

# Истина и красота (... и российские финансы)

## Тень дракона

Коварная стихия	1	Слабеющие ставки?	10
Радужная ликвидность	4	Продвигаясь вглубь линии фронта – Да	
О тонком льде, слонах и лифтах	4	здравствует Фидель!	11
Мифы	5	«Бедная Мексика! Так далеко от Бога...»	12
Звук одной хлопающей ладони	6	Рейтинговые агентства: Как рыбе зонтик – Как бы	
Ставки: Страх в горстке пепла	7	мы жили без них?	12
Насколько продолжительным будет этот		Трепещущий евро – Греческая комедия?	13
период?	8	Вечная Россия	15
Торговая стратегия	8	НАТО – Когнитивный диссонанс	17
Доллар на смертном одре? – Какая боль!	8	Примечание I – Новый азиатский век России	18
Бумаги с фиксированной доходностью	9		

### Коварная стихия

*Где-то в Андаманском море*

*Несмотря на то, что наши наиболее уважаемые коллеги и конкуренты уже давно озвучили свои прогнозы на 2010 год, мы полагаем, что они несколько поторопились: по мнению Вашего покорного слуги, чем позже сделаны эти опережающие время заявления, тем выше, в конечном счете, их точность. Каждый год мы немного отодвигаем сроки озвучивания наших прогнозов, и к середине нового десятилетия мы, похоже, будем публиковать наши оценки на следующий год не ранее конца ноября.*

*Словом, мы испытываем здоровый пиетет к понятию непостижимого – границам нашей способности понимать окружающий мир и предсказывать действия человека или какой-*

*либо живой твари, в особенности в нынешних обстоятельствах, когда устойчивость политических систем подвергается проверке неизбежной необходимостью искупать грехи прошлого, предпринимая болезненные шаги, направленные на восстановление хотя бы некоего подобия финансового равновесия.*

Когда мы «виделись» последний раз, Ваш покорный слуга придерживался в целом осторожного взгляда на рынок, склоняясь в пользу длинной (и чрезвычайно для нас необычной) тактической позиции по доллару/евро и сворачивая давние длинные позиции по норвежской кроне, австралийскому и новозеландскому долларам, хотя и сохраняя некоторые позиции по российскому рублю. И хотя мы продолжали (и продолжаем до сих пор) придерживаться бычьего взгляда на российский рынок акций, особенно по сравнению с акциями других стран, в декабре с мировых рынков нас спугнуло ощущение фундаментального неправдоподобия и нестабильности наблюдавшегося бычьего ралли, катализатором которого стало использование стимулирующих средств. В результате мы заняли чрезвычайно осторожную позицию по отношению к рынкам акций. Наконец, хотя мы и отдавали себе отчет в том, что наши любимые бумаги с фиксированной доходностью мало-помалу исчерпывают свой потенциал роста и что процесс сужения спредов постепенно подходит к своим математическим пределам, эти беспокойства были компенсированы нашим сильнейшим убеждением в том, что путь экономик стран большой «семёрки» наверх, из бездны, будет адски трудным и продолжительным. В итоге, мы придерживаемся относительно бычьей позиции в отношении ставок, а также очень позитивно оцениваем фундаментальные экономические показатели развивающихся стран. Поэтому мы сохраняем довольно масштабные позиции на облигационных рынках, время от времени закрывая позиции по тем активам, спреды по которым сузились особенно сильно, и перекладывая деньги в бумаги немногочисленных остающихся.

До последнего времени наши тактические длинные позиции по американскому доллару приносили прибыль (и сейчас мы бы предпочли более нейтральную стратегию распределения средств). Нас несколько потряс масштаб ралли, развернувшегося на рынках облигаций развивающихся стран, и следует признать, что декабрьское-январское ралли на мировых рынках акций также оказалось для нас неожиданностью, которая едва не выставила нас, медведей, дураками: в самом деле, ближе к середине января мы уже почти созрели для того, чтобы капитулировать и увеличить объем открытых позиции на рынках акций. К счастью, хладнокровие возобладало, и мы продолжили вести себя осмотрительно: сейчас, к моменту публикации настоящего обзора (а когда-нибудь, рано или поздно, он всё-таки будет опубликован) из-под поверхности земли опять начали раздаваться далёкие раскаты. Участники рынка блаженно игнорируют вероятность V-образного восстановления экономики Запада (*которое просто-напросто не состоится!*); политические системы находятся под давлением; дефициты госбюджетов вызывают совершенно заслуженные страх и ненависть; и в ходе процесса признания беспрецедентных перемен, происходящих с центром мирового экономического притяжения (процесса, протекающего на фоне более быстрого, чем ожидалось, сужения спредов по облигациям Народного банка Китая), мировые рынки все более внимательно прислушиваются к новостям, приходящим из Пекина, а не из Нью-Йорка. И если в дешифровке рунических писем ФРС мы все немало преуспели, то ни Ваш покорный слуга, ни кто-либо из известных нам людей не имеет богатого опыта в чтении иероглифов китайского Центробанка.

И хотя в 2008-2009 годах Китай оказался настоящим спасителем мировых рынков, следует признать, что движет китайцами вовсе не альтруистическое желание решать чужие проблемы: если в интересах внутренней денежной политики Китая будет опрокинуть мировую телегу, то Китай незамедлительно её опрокинет. До последнего времени китайские экономические стимулы имели чрезвычайно успешное воздействие, однако важно помнить, что китайцы немедленно выведут из системы стимулирующие средства, если/когда посчитают нужным это сделать. Те западные комментаторы, которые сейчас скрежещут зубами и предсказывают надвигающийся крах Китая, в конце концов, окажутся, как обычно, с кровоточащими деснами, пережив крах какой угодно страны мира, но только не Китая.

Тем временем, наши американские друзья, судя по всему, вознамерились реализовать наши самые мрачные прогнозы относительно их политического процесса, который самым мягким образом можно охарактеризовать как «опасно дисфункциональный». И если политические торги вокруг остро необходимых реформ сектора здравоохранения ещё можно воспринимать

как какую-то плохую комедию, то недавние попытки Конгресса США ограничить независимость ФРС и даже сама вероятность таких действий могут иметь куда более серьёзные последствия, ставя под угрозу единственный якорь инфляционных ожиданий – номинально независимую Федеральную резервную систему. Если меры, направленные на ограничение независимости ФРС, будут проведены безалаберно, то это может привести к панической распродаже на рынке американских облигаций, в результате чего кривая доходности казначейских бондов взлетит до небес. И хотя такое развитие событий не является нашим базовым сценарием, полностью исключать такую вероятность не следует. Так много «чёрных лебедей» мы не видели с тех самых пор, когда Захарова танцевала партию в балетном шедевре Чайковского.

Между тем, рынки бумаг с фиксированной доходностью развивающихся стран демонстрируют такие отличные результаты, которые превосходят даже наши весьма бычьи ожидания. И использование стимулирующих средств не является единственным объяснением этого феномена: конечно, оно тоже имеет значение, но вместе с тем мы наблюдаем за фундаментальным сдвигом по мере того, как инвесторы постепенно начинают понимать, что во многих случаях вложение средств в бумаги развивающихся рынков намного более безопасно, чем в бумаги компаний развитых стран. Просто сравните динамику рынка облигаций Великобритании и Испании (!!!), инвестиционный рейтинг которых равен AAA, и динамику облигаций российского рынка, рейтинг которого составляет BBB... не говоря уже ничего об облигациях Бразилии (BBB-) относительно бондов Греции (BBB+/A2). Скептики могут съязвить, что, мол, в условиях кризиса развивающиеся рынки всё равно не могут состязаться со странами большой «семёрки», однако, похоже, никто не предупредил об этом самих китайцев (а также бразильцев и индийцев<sup>1</sup>).

В первом квартале текущего года Ваш покорный слуга сосредоточился бы на том, как не потерять деньги, стараясь держать пальцы подальше от движущихся частей механизма. Мы согласны с консенсусом в том, что в этом году российские акции покажут более высокие торговые результаты, чем аналоги и развивающихся, и развитых стран, однако пока мы отдаём этой торговой идее предпочтение только относительно всех других, т.е. выставляем длинные позиции по РТС и короткие по S&P (или по европейским индексам). Те же, кто хочет придать этой инвестиционной идее больше изящества, могут выставить короткие позиции по американским ценным бумагам, принимая во внимание холодные ветра, дующие в сторону Вашингтона.

