и шведской крон, австралийского и новозеландского долларов, а также, пожалуй, некоторых азиатских валют. Те инвесторы, которые верят, что у нынешнего цикла будет ещё несколько повышательных этапов, могут попробовать выставить длинные позиции по рублю, бразильскому реалу и индонезийской рупии.

Сырьё – Апокалипсис откладывается

В какой-то момент нынешняя самоуверенность по поводу сырьевых цен, скорее всего, уступит место новой волне паники, что произойдёт в тот момент, когда цены вновь выйдут из-под контроля. Те факторы, которые в 2007 году привели к взрывному росту цен на нефть и сельскохозяйственные товары, никуда не исчезли, и хотя в последнем взлёте цен был элемент финансовой спекуляции, фундаментальные катализаторы были отнюдь нефинансового характера. Этот взлёт был обусловлен преимущественно классическими факторами спроса/предложения, которые обречены повторяться с потенциально сокрушительными последствиями для мирового экономического роста.

Ваш покорный слуга остаётся убеждённым нефтяным «быком». Мы считаем, что нефтяные аналитики являются отличным примером, демонстрирующим теорию рефлексивности Джорджа Сороса: они сами по себе являются «фундаментальным», нередко ускользающим от внимания фактором роста нефтяных цен!

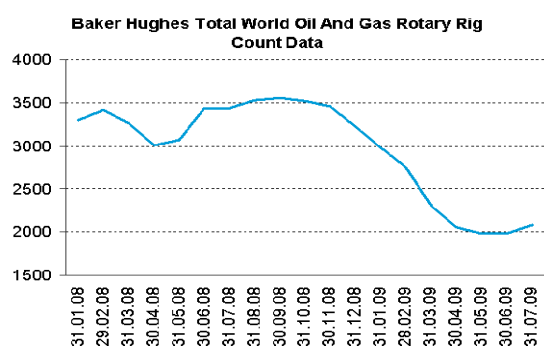
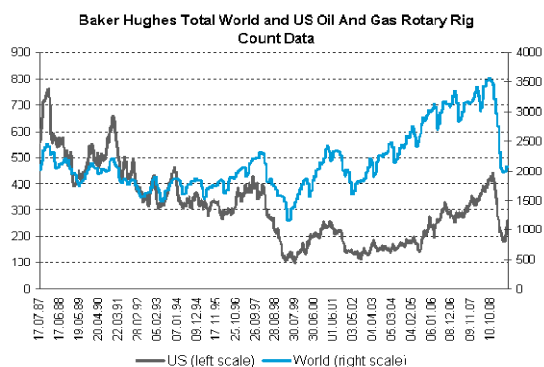
Вряд ли нам нужно напоминать нашим читателям о том, что на протяжении как минимум последних десяти лет (за исключением короткого периода, когда аналитики чуть ли не впервые в своих прогнозах обогнали реальную динамику цен – прямо перед тем, как они резко скорректировались!) почти все аналитики мирового рынка нефти прогнозировали неизбежную коррекцию/крах нефтяных цен, которые тем временем продолжали упорно расти.

Сейчас прогнозы аналитиков на финансовых рынках, так же как и рейтинги агентств, воспринимаются с большой долей сарказма, однако к ним продолжают прислушиваться там, где они имеют самое большое значение, – в кулуарах советов директоров нефтяных компаний. Представьте себе члена совета директоров, которого просят решить, стоит ли реализовывать крупный проект, который окупится только в том случае, если цена на нефть составит \$80 за баррель. Даже если он считает, что игра стоит свеч, но аналитик его собственной компании прогнозирует цену на уровне \$30 долларов за баррель, то этот член совета директоров окажется перед лицом асимметричного риска, подобного тому, который испытывает ограниченный показателями индекса фондовый менеджер, вынужденный гоняться по рынку за нелюбимыми и недооценёнными активами развивающихся стран: если его предположения оправдаются, то ему повезёт и то, что он взял на себя слишком большие риски, окупится с лихвой; однако если он ошибётся, при этом поступив вопреки советам **своих собственных коллег-аналитиков**, то его карьера может закончиться внезапно и преждевременно.

Мы хотим отметить, что хотя у Саудовской Аравии имеются резервные нефтедобывающие мощности, её руководство не испытывает ни малейшего желания наводнить рынок нефтью, как было сделано в 1997 году (чтобы наказать Венесуэлу за превышение квоты). Они

сейчас этого не сделают даже для того, чтобы наказать за отсутствие дисциплины добывающие страны, не являющимися членами ОПЕК, в особенности Россию.

Более важным представляется тот факт, что сейчас наблюдается естественный спад мирового нефтедобывающего комплекса (примерно 8% в год), т.е. просто для того чтобы сохранять нынешние объемы добычи, необходимо увеличивать производство нефти на 7 млн баррелей в сутки. И хотя какая-то часть этого увеличения может быть обеспечена за счёт эксплуатации существующих месторождений, всё равно для поддержания стабильных объемов добычи каждый год потребуются запускать новые добывающие мощности и разрабатывать новые месторождения. Как мы отмечали ранее, целый ряд факторов (дефицит кредитных средств и пессимистический прогноз цен на нефть) привёл к тому, что геологоразведочная деятельность пережила серьезный спад: в начале этого года общее число нефтяных скважин в мире сократилось на беспрецедентные 42%. Нефтедобывающие суда до сих пор можно зафрахтовать за копейки, в то время как проекты, направленные на разработку альтернативных источников энергии (например, ветряные мельницы и энергия приливов/отливов в Испании), страдают от недостатка финансирования.



