

М.А. Лебедев

ОХОТА

НА ПРИБЫЛЬ ФОНДОВОГО РЫНКА



Юрий Чеботарев

**Охота на прибыль
фондового рынка**

«И-трейд»

Чеботарев Ю. А.

Охота на прибыль фондового рынка / Ю. А. Чеботарев — «И-трейд»,

Цель книги – рассказать о том, что является движущей силой российского фондового рынка; о том, как сформировались на нем финансовые империи; о влиянии, которое начал оказывать на рынок суверенный капитал; об инсайдерах, которые не просто зарабатывают на рынке, но и ведут самые настоящие финансовые войны; о роли инвестиционных фондов: как видимой, так и скрытой; о том, кто и как использует производные финансовые инструменты в корыстных целях и о том, как жадность, азарт и жажда легкой наживы способствуют заработкам на фондовом рынке. Книга ориентирована в первую очередь на управляющих активами на фондовом рынке, а также на всех, кто так или иначе соприкасается с ценными бумагами и производными инструментами. В ее основе лежат реальные события, происходившие и происходящие по сей день на современном российском фондовом рынке.

© Чеботарев Ю. А.

© И-трейд

Содержание

Предисловие	5
Введение	7
Глава 1. Биржевой драйв	10
1.1. Русский драйв финансовых империй	10
1.2. Жадность – ускоритель роста цен	12
1.3. Сознательно, за хорошее вознаграждение	13
1.4. Стальной драйв	15
1.5. Классический русский драйв	17
1.6. Намек на распил	20
1.7. Стечение обстоятельств	21
1.8. Прогноз мимо кассы	23
1.9. Траектория прогнозирования	24
1.10. Волшебный маяк	26
1.11. В поисках биржевого драйва	28
1.12. Болезни проявляются по-разному	30
1.13. Драйв на желании	32
1.14. Федеральный резерв США – драйвер мирового масштаба	33
1.15. Драйв спекулятивного капитала	35
1.16. Драйв от дорогой нефти	36
Конец ознакомительного фрагмента.	37

Юрий Анатольевич Чеботарев

Охота на прибыль фондового рынка

Предисловие

Человек ежедневно сталкивается с огромным потоком экономической информации. Эта информация противоречива, а ее качество зачастую очень сомнительно. Иногда даже удивляешься, какое отношение эта информация может иметь к повседневной биржевой жизни? Но именно этот поток противоречивой и разнокачественной информации постоянно «бомбардирует» финансовое поле, порождает спрос и предложение на активы и непрерывно изменяет картину цен нашей экономической жизни. И важнейшим качеством этого потока информации является абсолютная невозможность предсказать, какова будет ценность того или иного актива в будущем. А происходит это потому, что поток финансовой информации представляет собой поток нестационарных случайных событий. Эти события никогда не повторяются в своей логической последовательности.

Биржевые операции выполняют строго направленную экономическую функцию и являются составным элементом рыночной экономики. Биржи появились в период завершения эпохи Ренессанса, на заре капиталистической формации. Функция биржи – выявлять реальный спрос на рыночные активы. Без этой функции биржи рыночная экономика существовать не может.

Биржевые торговые стратегии достаточно сложны и понятны не каждому обывателю. Многим кажется, что достаточно иметь базовое образование МВА или получить сертификат ФСФР и биржевая прибыль потечет в их карманы. В действительности все гораздо сложнее. Только многолетний опыт биржевых операций позволяет построить стабильно работающие и приносящие прибыль биржевые стратегии.

Хочу рассказать вам случай из реальной жизни. Он отлично демонстрирует, как обыватели порой ни в какую не хотят понимать сложность процесса ценообразования на бирже. Они не хотят этого делать потому, что жадность порождает в них уверенность в возможности получить прибыль путем простейших биржевых операций.

Однажды в подъезде я встретил соседку по лестничной клетке. Она только недавно прилетела из Египта: отдохнувшая, загорелая и с жаждой легких денег, подогретой жарким египетским солнцем. Ей было известно, что я занимаюсь спекулятивными операциями на бирже, поэтому она сразу перешла к делу.

– Представляешь, мне на отдыхе один парень показал, как он реально зарабатывает деньги на валютных операциях, – с жаром начала соседка. – У него на мониторе шли котировки в реальном времени британского фунта к доллару. Он при мне обменял 100 долларов на фунты и через 20 минут обменял фунты на доллары. В результате заработал 50 баксов. Я была поражена: неужели за такое небольшое время можно столько заработать? А ты? Ты тоже так зарабатываешь? – с завистью в голосе спросила она.

– Нет, я так не зарабатываю. Тебя просто обманули, – ответил я.

– Как это? А как же тогда? А что же? – соседка пришла в замешательство. – Да как же это меня обманули, если я все своими глазами видела! Человек при мне вложил 100 долларов, а через 20 минут получил плюс 50 долларов? Не понимаешь, что ли? – соседка покрутила пальцем у виска.