---

*1 И если Россия действительно попала в небольшую беду, то в значительной степени она сама была в этом виновата: министру финансов Кудрину не стоило цепляться за западную банковскую систему! Реформирование сектора финансовых услуг не терпит отлагательства...*

## **Радужная ликвидность**

Фундаментальное наблюдение: в последнее время рынок совершенно недвусмысленно реагировал на краткосрочные экономические показатели. Катализатором повышения стоимости финансовых активов является ликвидность, а вовсе не какие-либо ожидания значительного экономического разворота. Действительно, периодически возникающие признаки ускорения темпов экономического роста явно вызывают медвежьи настроения, поскольку участники рынка полагают, что они приближают наступление того дня, когда Центробанки начнут повышать ставки. Напротив, относительно слабые данные свидетельствуют о том, что веселье ещё какое-то время будет продолжаться. Эта закономерность будет сохраняться только до тех пор, когда экономические данные не укажут на то, что вызывающее столь сильный ужас «двойное дно» уже наступило. Другими словами, она зависит от продолжения использования финансовых стимулов, которое не может длиться бесконечно. *Остерегайтесь того дня, когда эти самые стимулы закончатся!*

## **О тонком льде, слонах и лифтах**

*Если бы была номинация за слово, которое наиболее часто использовалось в течение мирового кредитного кризиса, то в числе претендентов, безусловно, было бы слово «беспрецедентный». Вашему покорному слуге очень не хочется присоединиться к сообществу паникёров, однако следует признать, что прошлый год принёс нам очень много событий, которые мы раньше не могли себе даже вообразить. Беспрецедентный объём государственных дефицитов, возникший не в период военных действий, а во вполне мирные времена, начинает создавать такую страшную угрозу, что политики делают то, что обычно делает человек, столкнувшись с неразрешимой проблемой: попросту игнорируют её, надеясь, что она сама собой «рассосётся», а если этого не случится, то рассчитывают, что расхлёбывать её будет кто-то другой.*

*Экономика, опирающаяся на веру, которую проповедовала предыдущая американская администрация, уступила*

*место экономике, опирающейся на надежду, которую проводит администрация Обамы. Отчаянные попытки спасти политические карьеры, оказавшиеся под чудовищной угрозой, могут привести к тому, что столь трудно отвоёванные экономические достижения со времён Поля Волкера будут героически принесены в жертву. Похоже, Аргентина экспортирует не только говядину! Наш давний прогноз – упадок Запада – может реализоваться быстрее, чем казалось ещё пару лет назад.*

*Судя по всему, после вспышки птичьего и свиного гриппа мы наблюдаем за эпидемией когнитивного диссонанса, разразившейся среди наших коллег – аналитиков крупных инвестбанков. Тщательно прочитывая их внушительные научные, тщательно аргументированные и почти всегда не имеющие практического смысла аналитические труды, мы наталкиваемся на добросовестный анализ последних трендов в сегменте автопродаж (хорошие), в промышленном производстве (неплохие), в секторе недвижимости (плохие, но могли быть хуже) и коммерческой недвижимости (плохие – без вариантов). За этим анализом, как правило, следуют учёные рассуждения о том, когда именно Центробанки начнут повышать ставки. Возникает такое ощущение, что все аналитики, работающие в более-менее уважаемых компаниях<sup>2</sup>, претворяются, что мы живём в нормальном, стабильном мире, в котором макроэкономические тренды можно уверенно экстраполировать в будущее, которое будет во многом напоминать настоящее... **мол, никаких слонов в этом лифте нет!***

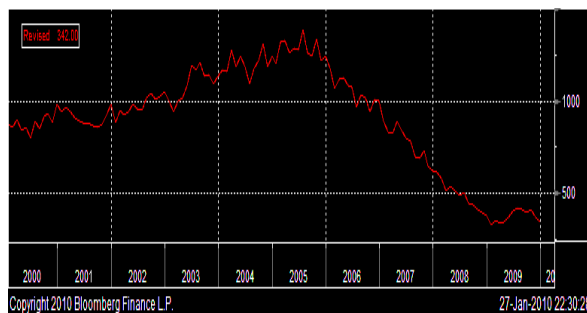
*Однако мы убеждены в обратном! Может, его выдаёт запах изо рта или становится слишком тесно. Мы не уверены, когда именно он сюда влез и что именно он тут делает, однако нас просто приводит в замешательство тот факт, что так много наших учёных коллег не замечает его присутствия!*

<sup>2</sup> В качестве исключения мы бы отметили банк Soc Gen, который уже давно начал давать катастрофические прогнозы. Хотя стоит отметить, что это было первое место работы Вашего покорного слуги в сфере финансов, так что это ещё большой вопрос, насколько эту компанию можно классифицировать как «уважаемую».

Западные экономики ходят по страшно тонкому льду. Ускорение темпов роста промпроизводства на пару пунктов, уверенное снижение объёмов потребительского кредитования, данные о продажах новых машин и домов, взятые в отдельности от влияния налоговых взносов, – всё это, по большому счёту, не имеет равным счётом никакого значения! Действительно важным фактором является то, что великая депрессия 2009 года, вызвавшая столько страха, была предотвращена (и совершенно правильно) исключительно благодаря использованию беспрецедентных фискальных и денежных стимулов. Увы, теперь требуется второе чудо, а надежда – это очень плохая альтернатива политическим мерам!

Всё очень просто. Крайне проциклическая фискальная и денежная политика, проведение которой поощряла триумфалистская и чрезвычайно непрофессиональная администрация Буша (в результате чего европейским политикам не оставалось ничего иного, как отчаянно «модернизировать» свои финансы для того, чтобы не отстать от американцев), привела к беспрецедентному росту объёмов потребительских кредитов, что способствовало массовому перепроизводству в секторе недвижимости, в автопроме и в сегменте всевозможных товаров длительного пользования.

В отличие от предыдущей рецессии в секторе недвижимости, вызванной ужесточением кредитно-денежной политики ФРС, в результате которого потенциальные покупатели домов были вынуждены отложить покупки и дожидаться периода более низких ставок по ипотеке, нынешние кредитные ставки опустились уже максимально низко. Текущий кризис является прямым следствием оргиастического ипотечного кредитования, который привёл к росту спроса и такому увеличению объёмов строительства, что они далеко превзошли объёмы платёжеспособного спроса. Если рассуждать более широко, то можно сказать, что класс состоятельных американцев поспешно пытался урвать свою долю возрастающего ВВП, а социальный мир поддерживался за счёт того, что менее состоятельным гражданам давали возможность испытывать иллюзорное ощущение богатства, повышая доступность кредитных средств.



**Продажи новых домов в США: Уверенная техническая поддержка... на нулевом уровне**

## Мифы

Принимая во внимание то, что любой здравомыслящий человек пришёл бы в ужас от мысли, что ему придётся нести на себе долговую нагрузку таких чудовищных размеров, особенно при приближении пенсионного возраста, был придуман целый набор удобных мифов: «акции на долгий срок», «рынок недвижимости одностороннего движения» и самый абсурдный – «перегруженность мира сбережениями», которую американский потребитель решил самоотверженно ликвидировать. Кривая Лаффера – удобная выдумка, необходимая для оправдания фискальной безответственности рейгановской администрации, – дала удобное и политически безболезненное средство контроля над бюджетным дефицитом: просто снижайте налоговые ставки!

Как эмитент мировой резервной валюты, Соединённые Штаты могли позволить себе инициировать несколько безумно дорогих войн, при этом продолжая наслаждаться внутренним благосостоянием, и всё это – за счёт кредитов. Одновременно, из экономического дискурса была изгнана всякая логика. Раздавались утверждения, что «дефицит не имеет значения», а также страстные объяснения причин того, почему сбережения «перегрузили» мир, и удобные упования на то, что на протяжении следующих лет двадцати Китаю деваться будет некуда и он обязательно будет продолжать предоставлять безграничные объёмы финансовых средств. Вот уж действительно: лучший образчик экономики, опирающейся на веру!

Наибольшее осуждение вызывает этот политико-экономический гедонизм, а не последовавшая реакция правительств и центральных банков на огромную чёрную дыру, которая разверзлась под улицами

Нью-Йорка, угрожая засосать в себя всю вселенную. Что ещё оставалось делать бедным руководителям Центробанков? Позволить банковской системе рухнуть? Один идиот попробовал это сделать. К счастью, не настолько масштабно, чтобы эта дыра достигла критического уровня. Когда банк Lehman Brothers был брошен на растерзание акулам... Чернобыль! Вряд ли ещё кто-то вновь попробует сделать нечто подобное. Неужели кто-то всерьёз считает, что ФРС следовало бы допустить каскад мировых дефолтов, создавая тем самым весьма реальную угрозу серьёзной политической дестабилизации и социальных потрясений, и всё это – во имя каких-то абстрактных понятий личной ответственности и законов свободного рынка?

Дело обстояло крайне серьёзно. Не только не представлялось возможным отобрать для наказания виноватых, не сокрушив при этом толпы невинных, но и более глубокие политические последствия этого шага были непредсказуемыми и потенциально катастрофическими. Последняя Великая Депрессия ни к чему хорошему не привела. Сейчас главная задача – выйти из аварийного режима жизнедеятельности с минимальными потерями, не спровоцировав при этом кризис избавления от кредитных средств.

### **Звук одной хлопающей ладони**

*Итак, в виде исключения правительства предприняли радикальные действия. Какая досада, что для того, чтобы решиться на это, они должны были подойти к краю пропасти. Как мы неоднократно уже заявляли, ядовитые семена были посеяны ещё десять лет назад. С ретроспективной точки зрения, жизнь не по средствам и политическая близорукость той эпохи достигли просто непостижимых масштабов. И это была денежно-фискальная политика не какого-то доморощенного латиноамериканского диктатора, популистского идиота или просоветского чиновника. Нет, это была почитаемая политика крупнейшей, богатейшей, умнейшей и самой ответственной супердержавы мира. Целый политический класс, плеяда академиков, лучшие умы банка Goldman Sachs... и ни одна более-менее уважаемая структура не увидела приближения этой*

*катастрофы<sup>3</sup>! Её приближение смогли разглядеть только представители интеллектуальной периферии, которые неустанно на протяжении, по крайней мере, десяти лет предупреждали о выходящей из-под контроля динамике объёма долга и «нарастающих пузырях». Долговой кризис не был астероидом, который прилетел на землю внезапно из далёкого космоса, – он стал вполне предсказуемым последствием общего фиаско демократических политических систем и интеллектуальных основ либерального капитализма. Увы, мы подозреваем, что в ближайшем будущем вместе с водой будет выплеснуто и несколько «детюшек», поскольку сейчас общественность, испытывая закономерную неприязнь к представителям финансовой сферы, вынуждает правительства предпринимать «лечебные» меры.*

Позвольте нам повториться: по нашему мнению, «пузырь» госдолга может иметь только два реальных исхода – либо гиперинфляция, либо «потерянное» десятилетие. Благоприятный исход – что этот «пузырь» как-то сам собой рассосётся – в нынешних условиях попросту невозможен. Короче говоря, либо Запад повысит налоги, сократит расходы (никто не пострадает, если армия станет менее многочисленной и будет сокращено число реактивных истребителей) и начнёт длинный, трудный путь назад, наверх, либо он пойдёт по пути меньшего сопротивления, предоставляя экономике те стимулы, которые ей так нужны, печатая достаточно много денег, тем самым стимулируя рост вопреки резкому встречному ветру и девальвируя долг, снижая стоимость валюты. Третьего не дано.