Если бы Ваш покорный слуга отличался спекулятивным складом, то мы бы выставили рекомендацию «Покупать» по двенадцатимесячным нефтяным опционам типа «одно касание» (one-touch) на уровне \$95, а если взять ещё выше, то мы бы прогнозировали повторение мирового рекорда нефтяных цен на отметке \$147 в течение следующих 36 месяцев. И хотя темп геологоразведочных работ в последнее время несколько ускорился, основная часть этих месторождений находится в географически трудно доступных регионах (как правило, оффшорные месторождения), разрабатывать и эксплуатировать которые будет очень дорого. Несмотря на триумфальные заявления, появившиеся в прессе, проекты продолжают испытывать дефицит средств, и большинство будет запущено в лучшем случае лет через десять.

Что касается нефти, темпы роста спроса, которым движет азиатский экономический рост, вновь превышают темпы увеличения предложения сырья, которого в принципе «больше не производят». Геофизики и геологи продолжают обнаруживать новые месторождения, однако они расположены в труднодоступных местах и не обеспечивают достаточного количества нефти для того, чтобы по крайней мере компенсировать истощение старых месторождений. Несмотря на постепенную нормализацию ситуации на мировых кредитных рынках, сегмент разработки и геологоразведки, а главное эксплуатационного бурения продолжает оставаться в загоне в современном, испытывающем нехватку денег мире.

С российской точки зрения вероятность будущего повышения цен на главный экспортный товар – это превосходная возможность, хотя цена выше \$100 за баррель представляется опасной, поскольку она заслонит необходимость проводить болезненное и всестороннее реформирование национальной экономики.

Назад, в будущее

Мы уже как-то рассуждали о том, насколько нынешний мировой бардак мог быть следствием повышения цен на нефть, которые за последние десять лет выросли с <\$10 до \$147, превысив один из другим все целевые прогнозы, достигнув уровня, на котором, как ожидалось, растущие цены на нефть вызовут мировую депрессию:

\$60, \$70, \$100. Следовательно, повышение цен на «чёрное золото» имело куда менее тяжёлые последствия, чем прогнозировалось, по крайней мере, до тех пор, пока у этой телеги не отвалилось колесо.

И хотя основная причина финансового кризиса, безусловно, скрывалась на кредитных рынках, не исключено, что цены на нефть оказали на динамику мировой экономики куда большее влияние, чем принято считать.

Сейчас, с ретроспективной точки зрения кажется, что эмиссия большого объема кредитных средств подстегнула темпы роста сырьевых цен и на какое-то время замаскировала экономические последствия этого роста. Однако единственное, что избыток кредитных средств действительно сумел сделать, – это на какое-то время отсрочить момент истины.

Промышленные металлы – Как мы ими торгуем?

Наш второй оптимистический прогноз касается сырьевого комплекса в целом, т.е. не только нефти, но и промышленных металлов. Мы продолжаем отдавать предпочтение нефти, меди, никелю, серебру и металлам платиновой группы, но не золоту. Парадокс сегодняшнего дня – это сельскохозяйственные товары, которые, за исключением сахара, остаются изгоями из общего тренда: цены на них низки и продолжают снижаться. Это расхождение в ценовой динамике противоречит широко распространённому мнению, согласно которому рост сырьевых цен является следствием простого желания инвесторов избавиться от долларов и диверсифицировать вложения в реальные активы.

Сельскохозяйственное сырьё - Накорми себя сам

Что касается сельскохозяйственных товаров, то, как мы только что заметили, тот факт, что они торгуются на уровнях,

значительно ниже всего остального сырьевого сектора, свидетельствует о том, что ралли в остальном сырьё не является итогом исключительно финансовых спекуляций. На примере сельскохозяйственного сырья становится ещё более очевидно, что рано или поздно кривые спроса и предложения пересекутся, возможно, с катастрофическими последствиями. Мировое производство пищевых продуктов наталкивается на серьёзные препятствия в виде перемены климата, растущей урбанизации и недостатка воды, при этом темп увеличения численности населения мира продолжает выходить из-под контроля, а стабильный рост азиатских экономик приводит к стремительному росту количества потребляемых на душу населения калорий. Спрос на богатые протеинами животные продукты подскочил вверх, причём издержки на производство протеиновой продукции от пяти до двадцати раз превышают издержки производства вегетарианских продуктов

Ваш покорный слуга ни профессионально, ни психологически не подготовлен к торгам на рынке фьючерсов, однако мы бы рекомендовали инвесторам открывать позиции по компаниям тех секторов экономики, которые связаны с сырьевым циклом, при этом не только нефть/газ, но также производители удобрений, сельскохозяйственного оборудования и те производители продуктов питания, которые находятся под грамотным контролем и профессиональным управлением.

Наконец, как альтернатива нашей излюбленной рекомендации *по оружию, консервам и земле в Новой Зеландии*, российские дачные участки сейчас продаются с огромным дисконтом, и к тому же сезон домашних заготовок сейчас в самом разгаре.

Хорошего вам сбора урожая!

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 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.

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

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

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

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

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

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

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

Инвестиционная деятельность в целом связана с определенной степенью риска, включая риск потери денег. Инвестиционные решения, изложенные в настоящем аналитическом отчете, могут подходить не всем инвесторам. Инвесторам следует принимать независимые инвестиционные решения, исходя из собственных финансовых целей и финансовых ресурсов, и, в случае возникновения каких-либо сомнений, инвесторам следует обращаться за помощью профессионального инвестиционного консультанта. Преыдущие 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, денонмированные 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.