– Ну, если ты не хочешь считать, что тебя обманули, могу предложить другую формулировку – тебя провели, как лоха.

Обида и недоумение отразились на лице соседки. Она никак не могла понять, почему реально находившиеся в руках у парня деньги могли появиться обманным путем. Однако ее следующая фраза уже меня привела в недоумение.

– И все-таки я верю, что британский фунт – сильная валюта, и на нем можно здорово заработать, – с твердой верой в будущие доходы заявила она.

– Я могу посоветовать тебе только одно, – ответил я, – лучше заниматься тем бизнесом, который у тебя сейчас налажен и приносит стабильную прибыль. Валютные операции – это для профессионалов. Парень, который на морском берегу показывал фокусы с превращением британских фунтов в долларовую прибыль – это обман для непосвященных в этот бизнес. Обман этот построен на простейшей эксплуатации такого человеческого свойства как жадность. Не надо спешить. Надо сперва во всем разобраться и только потом инвестировать свои доллары в рынок британских фунтов.

Не только обыватели, но и профессиональные трейдеры, которые торгуют по индивидуальным прогнозным методикам, тоже думают, что есть причина событиям, которые способствуют появлению желаемых цен на биржевые активы. Как в примере с моей соседкой: она абсолютно уверена, что британский фунт сильная валюта и не заработать на спекуляциях с ней – просто невозможно. А все это происходит потому, что люди, в массе своей, отказываются понять и принять случайность. Я уже не говорю об аналитиках финансовых рынков, управляющих активами и частных трейдерах. Большинство из них, изучив основы фундаментального и технического анализа, воспринимают эти виды анализа, как панацею от всех бед. Эти виды анализа всегда найдут причину, с помощью которой можно объяснить прошедшие события на финансовом рынке. Обратите внимание: только прошедшие события, но никак не будущие.

Огромная армия торгующих биржевыми активами никогда не зарабатывает с помощью прогнозов, методов фундаментального или технического анализов. Просто потому, что с их помощью постоянно зарабатывать на бирже невозможно. Вот и пытаются управляющие различных компаний, придумывать хитроумные и незаконные схемы заработка. В помощь привлекаются чиновники, руководители эмитентов разного ранга, инсайдеры, финансовые группы, хедж-фонды, крупные спекулятивные фонды и т.д. Все что движется или не движется, говорит или молчит – все идет в ход, лишь бы получить прибыль. А некоторые и того проще – организуют откровенную финансовую пирамиду вопреки всем службам финансовых рынков. Как же не нарушить законодательство, если деньги сами идут в руки, а желающие отдать свои кровные выстраиваются в очередь.

Да, биржевая жизнь бурлит интересом к наживе. На фондовом рынке охота на прибыль будет продолжаться вечно. Хочу закончить предисловие выражением благодарности моему покойному отцу, Анатолию П. Чеботареву и маме, Марии В. Чеботаревой, которым я обязан жизненным оптимизмом, сделавшим возможным создание этой книги. Также хочу выразить благодарность своей дочери Елене, за большой труд по редактированию рукописи и сыну Николаю за компьютерную помощь.

Введение

Человек не может прогнозировать будущее с достаточной степенью точности. Именно поэтому прогнозирование биржевых цен остается занятием сродни шаманству. Причина в том, что будущее – это сгусток случайных событий, сущность и время появления которых никому неизвестно. Будущие события можно только угадать и то не всегда. Люди, которым сложно понять вероятностную природу мироздания, склонны обращаться к оккультным наукам, веруя в то, что существуют некие «скрытые механизмы». А те, кто уже идентифицировал эти «скрытые механизмы» якобы могут с достаточной уверенностью предсказать будущий экономический миропорядок. Следует однозначно и определенно сказать, что все события, происходящие вокруг нас, имеют вероятностную природу. Ни одно явление не может быть предсказано с достаточной уверенностью.

Для биржевых операций поток цен интересен с точки зрения получения прибыли. Человек в состоянии построить такой «анализатор» биржевых цен, который может преобразовывать случайную последовательность цен в прибыль. Управлять самим потоком биржевых цен человек не может. На биржевом рынке человек может управлять только рисками.

Удивительно, но чиновники почему-то считают, что на биржевом рынке должна быть «справедливая цена», а никак не случайная. А что такое «справедливая цена» не знает никто. Для покупателя «справедливая цена» – чем ниже, тем лучше. Для продавца «справедливая цена» – только дороже. Для спекулянта «справедливая цена» – это цена, которая принесет ему быструю прибыль. Вот, пойдя и разберись, кто и что понимает под «справедливой ценой»? Все разговоры о «справедливой цене» – от лукавого. Рынок сам определит цены на биржевые активы, и процесс этот будет случайным, независимым от мнения чиновников.

Как известно, процесс эволюции рыночной экономики – это череда «надувания» и «лопаяния пузырей». Каждое «лопание пузыря» возвращает рынок и экономику на долгосрочный плавно-восходящий тренд. При сегодняшней структуре российской экономики «надувать новые пузыри» просто не на чем. Все, что имело хоть какой-то потенциал роста – сырье, недвижимость, потребительское кредитование – уже и «надулось», и «лопнуло».