Вряд ли корректно предсказывать окончательный финал всей этой игры: в конце концов, этот выбор носит чисто политический характер, и едва ли разные страны отдадут предпочтение одному и тому же подходу. Например, у немцев на генетическом уровне «записана» память о гиперинфляции 1930 года и её чудовищных

---

<sup>3</sup> Пожалуй, единственное исключение – это чудотворный Давид Розенберг (David Rosenberg), в прошлом главный экономист Merrill Lynch'a. Быть может, если бы его начальство потрудились прислушиваться к его словам, то у них до сих пор была бы работа!

последствиях. Американцы, с другой стороны, в большей степени пострадали от дефляции Великой Депрессии, но при этом полностью лишены веры в искупительную силу страданий, которая помогает россиянам сравнительно покорно переживать периодические катаклизмы.

Итак, мы склоняемся к дефляционному сценарию развития событий, характерными чертами которого являются высокий уровень безработицы, медленные темпы экономического роста и фундаментальная перестройка образа мышления. Если сравнивать нынешний период дефляции с предыдущими аналогичными эпизодами, то эта глубокая рецессия будет смягчена возрастающей степенью социализации американского общества, так как Соединённые Штаты будут вынуждены перенимать в большей степени европейскую модель. Уже на сегодняшний день один из семи американских детей получает продукты питания только благодаря талонам на продукты (а в некоторых районах Нью-Йорка это соотношение равно один к одному). Правительство разрабатывает программы предоставления нуждающимся товаров первой необходимости. Всё больше американцев, страдающих от недоедания, рассчитывает на помощь социальных служб и благотворительных фондов (*источники информации: газеты NYT, Washington Post, L.A. Times*).

Народный гнев по поводу расточительства прошлых лет, как правило, выбирает в качестве объекта своей ненависти экстравагантные, но в целом безобидные правонарушения – неоправданно высокие зарплаты банкиров и прочее в том же духе. Однако какая бы партия ни стояла у власти, будет правильным ожидать значительного и продолжительного повышения налогов, необходимого для финансирования социальных программ.

### **Ставки: Страх в горстке пепла**

*В последнее время любимой темой для размышлений Вашего покорного слуги вновь стал широко распространённый в инвестиционном сообществе феномен когнитивного диссонанса. Подлинным последствием только что прошедшего кризиса будет колоссальное увеличение объёмов задолженности у всех промышленно развитых стран, при этом у некоторых стран большой «семёрки», которые принято считать*

*«респектабельными», соотношение долга и ВВП составит 100% и даже более. Профессора Рейнхардт (Reinhardt) и Рогофф (Rogoff) доказали, что этот уровень ассоциируется с 1% потерь по ВВП, однако принимая во внимание то, что темпы экономического роста у стран большой «семёрки» уже и так ничтожно малы, эта сила «сжимания» будет иметь тяжелейшие социально-экономические последствия.*

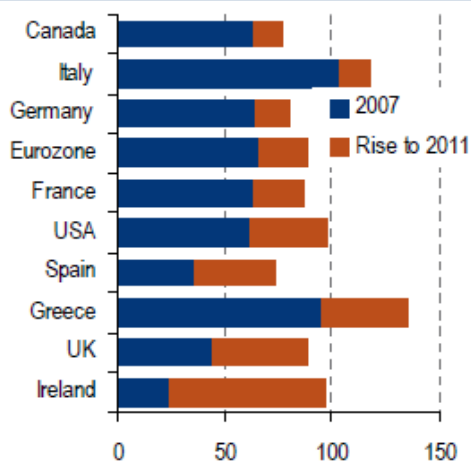
*Скорее всего, первыми пострадают периферийные страны Европы, у которых больше нет возможности эмитировать свежие деньги и которые совершенно неспособны конкурировать с ведущими европейскими державами, в частности с Германией. И хотя некоторые инвестбанки, особенно из числа так называемых обожаемых «адских вампиров», попытались преуменьшить опасность грядущей дестабилизации, мы как-то не особо им верим, особенно учитывая то, как они аналогичным образом отметили вероятность кредитного кризиса.*

*Всё их морализаторство носило исключительно ретроспективный характер. Как овцы, они предпочитают лепиться друг к другу в надежде, что так теплее и безопаснее: ошибаться вместе с консенсусом безопасно, тогда как прославиться изгоем крайне небезопасно. Фундаментальные системные сбои по определению – не такое уж и частое событие. Тем не менее, способность/готовность финансового сообщества увидеть их приближение до того, как они случаются, в общем равна нулю.*

*Итак, всё больше Вашего покорного слугу беспокоит «риск деноминации» всех наших нечисто нажитых торговых прибылей. Будучи экспертами по развивающимся рынкам, мы уверены, что Новая Парадигма будет внедрена в жизнь быстрее, чем даже мы прогнозировали: сейчас Венгрия может выпускать облигации, доходность которых меньше доходности по греческим гособлигациям; Россия на 150 базисных пунктов обошла великий штат Калифорния. Все готовы отправиться в Новый китайский век. И главная задача теперь – приспособиться к этим порывистым ветрам истории, иначе не останется ничего иного, как торговать активами развивающихся рынков, деноминированными в «твёрдой»*

местной валюте, только для того, чтобы в итоге обнаружить, что все полученные прибыли превращаются в пустой «пшык» по мере девальвации соответствующей местной валюты. Интересно, не придётся ли нам вскоре уговаривать наших читателей немедленно перевести все доступные средства в китайские женьминьби, российские рубли и бразильские реалы?!

Chart 2: Rise in debt burden



Public debt to GDP 2007 and 2011. Source: EU Commission, IMF, BofAML forecasts, BofA Merrill Lynch Global Research

## Насколько продолжительным будет этот период?

Вашему покорному слуге очень нравится жить в условиях ультранизких процентных ставок, и мы бы очень хотели, чтобы такая жизнь продолжалась как можно дольше. Однако мы прекрасно понимаем, что, учитывая непредсказуемость экономического контекста, легкомысленность в отношении низких ставок может обернуться большой бедой.

Лейтмотивом первой половины 2010 года будет беспрецедентная экспансионистская фискально-денежная политика, которая приведёт к ускорению темпов экономического роста. Вопрос, однако, заключается в том, насколько стабильным будет этот рост. До последнего времени мы испытывали большой скепсис, полагая, что резкий спад на рынке недвижимости, повышение безработицы и сокращение объёмов кредитования приведут, в худшем случае, к рецессии «двойного дна», а в лучшем – к продолжительному периоду выравнивания ставок по мере того, как физические лица и правительства будут

избавляться от задолженности. Такая среда чрезвычайно благоприятна для вложений в бумаги с фиксированной доходностью с длительным сроком обращения.

Мы готовы пересмотреть наши убеждения, но не готовы поверить в то, что вода может течь вверх по горе. Вкачайте в экономику достаточное количество стимулирующих средств – и вы обязательно получите соответствующую реакцию. И хотя некоторые субъективные наблюдатели могут спутать эту реакцию со стабильным экономическим ростом, законы природы указывают на то, что использование вышеупомянутых стимулов не может продолжаться до бесконечности и осуществляется только за счёт увеличения объёмов долга, которое может привести либо к дефолту по гособязательствам (что представляется маловероятным), либо к сильной инфляции. Мы полагаем, что напряжение будет сниматься с помощью ужесточения фискальной политики, а денежная политика останется по своей сути адаптивной на протяжении ещё довольно длительного периода времени. Итак, будучи по убеждениям нервными дефляционистами, мы сохраняем длинные позиции по бумагам с фиксированной доходностью, однако придерживались бы умеренной дюрации портфеля в целом. 30-летние облигации не для нас!

## Торговая стратегия

*Фундаментальная проблема с консенсусом заключается в том, что он не всегда ошибается!*

**Ваш покорный слуга**

## Доллар на смертном одре? – Какая боль!

Когда мы «встречались» с вами в последний раз, Ваш покорный слуга открывал – из тактических соображений – длинные позиции по американскому доллару, закрывал давно открытые позиции по норвежской кроне/евро и рекомендуемые – по австралийскому и новозеландскому долларам, но вместе с тем сохранял длинные позиции по рублю (последнее отчасти обусловлено нашим упрямством, как бы вопреки тому, что кажется нам иррациональным ослаблением российской валюты).

Сейчас становится ясным, что наши длинные позиции по американскому



доллару (в паре практически со всеми остальными валютами) позволили нам приятно завершить прошедший год. Доллар удерживал свои позиции несколько дольше, чем мы рассчитывали, главным образом, потому, что доллар США совершенно точно находится по ту сторону рискованных торговых идей: доллар растёт от страха, а падает от жадности, а в последнее время, покуда Грецию «штормит», а Китай ужесточает свою политику, основным настроением является именно страх.

Итак, в отношении доллара мы остаёмся фундаментальными «медведями» и сейчас начали бы постепенно выходить из длинных позиций по американской валюте, придерживаясь пока нейтральной валютной стратегии и ожидая следующего приступа слабости у доллара.

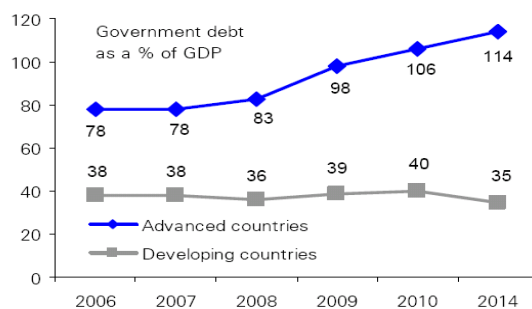
И рынок, и Ваш покорный слуга несколько легкомысленно отнеслись к вероятности взрыва в одной из небольших стран – членов еврозоны. То, насколько внутренние политические системы таких стран крепки, чтобы придерживаться жёсткой дисциплины, необходимой для выплаты нарастающего долгового кома, выходит далеко за пределы задач, поставленных в рамках данного обзора. И если выход одной или двух периферийных стран из еврозоны будет, по нашему мнению, в конечном счёте только способствовать укреплению общей европейской валюты, в краткосрочной перспективе это может вызвать волну панической понижающей волатильности – маловероятный риск, который, однако, не следует упускать из виду.

Поскольку, продавая американский доллар, его нужно продавать в паре против чего-то, нашими фаворитами здесь являются канадский доллар, австралийский доллар, норвежская крона, сингапурский доллар и, пожалуй, швейцарский франк. Опять-таки, мы вовсе не спешим восстанавливать короткие позиции по доллару США, по крайней мере, до тех пор, пока мы не увидим явные признаки стабилизации настроений на финансовых рынках.

## Бумаги с фиксированной доходностью

*Ваш покорный слуга до сих пор помнит, какое потрясение мы вызвали пять лет назад, когда написали, что российские облигации торгуются лучше, чем бумаги такого оплота стабильности, как Ford Motor Company! Последовавшие события подтвердили перемены в восприятии риска у участников рынка. Силлогизм между риском и развивающимися рынками более неактуален. Произошедшие за последние десять лет фундаментальные перемены заключаются в том, что развивающиеся страны, которые мы знаем и которых мы так сильно любим, от Эквадора до Казахстана, – за редким исключением – превратились в настоящие образчики фискального благоразумия по сравнению с такими ренегатами, как Великобритания, Греция, Португалия... и Соединённые Штаты, которые до сих пор являются стандартом «безрисковых ставок». Даже самые разнузданные представители развивающегося лагеря – Венесуэла, Украина и Вьетнам – проводят такую политику, которая по сравнению с политикой Великобритании кажется относительно разумной! Несмотря на ироничное опровержение заявлений, что «на этот раз всё обстоит иначе», следует признать, что **жизнь – это движение**, и есть все основания для беспокойств, что взволнованные инвесторы, выводящие средства из «рискованных» активов развивающихся стран и перекладывающие их в «тихие гавани» развитого мира, пытаются пробраться обратно внутрь горящего здания.*

Figure 1: Public debt ratios in advanced and developing economies



Source: Deutsche Bank, IMF

А куда уходят Ваши «безопасные деньги»?

Мы сохраняем наши бычьи рекомендации по российским, а также отдельным казахским и украинским облигациям. Мы можем только повториться, заявив, что российский банковский сектор остаётся явно недооценённым (хотя и не настолько сильно, как шесть месяцев назад!), при этом риск дефолта/реструктуризации по выпускам любого из 50 ведущих банков страны практически равен нулю, а спреды продолжают представляться весьма щедрыми. Опять-таки, мы повторимся, отметив, что продолжаем отдавать предпочтение субординированным бумагам, поскольку в маловероятном случае кризиса, достаточно сильного для того, чтобы вызвать ликвидацию банка, стоимость и субординированных бумаг, и бумаг «старшего» долга будет примерно одинаковой. Так зачем же тогда переплачивать?

### **Слабеющие ставки?**

Между тем, нашей бычьей рекомендации угрожает один существенный фактор: мы не можем не беспокоиться по поводу вероятного повышения процентных ставок. По прогнозам специалистов Morgan Stanley, ставки по 10-летним облигациям Казначейства США пробьют отметку в 5%, тогда как банк Goldman Sachs ожидает увидеть их на уровне примерно 3 ½ % (разброс немаленький!). Если экономическое восстановление представляет собой более-менее стабильное явление (в чём мы лично сильно сомневаемся), то тогда ставки действительно подрастут, при этом самый сильный удар будет нанесён по активам с продолжительным сроком обращения и узкими спредами. Активы, дюрация которых не превышает пяти лет и которые торгуются на отметке >500 б.п. над кривой доходности, напротив, получают адекватную защиту.

И хотя мы скептически оцениваем перспективы восстановления американской экономики, краткосрочная видимость продолжает оставаться плохой, а потому мы бы предпочли торговаться под прикрытием: на сегодняшний день мы отдаём предпочтение высокодоходным бумагам по сравнению с бумагами, обладающими высоким инвестиционным рейтингом, и наиболее внимательно приглядывались бы к самым сомнительным активам в сегменте высокодоходного класса, поскольку

широкие спреды могут послужить некоторой защитой от повышения ключевых ставок.

В России мы бы продавали бумаги с высоким инвестрейтингом – облигации «Россельхозбанка», «Газпрома» и пр. В нынешних обстоятельствах 6%-ный спред попросту не представляется привлекательным. Даже у наших давних фаворитов в российском банковском секторе осталось мало порохов в пороховницах. Текущая доходность по выпуску «Альфа-банка» с 2013 годом погашения составляет примерно 7,8%, что в абсолютном значении кажется сравнительно дорогим (хотя с точки зрения спредов 550 б.п. – всё ещё приличное значение). Тем не менее, кой какие бумаги мы бы оставили при себе, зафиксировали бы некоторые прибыли или, по крайней мере, захеджировали бы риски по казначейским бумагам.

Участники рынка с некоторым опозданием присоединились к нашему неоднократно высказанному мнению, что кредитные риски по бумагам 50 ведущих российских банков практически одинаковы, т.е. что значительные премии по облигациям государственных банков никогда не были оправданы. В итоге спреды между бумагами «Банка Москвы» и «Альфа-банка» резко сузились; рейтинговые агентства продолжают искусственно дифференцировать дефолтные риски, но участники рынка совершенно правильно решили эту дифференциацию игнорировать.

Принимая во внимание сузившиеся спреды дома, Ваш покорный слуга переводит средства в два придатка региона ЕМЕА (Европа, Ближний Восток и Африка) – Казахстан и Украину. Казахские бумаги – это плёвое дело. Две «безопасные» инвестиционные идеи в сегменте казахских облигаций – бумаги АТФ Банка и Банка ЦентрКредит – недавно были всеми признаны как фундаментально недооценённые бумаги, и сейчас спреды по ним резко сузились. На данный момент мы бы продолжали держать субординированные выпуски ради денежных потоков, а не в надежде на дальнейшее повышение их стоимости. Что касается нашей более рискованной казахской рекомендации, бумаг «Казкоммерцбанка», их текущая доходность составляет примерно 8-9,5 пунктов, при этом субординированные

облигации («Казкоммерцбанк» 2049) торгуются с небольшим спредом к кривой. Вероятно, эта недооценённость является следствием дефицита. Все свои долги, подлежащие погашению в 2009 году, «Казкоммерцбанк» успешно выплатил, а срок по остальным крупным платежам не наступит ранее 2011 года. Итак, мы считаем, что соотношение риска и прибылей на текущих уровнях вполне сбалансировано, и мы бы воздержались от покупок.

Что касается Украины, стоимость наших двух рекомендованных бумаг – облигации City of Kiev и Альфа-Банк Украина – подскочила вверх, хотя подорожали и большинство других украинских активов. Выборы всё больше напоминают цирковое представление, но доминирующее настроение, похоже, склоняется к *«кому угодно, только не Ющенко»*, а потому возрождаются надежды на возобновление взаимоотношений с МВФ, а также на укрепление связей с Россией. Спреды сужаются; доходность по облигациям Нафтогаз Украины взлетела до небес (вот эту бумагу мы упустили из вида...). Помимо двух упомянутых выше облигаций, инвесторы с высоким уровнем терпимости к риску могут рассмотреть возможность вложения средств в Приватбанк: чрезвычайно сомнительная контора, принадлежащая нескольким очень колоритным господам, она, тем не менее, отличается хорошим уровнем капитализации и, вероятнее всего, станет бенефициаром в результате нынешних политических перестановок (дисплеймер: *не пытайтесь повторить этот эксперимент в домашних условиях!*)

### **Продвигаясь вглубь линии фронта – Да здравствует Фидель!**

После периода ярой руссоцентричности наших взглядов на торги в сегменте бумаг с фиксированной доходностью (и вовсе не в силу предубеждений в адрес других рынков, но из-за обилия инвестиционных возможностей в регионе EMEA) мы сейчас всё сильнее склоняемся в пользу диверсификации. Учитывая, что спреды по азиатским бумагам, как всегда, узки, мы начинаем формировать позиции по облигациям латиноамериканских стран, в частности Аргентины и Венесуэлы.

Что касается последней, то если в целом личность господина Чавеса у нас вызывает

симпатию («популизм» – это термин, используемый, как правило, для критики того правительства, которое бездарно тратит деньги на оказание помощи бедным слоям населения), его макроэкономическая политика – не совсем то, с чего мы бы начали, будь мы на его месте: продолжающаяся девальвация национальной валюты, а также нетрадиционная денежная политика в конце концов могут завести страну в тупик. Как бы то ни было, Венесуэла – один из ведущих мировых производителей нефти, увеличивающий объём поставок в Китай, отношения с которым продолжают крепнуть. И если цены на нефть стабилизируются, то облигации венесуэльской государственной нефтяной компания Petroleos de Venezuela SA (PDVSA) покажутся сильно перепроданными. Постоянный поток желчи от крупных инвестбанков, рассуждения которых о Венесуэле всё сильнее напоминает освещение событий в Иране на первых страницах газеты Wall Street Journal, создаёт такую инвестиционную возможность, с которой мы часто сталкивались в России. Однако, к этой инвестиционной идее мы бы не рекомендовали относиться более серьёзно, чем как к среднесрочной, при этом важно пристально следить за политической ситуацией.

Что же касается Аргентины, то её бумаги обычно числятся в списках либо наших любимых «лонгов», либо наших любимых «шортов». На сегодняшний день по этим бумагам у нас нет ни тех, ни других позиций, но нам они нравятся как возможность сыграть на доходности, в частности, облигации, выпущенные правительством провинции Буэнос-Айрес (Provincia de Buenos Aires), или попросту Discos. Рано или поздно долговое соглашение будет подписано и Аргентина вернётся на мировые рынки капитала. Макроэкономические показатели улучшаются (включая данные международной торговли, которые нетрудно перепроверить...), а традиционная экономическая политика вновь входит в моду. *Когда-нибудь, в один прекрасный день, обе эти страны пройдут полный круг и вновь объявят дефолт по своим обязательствам, однако к тому моменту у нас будет достаточно времени, чтобы опять выставить короткие позиции...*

## «Бедная Мексика! Так далеко от Бога...»

Поскольку упомянутые выше инвестиционные идеи ассоциируются со значительным риском, связанным с дюрацией (который частично, но не полностью компенсируется за счёт широких спредов), тем инвесторам, которые могут торговать этими бумагами в паре с какими-нибудь другими, мы рекомендуем сформировать короткие позиции по долгосрочным мексиканским суверенным активам относительно аргентинских/венесуэльских.

Мексика сейчас является наиболее вероятным кандидатом на следующий дефолт в государственном масштабе, хотя немногие это признают. Называть текущие спреды (примерно 130 б.п.) «ненормальными» – значит, сильно приукрашивать ситуацию. Мексика сейчас страдает от сокращения объёмов нефтедобычи, колоссальных увольнений на американском строительном рынке и в секторе услуг, а также от наркоторговли, которая совершенно вышла из-под контроля и ставит страну под весьма серьёзную угрозу. Рейтинговые агентства ещё не вполне осознали, что Мексика – страна с инвестиционным рейтингом ровно настолько, насколько она является Идией. Мы не знаем, какое политическое давление может заставить рейтинговые агентства пересмотреть свои оценки, но мы, тем не менее, ожидаем череды понижений рейтингов и падение Мексики ниже уровня ВВ.

Как бы то ни было, мексиканские спреды могут изменяться только в одном направлении. За исключением вероятности коллективного безумия они просто не могут сузиться сильнее 100 б.п. С другой стороны, они могут сильно расширяться либо как следствие мексиканского новостного потока, либо в случае более общей волны продаж на мировом рынке.

### **Рейтинговые агентства: Как рыбе зонтик – Как бы мы жили без них?**

*На протяжении последних десяти лет Ваш покорный слуга не уставал ругать рейтинговые агентства – и не просто из-за своей извращённой любви стегать мёртвых лошадей (а почему бы и нет, собственно говоря? В отличие от*

*живых, они никогда не лягаются...), но также из чувства гнева, вызванного их абсолютно незаслуженной ролью квазисуверенных организаций. Эти частные, нацеленный на генерацию прибылей структуры облечены широкими правами и рыночными возможностями, при этом некоторые из них принадлежат диверсифицированным финансовым группам, подотчётным только своим акционерам, которым ровным счётом наплевать на понятия объективности и честности. Несмотря на явный конфликт, существующий между их коммерческой сущностью и институциональной ролью, банковские холдинги, соблюдение стандартов Базельского соглашения, контроль над списками бумаг, допущенных к операциям репо, инвестиционные портфели пенсионных фондов – всё это находится под контролем трёх агентств, которые недавно всему миру продемонстрировали то, насколько глубоко коррумпирован их процесс присуждения рейтинга структурным финансовым продуктам.*

*Поразительно, но, несмотря на свою вину, эти агентства, сыгравшие значительную роль в финансовом коллапсе, сумели избежать всех попыток установить над ними контроль или ввести методы регулирования их деятельности и при этом в рамках международного банковского регулирования сохранили ключевую позицию. Это всё равно что наделить московскую ГИБДД правом осуществлять контроль за соблюдением законодательных требований!*

Несколько недель назад агентство S&P милостиво повысило прогнозную оценку России с «негативной» до «нейтральной», при этом оставив суверенный рейтинг на уровне ВВВ (как могло бы добавить агентство Bloomberg: *для тех, кто не умеет считать, скажем, что это на один пункт выше самого низкого инвестиционного рейтинга*). Как обычно, этот пересмотр произошёл через несколько месяцев после того, как спреды по кредитным дефолтным свопам России сузились с панического максимума ~1200, зафиксированного в самый разгар кризиса, до недавнего минимума, равного примерно 165. Забавно, но прогноз по России был пересмотрен сразу после того, как

агентство понизило рейтинги по Дубаи, а случилось это лишь несколько недель после того, как участники рынка уже сами произвели это понижение, в результате которого спреда по кредитным дефолтным свопам Дубаи буквально разорвало вширь. В очередной раз рейтинговые агентства сработали как отличный отстающий индикатор, который даёт совершенно точные прогнозы, однако только в отношении уже произошедших событий.

Итак, сейчас рейтинг России – совершенно справедливо, по нашему мнению, – превосходит рейтинги Бразилии и Индии (т.е. спреда по её дефолтным кредитным свопам уже), но несколько ниже рейтинга Китая.

Глядя на всё происходящее из нашего укромного местечка, мы замечаем несколько аномалий: в частности, несмотря на увеличивающийся объём госдолгов, который станет просто невозможно рефинансировать сразу, как только ставки в евро нормализуются, а также вопреки нарастающим бюджетным дефицитам и нежизнеспособным политическим системам (для того, чтобы ликвидировать греческий бюджетный дефицит, видимо, потребуются вмешательство божественного провидения), инвестиционные рейтинги периферийных стран еврозоны (Португалии, Италии, Ирландии, Греции и Испании) составляют A/AA, т.е. они на несколько пунктов превышают рейтинг России. Мы бы хотели отметить, что, в отличие от этих благородных европейских «отпрысков», Россия может похвастаться огромным объёмом госсбережений, ответственной (а главное, контрциклической) бюджетной политикой и впечатляющей политической стабильностью (в последний раз забастовки и выступления граждан парализовали жизнь России в 1917 году – очень давно по сравнению со многими южно-европейскими странами...). Кроме того, у России весьма кстати имеются углеводородные резервы.

Так что нет ничего удивительного в том, что спреда, которые инвесторы требуют от российских суверенных активов, существенно меньше спредов по греческим активам. И это лишь вопрос времени, когда такое положение дел станет актуально и для других отчаявшихся европейцев.

## **Трепещущий евро – Греческая комедия?**

Как и сам Евросоюз, евро изначально было политическим детищем, добровольной «смирительной рубашкой», назначение которой заключалось в том, чтобы связать европейские страны воедино в нерушимый союз и положить конец трагедии, которую Европа переживала начиная с 1861 года: как сказал историк Алан Джон Персиваль Тейлор (AJP Taylor), *«Германия была сильнее любого своего соседа, взятого по отдельности, но слабее их всех вместе взятых»*.

В рамках этого фундаментального императива существовало ещё одно, не менее значимое требование: чтобы европейские страны среднего масштаба могли сохранять своё значение в условиях мультиполярного мира, по мере того, как центр экономического притяжения сначала стремительно переключался за Атлантику, а потом – из Атлантики в сторону Тихоокеанского региона.

И Франция, и Великобритания давным-давно научились манипулировать своей экономической ролью. Сейчас они надеются подключить свои выдающиеся дипломатические способности, банально извлекая выгоду из размера Европейского Союза. Германия сама по себе достаточно сильна для того, чтобы играть роль мировой державы, но, принимая во внимание призраки прошлого, она сейчас предпочитает добиваться европейского консенсуса, а не действовать в одиночку.

Главным ограничением немецкого компромисса были воспоминания о гиперинфляции Веймарской республики и о последовавшем политическом хаосе. Это очень существенный фактор: в отличие от американцев, которые доминирующее историческое значение приписывают Великой Депрессии, для немцев таким наиболее важным воспоминанием является девальвация национальной валюты.

Так, перед тем, как перейти на евро, Германия настояла на принятии Пакта стабильности, который накладывал на вступающего члена ограничения в отношении объёма допустимого госдолга и инфляции, а также предусматривал суровые финансовые санкции против той страны, которая нарушит эти фискальные критерии. Нет нужды говорить о том, что критерий перехода на евро был принят из

политических соображений, что Греция предоставила неверные экономические данные, а в связи с недавним экономическим кризисом действие Пакта стабильности было «приостановлено».

Итак, государственная финансовая политика Германии и Франции в общем-то оставалась сравнительно добродетельной. Чрезмерными долгами себя перегрузили как раз периферийные страны, воспользовавшись слишком большой любезностью рынка, у которого более не было необходимости оценивать валютные риски этих стран и который предпочёл игнорировать риски суверенные (обратите внимание на то, что Великобритания, которая не является членом еврозоны, проводит такую бюджетную политику, которая во много раз хуже политики, проводимой периферийными представителями еврозоны).

Недавнюю волну продаж активов, деноминированных в евро, в значительной степени объясняли страхом дефолта по гособязательствам в некоторых периферийных странах, однако, учитывая то, что большинство других валют также слабело по отношению к укрепляющемуся доллару США, нам это объяснение кажется не вполне убедительным. Если бы главным фактором ослабления евро был именно страх, то тут бы скрывалась привлекательная инвестиционная идея.

Во-первых, евро структурировано таким образом, что для любой страны отказаться от него является крайне трудновыполнимой задачей. Более того, любая страна, которая пожелает это сделать, совершит таким образом экономическое хакири, поскольку ей придётся привлекать заёмные средства по ставкам, которые будут во много раз превышать ставки по евро-кредитам, при этом на неё распространится действие программ МВФ и влияние крайне дефляционного прогноза. Германия не позволит, чтобы предоставление постоянной помощи от ЕЦБ способствовало разгулу фискального распутства, ставя тем самым знак равенства между рисками, присущими периферийным странам Европы, и рискам всей еврозоны. Таким образом, то, что оценивается как «проблема евро», на самом деле представляет собой классический пример оценки комфортабельности и контролируемости госдолга.

Действительно, теоретически страна-член еврозоны может объявить дефолт по своим обязательствам, не покидая при этом сам блок: приобретая ценные бумаги, инвесторы покупают обязательства конкретной страны, а не всего ЕЦБ. Возникает закономерный вопрос: могут ли страну-члена еврозоны заставить выйти из союза, если она серьёзно нарушит фискальные требования? И хотя, согласно нашему базовому сценарию, любую страну заставит соблюдать бюджетную дисциплину не Еврокомиссия, а сами рыночные силы, одна или две этих страны (Португалия? Греция?) уже могут находиться в долговой ловушке, т.е. в такой ситуации, когда повышение рыночных ставок превращает финансирование растущего дефицита в страшно дорогое «удовольствие», тем самым ещё сильнее усугубляя дефицит бюджета и долговой нагрузкой тормозя экономический рост.

Нам кажется маловероятным, что какая-нибудь ведущая европейская держава захочет попробовать испытать политический риск и отдать периферийную страну еврозоны на съедение акулам. Однако если мы ошибаемся или если такое развитие событий неизбежно, то это спровоцирует волну панической волатильности и «бегство в качество», на фоне которой курс доллара, безусловно, подскочит вверх. Однако шесть месяцев спустя евро окрепнет, а не ослабнет, поскольку в этом случае оно ещё в большей степени станет преемником немецкой марки, а Германии, как известно, прекрасно знакомо понятие фискального благоразумия.

Если придерживаться более радужного взгляда на состояние человечества, то можно предположить, что американцы сосредоточатся на Великой Депрессии и постараются избежать реализации японского сценария. Итак, управляющие активами – представители третьей стороны, – стремящиеся сбалансировать свои валютные резервы, вероятнее всего, отдадут своё предпочтение валюте, обладающей реальной стоимостью, которая является объектом самого пристального внимания со стороны своего «хозяина»-эмитента и которая подкреплена позитивными кривыми доходности, тогда как американской общественности придётся привыкнуть к отрицательной реальной доходности и постоянному обесцениванию национальной валюты.

## Вечная Россия

*В этом месяце мы будем сравнительно кратко на тему России и вместо обычных рассуждений сопроводим этот обзор нашей новой статьёй на старую любимую тему – «Новый азиатский век России», посвященной российско-китайским отношениям. Однако мы не можем удержаться от соблазна раскритиковать злобные «репортажи» газеты Financial Times и в целом глупую «дипломатию» Запада.*

Что касается газеты FT, у нас просто дух захватывает то, насколько непрофессионально на её страницах освещаются российские события по сравнению с подходом к освещению событий в любой европейской стране. Может показаться, будто они сочиняют свои статьи о каком-то далёком месте, где никто никогда не бывал, но в существовании которого они твёрдо уверены.

И хотя у газеты FT в России работает несколько очень опытных и профессиональных корреспондентов, половина их статей о России, которые они выдают за редакторские, на самом деле таковыми не являются. Стандартный ход – сочинить более-менее нейтральный сюжет, затем привести наиболее негативные и русофобские цитаты, создав тем самым видимость объективности в духе: *«Это сказал не я – это сказал россиянин... так что это, скорее всего, правда!»* Учитывая то, что в России в случае необходимости не составит найти человека, который прокомментирует практически всё что угодно, – от скучного консенсуса до самой невероятной ерунды, – любой более-менее сообразительный писак может «подтвердить» любое заявление, какое только ни пожелает.

Из недавнего опуса Квентина Пила (Quentin Peel), которого, как правило, не воспринимают как эксперта по России, мы узнаём следующее:

*Судя по всему, две темы – тему безопасности и тему модернизации – воедино связывает желание Кремля положить конец периоду похолодания. Однако совершенно ясно, что возвращение к более тёплым взаимоотношениям с Западом не должно повлечь за собой перестройку властной структуры в Москве или в региональной*

*сфере влияния. Возьмите модернизационный тезис господина Медведева. Андрей Рябов, главный редактор журнала «Мировая экономика и международные отношения», говорит, что программа Кремля во многом напоминает стратегию Петра Великого и Иосифа Сталина. «Она означает покупку иностранных технологий, но сохранение контроля, стабильности, закона и порядка. Ваш проект утопичен, и он вряд ли может быть реализован, потому что ключевым действующим лицом [в России] останется государство, структуры которого поражены коррупцией».*

Процитированное выше заявление по существу глупо. У Петра Великого больше общих черт с любым монархом XVII века, а не с Владимиром Путиным. Иосиф Сталин был руководителем крайне идеологической державы, а о современной России ничего подобного сказать нельзя: она лишена идеологии ровно настолько, насколько любая другая страна на земле. Что касается всего остального, совершенно очевидно, что любая страна, будь она развивающейся или развитой, хочет приобретать иностранные технологии, сохраняя при этом стабильность, закон и порядок! Неужели Россия должна охотиться за устаревшими технологиями и стремиться к воцарению анархии? И ничего «утопичного» в этом проекте нет: речь идёт исключительно о долларах и центах, а вся остальная часть цитаты – это отражение личной неприязни автора, а потому любой человек, задумывающийся о нынешней модернизации Китая, может смело выбросить её на помойку.

Рецепт изготовления статьи – нарежьте, а потом смешайте по вкусу. Ещё одно простое изложение личных пристрастий, лишённое всякой аргументации.

*Ещё одна большая тема, муссирующаяся в российских правительственных кругах, – предложение создать «новую архитектуру европейской безопасности». Эти разговоры ведутся в Москве уже на протяжении года или более, но никто в Европе или США не хочет отнестись к ним серьёзно.*

То, будут ли к этим разговорам относиться серьёзно или нет, зависит от одного-единственного фактора: насколько, по мнению Запада, ему необходимо сотрудничество с Россией! Раньше,

несмотря на все заверения в добрососедских намерениях, НАТО относилось к интересам России с пренебрежением. Отсюда – бомбёжки Сербии и провалившееся вторжение Грузии в Южную Осетию. Времена изменились, и господин Обама радикально поменял дипломатический тон. НАТО просит Россию о помощи с Афганистаном и Ираном (вероятнее всего, в первом случае они её получают, во втором – совершенно точно нет!), и теперь российское сотрудничество представляется целью, ради которой к российским интересам имеет смысл прислушаться.

Соединённые Штаты глубоко увязли в долгах и стоят перед вероятностью дополнительных военных нагрузок (война в Йемене только начинается), а потому вынуждены пытаться наладить более гармоничные отношения с другими крупными державами. Кроме того, НАТО мечется в поисках помощи по афганскому вопросу (от их последнего манёвра, откровенного подкупа, веет отчаянием). Так что, по нашему предположению, у НАТО имеется множество причин для того, чтобы более серьёзно прислушаться к интересам России.

### **НАТО – Когнитивный диссонанс**

В последнее время НАТО колеблется между относительно воинственными заявлениями в адрес России: злобными сожалениями по поводу раздела Грузии, повторением мифа о грузинском/украинском вступлении и всё более отчаянными просьбами о российской помощи в Афганистане.

Сперва небольшой экскурс в историю: следует помнить, что Россия, в своей предыдущей реинкарнации в виде Союза Советских Социалистических Республик, уже «помогала» в Афганистане, попытавшись оккупировать эту отсталую страну для того, чтобы предотвратить дестабилизацию, аналогичную той, которую мы сейчас

наблюдаем. СССР потерпел сокрушительное поражение, в значительной степени из-за

### ***Добро пожаловать: Газета Moscow News!***

Наконец-то в московской англоязычной прессе появился хоть какой-то плюрализм. На протяжении многих лет, те, кто не мог наслаждаться чтением велеречивых русских изданий, были вынуждены ограничиться любительским и систематически антирусским «журнализмом» газеты Moscow Times (в середине 90-х годов это был самый лучший англоязычный ежедневник в Москве для экспатов; сейчас, после смены руководства и потери лучших журналистов, которые ушли работать в ведущие мировые издания, она сильно напоминает обычную школьную стенгазету).

Несмотря на то, что газета Moscow News остаётся всего лишь еженедельником, она для англоязычных читателей представляет собой более сбалансированную и конструктивную альтернативу. Прихватите экземпляр в следующих раз, когда вам нужно будет «подзарядиться» кофе, и не забудьте сказать их рекламодателям, как вам нравится находить эту газету в кафе!

щедрой поддержки исламских повстанцев со стороны ЦРУ и НАТО, которые вскормили и вспоили талибов, снабдив их ракетами «земля-воздух», которые успешно сбивали советские вертолёты. Тогда погибли тысячи молодых россиян, и хотя после вывода российских войск афганское правительство сумело продержаться пару лет, в конце концов оно было свергнуто экстремистским режимом талибов, которые породили Аль-Каиду и признали чеченский режим. Вряд ли кто-то ожидал, что в конечном счёте

сопутствующей жертвой этого противостояния станут башни-близнецы Всемирного торгового центра в Нью-Йорке, а также отчасти – расплатой американцев за их помощь.

Рассчитывать на то, что русские не видят некоторую поэтическую справедливость в том, что НАТО сейчас вынуждена сражаться со своим собственным детищем, – значит, считать, что русские совсем лишены типичных человеческих недостатков.

Как бы то ни было, усмирить талибов и стабилизировать Афганистан – явно в интересах России. Следовательно, Россия вполне может решиться оказать помощь в рамках более конструктивного взаимодействия с НАТО. Однако было бы чистым безумием полагать, что чиновники НАТО могут позволить себе одновременно дразнить Медведя и рассчитывать на его щедрую поддержку. Для этого потребуется более широкая форма сотрудничества, включая меры, направленные на учёт российских интересов в сфере безопасности.

Избавляться от старых привычек очень трудно, однако если Запад желает, чтобы Россия выступала в качестве его партнёра, ему придётся обращаться с ней соответствующим образом!



## **Примечание I – Новый азиатский век России**

*Время от времени Вашего покорного слугу критикуют за наши якобы синофильные взгляды – ничего более далёкого от истины трудно себе даже представить! Будучи страстными дайверами и любителями яхтенного спорта, мы возмущены непоправимым уроном, который нанесла экологии морей и океанов любовь китайцев к супу из акульих плавников. Как перерождённый буддист, Ваш покорный слуга в бешенстве от «похищения» Тибета (хотя, с другой стороны, внутренняя политика Китая – это личное дело самого Китая, и мы бы очень хотели, чтобы правительства западных стран прекратили стелать по поводу того, чего они не в силах изменить).*

*Вопреки нашим антиамериканским убеждениям мы уже неоднократно предупреждали, что, когда к мировой власти придут китайцы, мы все с большой ностальгией будем вспоминать эпоху американского владычества. Однако это – изложение наших личных пристрастий: для того, чтобы быть полезным своим читателям, Ваш покорный слуга должен стараться описывать мир таким, каков он есть, а не таким, каким мы хотели бы его видеть.*

*Наши читатели нас спрашивали, может ли Китай всерьёз конкурировать с Россией. Мы с прискорбием сообщаем, что ответ очевиден: если с Китаем не могут соперничать европейцы и американцы, то как может Россия? К счастью, однако, у России нет в этом никакой необходимости. Существует множество сфер для взаимовыгодного сотрудничества, и всё китайское – рынки, модели и деньги – станет жизненно важным фактором существования России на протяжении дальнейших десятилетий.*

*Мы от всей души рекомендуем международным инвесторам следовать нашему совету: «Покупайте всё, что Китаю нужно, и продавайте всё, что Китай производит».*

*Написать приведённую ниже статью нас попросил журнал Commodities Now. С его любезного позволения мы перепечатаем её здесь.*

## **Новый азиатский век России**

**Эрик Краус (Eric Kraus)**

Когда в начале нынешнего десятилетия мы впервые предупредили, что опасная и безграмотная политика стран-членов НАТО по отношению к России только ускорит её естественное сближение с набирающим силу Китаем, наши прогнозы были встречены насмешками. Так, один выдающийся американский учёный зашёл настолько далеко, что заявил, будто Россия боится Китай так сильно, что будет вынуждена искать возможность заключить защитный военный союз с Вашингтоном практически на любых условиях, которые американцы ей навяжут...

Прошло десять лет, и мы видим не защитный российско-американский союз, а нечто прямо противоположное – укрепление Шанхайской организации сотрудничества (ШОС) в качестве крупнейшего форума российско-китайского дипломатического и военного сотрудничества, эффективную согласованность российско-китайских интересов в рамках Совбеза ООН, крупнейшие в истории Китая совместные военные учения, бурный рост объёмов двусторонней торговли, значительные китайские инвестиции в российский сырьевой сектор и, самое важное, строительство крупного трубопровода для экспорта российских углеводородов, необходимых для удовлетворения энергетических нужд Китая (между прочим, наш американский друг, ничуть не смущённый своим бесславным послужным списком, продолжает карьерный рост и сейчас работает советником президента Обамы по российским вопросам).

Следует признать, однако, что причин для сомнений имелось немало: исторически получилось так, что взаимоотношения между Россией и Китаем не складывались ровно. Начиная с эпохи Петра Великого, Россия в своих поисках образца для подражания смотрела по направлению «цивилизованного Запада», а не в сторону отставшей и бедной Азии. К концу наполеоновских войн Россия вступила на европейскую сцену уже не просто в роли

стороннего наблюдателя, а в качестве полноправного участника – как оплот монархического консерватизма, стремящегося к сохранению статус-кво.

Подобно её западноевропейским аналогам, царская империя рассматривала земли, расположенные на юге и востоке Европы, как законную область её территориальной экспансии. Когда династия Цин в Китае пришла в упадок, Россия начала свою мощную экспансию на восток вдоль реки Амур, захватив значительную часть тихоокеанской территории, номинально находившейся под китайским правлением. В результате этого захвата, достижения которого были закреплены Айгунским договором и Тяньцзиньским трактатом, к Российской империи перешёл один миллион квадратных километров земли, расположенной между Становым хребтом и рекой Амур.

Во время революции в Китае Россия оказала поддержку Мао, однако после непродолжительного периода сотрудничества двух ведущих коммунистических держав отношения стремительно испортились из-за личной вражды, вспыхнувшей между Мао и Хрущёвым, а также в ходе решения фундаментального вопроса – кто из двух стран будет играть роль «старшего брата». Кульминацией этой вражды стала серия военных столкновений, произошедших в конце 1960-х гг. на границе, твёрдое соглашение о которой так никогда и не было достигнуто. К тому моменту, когда Советский Союз принял решение о своей добровольной аннуляции в 1991 году, его отношения с Китаем варьировались от плохих до просто никаких.

За укрепляющимися экономическими отношениями скрывалась очевидная логика: Азии были необходимы российские ресурсы, а Россия отчаянно нуждалась в азиатском капитале, однако, хотя президент Ельцин и делал периодические попытки проводить более активную азиатскую политику, направленную на увеличение торговых оборотов и строительство путепроводов, эти попытки, как правило, были лишены целенаправленности и последовательности. Ельцин был одержим идеей восстановления отношений с Западом, а потому Китай и Японию очень быстро разочаровала непоследовательная и неэффективная российская политика. Дипломатические отношения оставались прохладными, а споры относительно десятков тысяч километров приграничной территории не утихали. Китайцы продолжали считать своих западных соседей варварами, а русские рассказывали леденящие кровь рассказы о «жёлтой угрозе»: два миллиона нелегальных китайских иммигрантов уже проникли глубоко на территорию Восточной Сибири и были готовы восстать и захватить российский Дальний Восток.

Переход президентского кресла к Владимиру Путину привёл к фундаментальной перестройке этих жизненно важных отношений. С политической точки зрения, обе страны объединяло их резкое неприятие односторонней политики, проводимой администрацией Буша, а также желание восстановить свои сферы влияния в рамках мультиполярного мира. Обе страны являются постоянными членами Совета безопасности ООН, на заседании которого интересы Китая и России часто совпадают. Последний российско-китайский спор по поводу приграничных территорий – двух островов, расположенных в устье реки Амур, – был окончательно решен в 2004 году. Затем были предприняты усилия по улучшению взаимного восприятия двух народов – был проведён год России в Китае, за которым последовал год Китая в России.

Дипломатическое сближение Китая и России поражает воображение: Шанхайская организация сотрудничества, размеры которой сейчас увеличились настолько, что в неё вошли все ведущие евроазиатские страны, за исключением ориентированных на Америку Японии и Австралии, из маленькой «говорильни» превратилась в один из ключевых инструментов китайско-российского влияния в Центральной Азии. Россия и Китай также согласовывают свои интересы в Совбезе ООН, в рамках которого Китай, не желающий обострять отношения со своим крупнейшим экспортным рынком, своеобразно прячется за спину российского правительства, которое более склонно занимать конфронтационную позицию.

Наконец, недавно были проведены крупнейшие в истории обеих стран совместные военные учения, и теперь, спустя несколько десятилетий, на протяжении которых Россия продавала

Китаю несколько устаревшее оружие, Россия всё более охотно экспортирует в Китай свои военные технологии последнего поколения, что свидетельствует о новой степени уверенности в долгосрочности взаимоотношений.

Пока Китай рыскает по всему миру в поисках ресурсов – энергоносителей, зерна, целлюлозы и бумаги, минералов, металлов и руды, – необходимых для стимулирования её безграничного промышленного роста, торговый оборот между Россией и Китаем превысил \$60 млрд в год. Для того чтобы удовлетворить китайский спрос, строятся российские железные дороги и сети для передачи электроэнергии. После продолжительного и мучительного периода выбора между двумя конкурирующими маршрутами (китайским и японским путепроводами) Россия сделала выбор в пользу Китая. Первый этап строительства Восточного нефтепровода (ВСТО) завершён; сейчас ведутся проектные работы по возведению параллельного газопровода. Со стратегической точки зрения, поставки энергоносителей из России и южных республик дают Китаю огромное преимущество: их стабильности не угрожает опасность морской блокады.

Во время мирового экономического кризиса китайский капитал стал для России бесценным: на выгодных условиях Китай предоставил российской госмонополии «Транснефть» и государственной нефтяной компании «Роснефть» кредиты на общую сумму \$25 млрд в обмен на гарантию нефтяных поставок в будущем.

### **Двуглавый орёл наконец смотрит на Восток**

Когда 28 декабря премьер-министр Владимир Путин произнёс речь, посвящённую введению в эксплуатацию первого в России крупного спецморнефтепорта Козьмино на Тихом океане, из которого будет осуществляться экспорт нефти из труб долгожданного нефтепровода ВСТО (Восточная Сибирь – Тихий океан), это ознаменовало фундаментальный сдвиг в мировом энергетическом балансе. Заявление Путина, что «это не просто труба, а, скорее, геополитический проект», следует понимать буквально. Восточный экспортный маршрут, общая стоимость строительства которого составила примерно 15 млрд долл. США, стал самым дорогим инфраструктурным проектом в истории российского нефтегазового сектора. Стоимость транспортировки нефти по нему будет примерно в два раза превышать издержки европейских экспортных маршрутов – неизбежная цена, которую России придётся заплатить за право участия в азиатской истории роста, а также за её освобождение от зависимости от западного потребителя. Итак, несмотря на то, что Россия, крупнейший в мире производитель нефти (10 млн б/с по сравнению с 7 млн, добываемыми Саудовской Аравией), традиционно обращала свой взор на западноевропейские рынки, теперь, с завершением строительства следующего этапа ВСТО, включая китайское ответвление, значительная доля российского углеводородного экспорта потечёт на растущие азиатские рынки, в особенности в Китай.

### **Россия и Дракон**

Бессмысленно дразня и обижая Россию, Североатлантический альянс своей неуклюжей, ханжеской и нередко провокационной дипломатией добился только того, что ускорил процесс российско-китайского сближения. С точки зрения России, Китай представляет собой одновременно угрозу и возможность, и имеется множество сфер стратегической конкуренции между двумя гигантами. Тем не менее, практически все западные комментаторы упускают из виду один фундаментальный фактор: российское правительство прекрасно осознаёт то, насколько ограничены имеющиеся в его распоряжении возможности противодействовать циклическому подъёму Китая. Учитывая то, что этот процесс неизбежен, в российских интересах – научиться извлекать выгоду из этого фундаментального сдвига в центре мирового экономического притяжения.

Прагматическая дипломатия Китая привела к тому, что его влияние в странах лагеря «станов», которые ранее являлись южным флангом Советского Союза и всегда находились в сфере российских интересов, существенно возросло. Казахский президент Назарбаев, который раньше пытался столкнуть «лбами» Россию, Китай и Запад, сейчас всё большую

ставку делает на Китай по мере того, как Казахстан всё сильнее жаждет стать участником азиатского экономического роста. Огромное увеличение объёмов китайского проектного финансирования и прямых инвестиций в сырьевой сектор и инфраструктурное строительство Казахстана приведёт к росту объёмов добычи минеральных ископаемых в этой стране и их поставок на китайский рынок. Аналогично, китайские инвестиции – это мощный катализатор для экономик соседних республик, Узбекистана и Таджикистана, при этом промышленные товары, произведённые в Китае, уже вытеснили с региональных рынков все российские товары. Недавно был введён в эксплуатацию китайский газопровод мощностью 13 млрд кубометров газа в год, пролегающий из Туркменистана в Китай по территории Казахстана и Узбекистана, что ещё больше запутало давно начавшиеся между Китаем и Россией переговоры о будущих поставках российского газа с Сахалина: Россия требует, чтобы формула расчёта цены на газ индексировалась с учётом изменения цен на азиатскую сырую нефть, однако Китай делает всё возможное, чтобы избежать этой индексации. И, несмотря на то, что оператор проекта «Сахалин I», компания Exxon, неоднократно просила позволить ей продавать газ в Китай напрямую, российский «Газпром» сохраняет за собой не подлежащую обсуждению юридическую монополию на транспортировку газа по территории Российской Федерации. Таким образом, мы полагаем, что в конце концов Китай примет условия России о ценообразовании газовых поставок на основе стандартной индексации с учётом нефтяной формулы.

### **Набукко: О трубопроводах и воздушных замках**

С европейской точки зрения, постоянные угрозы Европы диверсифицировать свои источники поставок энергоносителей имеют непреднамеренные, хотя и легко предсказуемые, последствия: Россия, в свою очередь, делает всё возможное, чтобы диверсифицировать свои экспортные рынки. И хотя строительство Северного и Южного потоков, по которым российский газ потечёт напрямую в Западную Европу, накладывает на обе стороны определённые долгосрочные обязательства, углеводороды, добытые на новых месторождениях, в основном будут экспортироваться на Восток. Североатлантический альянс добился «впечатляющих» результатов, разглагольствуя о проектируемом путепроводе Набукко – южно-европейском энергетическом коридоре, предназначенному для транспортировки каспийского газа в Европу в обход российской территории. Угроза появления Набукко заставила Россию предпринять ответные действия и «перетянуть» на себя все имеющиеся в наличии центрально-азиатские газовые поставки, а также ускорить процесс диверсификации её собственных экспортных маршрутов. И хотя планировалось, что изначально газ будет поставлять Азербайджан, этих поставок будет явно недостаточно для того, чтобы газопровод Набукко стал экономически целесообразным. Принимая во внимание то, что Китай и Россия отчаянно стараются выкупить весь имеющийся в данном регионе газ (не говоря уже об очевидной проблеме, связанной с транспортировкой центрально-азиатского газа в Европу, – все пять прикаспийских стран имеют право вето на любое подводное строительство), можно смело сказать: вероятность того, что для Набукко найдётся достаточно газа, практически равна нулю.

### **Новый азиатский век России**

Мы полагаем, что в будущем мы будем наблюдать за усилением интеграции российской и китайской перерабатывающей промышленности. Листинг «Русала», российского алюминиевого гиганта, на Гонконгской бирже может служить примером. Производство алюминия, кристаллизованной формы электричества не имеет никакого смысла в энергодефицитном Китае, однако это более чем целесообразно в российской Сибири, изобилующей гидрогенерирующими ресурсами. Мы считаем, что китайские госкорпорации постараются приобрести доли в структурах акционерного капитала «Русала» и других крупных российских металлургических компаний, что приведёт к дальнейшей интеграции сетей поставок.

Аналогичные действия не исключены в других сырьевых секторах по мере того, как китайская промышленность продвигается всё дальше вверх по лестнице товаров с высокой добавленной стоимостью, а сам Пекин желает уменьшить растущую экологическую нагрузку, создаваемую стремительной индустриализацией, и вводит всё более суровые требования по уровню максимально допустимого загрязнения, поставкам чистой воды и использованию земель.

У великих держав нет неизменных друзей – есть только неизменные интересы. И это соображение верно в отношении и Китая, и России. Экономическая целесообразность дальнейшей российской интеграции с развивающейся Азией достаточно сильна для того, чтобы преодолеть любые культурные или политические барьеры. И хотя в последнее время основное внимание было направлено на поставки энергоносителей, это только часть общей истории: рынки роста для российского экспорта в Китай включают в себя сельскохозяйственные продукты, в особенности зерно и продукты питания, коксующийся уголь, железная руда, металлы платиновой группы, золото, медь, никель, алюминий и древесина. Более того (хотя это может показаться спорным), мы полагаем, что в связи с экологическим уроном, вызванным ростом численности населения и климатическими переменами, следует ожидать увеличения торгового оборота в электроэнергетике, сельском хозяйстве и даже поставках питьевой воды, которая в центральных областях Китая становится всё более дефицитным ресурсом.

Эрик Краус (Eric Kraus) – специальный советник Финансовой корпорации «ОТКРЫТИЕ», Москва. С его ежемесячными аналитическими обзорами, *«Истина и красота (и российские финансы)»*, можно познакомиться на сайте [www.open.ru](http://www.open.ru).

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

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

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

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

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

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

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

ООО Финансовая корпорация ОТКРЫТИЕ © 2010; Эрик Краус © 2010.

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

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