Мировой финансовый кризис выявил две фундаментальные проблемы фондового рынка России. Первая – отсутствие глобальных консервативных инвесторов, и вторая – отсутствие длинных источников финансирования. Рассчитывать на внутренние длинные источники не приходится: реформа российской пенсионной системы проведена абсолютно бездарно. Собственно, ей и не придавалось большого значения: на наш рынок активно шел западный капитал. Но достаточно было двух месяцев кризиса, чтобы понять – весь капитал спекулятивен.

Российские сырьевые гиганты выводили фондовый рынок в пятерку мировых лидеров. Но уже к середине сентября 2008 г. Россия полностью сосредоточилась на спасении рынка от нашествия продавцов, рассматривая претензии московских бирж на международный статус, как гипотетическую мечту. Нашествие продавцов уронило ключевые российские индексы в два с лишним раза, снизив суммарную капитализацию торгуемых компаний на триллион долларов. Россия, из крупных стран, одной из последних вошла в «медвежий» рынок. Но, войдя в него, стала падать очень быстро: «тихая гавань» мирового финансового рынка тотчас превратилась в «тихий омут». Конфликт вокруг ТНК-ВР, «призыв послать доктора» от премьер-министра для решения вопроса угольных цен, операция по принуждению Грузии к миру, повышение резервирования для банков – все заработало на падение рынка. Всего за четыре месяца 2008 г. основной индикатор российского рынка акций – индекс РТС, снизился на 57.6%. Серьезная цифра!

Биржевой рынок – поле огромной сложности. Текущая информация о биржевом рынке никогда не может быть совершенной. Как и почему – вечные вопросы, которые интересуют любого участника биржевой индустрии.

Как в Российской империи формировалась сырьевая экономика, и почему природные богатства страны сегодня становятся национальной идеей новой России?

Как формируется стратегия «энергетической сверхдержавности» России, и почему Россия не рассматривает себя с позиции «поставщика энергоресурсов последней инстанции» на энергетическом рынке?

Как получилось, что основным владельцем активов, обращающихся на фондовом рынке России, остается государство, и почему энергетический сектор находится под пристальным вниманием и постоянным контролем государства, активно увеличивающего в нем свою акционерную долю?

Как инсайдеры начинают зарабатывать на простейших рейдерских атаках, и почему впоследствии превращаются в благопристойные и уважаемые инвестиционные фонды?

Как возникают крупные инсайдерские войны, и почему в этом всегда замешаны государственные чиновники?

Как высокие цены на нефть приводят к увеличению затрат на добычу нефти, и почему растущие затраты делают нефтяные компании более уязвимыми в случае снижения цен на нефть?

Как спекулянты играют на нефтяных фьючерсах, и почему они не могут в одночасье выйти из нефтяных активов?

Как специалисты по «теории заговоров» конструируют логическую последовательность, из которой следует, что за ростом и падением нефтяных цен стоит организованная сила, способная контролировать эти цены?

Как суверенные фонды стремятся расширить экономическое влияние своей страны, и почему для поглощения избираются компании, обладающие нужными национальному бизнесу технологиями, обширной клиентской базой или узнаваемыми брендами?

Как государственные банки привлекают крупные активы для фондовых операций, и почему для этого нужно быть «любимой» дочкой правительства?

Как финансовые фонды наращивают свои активы, и почему с их помощью появляются безналоговые миллиардеры?

Как биржевые аналитики прогнозируют биржевые цены, и почему эти прогнозы делаются исключительно в корыстных интересах самих аналитиков?

Как пишутся биржевые прогнозы, и почему большинство прогнозов не сбывается?

Как подбираются кадры в управляющих компаниях, и почему большинство этих компаний укомплектовано бездарными специалистами?

Как формируются случайные события вокруг биржевых цен, и почему эти события могут появиться только из будущего?

Как, используя фьючерс на индекс, человек стремится удвоить капитал, и почему большинство начинающих свой путь на фондовом рынке следуют путем соблазна сыграть по-крупному?

Как страсть к наживе привела к созданию синтетических продуктов на рынке деривативов, и почему от «передозировки» этими продуктами умерли крупные инвестиционные компании?

Как создаются финансовые пирамиды, и почему их активность растет в период повышенной инфляции?

Как кризис показал, чего на самом деле стоят так называемые профессионалы рынка ценных бумаг, и почему сертификат ФСФР не дает никаких знаний по прибыльному управлению активами на фондовом рынке?

Как будут надувать новый «биржевой пузырь», и почему это будет делаться в сфере биотехнологий, экологических технологий, ресурсосберегающих технологий?

Обо всем этом рассказывает настоящая книга.

Глава 1. Биржевой драйв

1.1. Русский драйв финансовых империй

Английское слово *drive* – переводится как *привод*. Какие факторы выступают в качестве привода фондового рынка? Скажем сразу, их очень много. И не все эти факторы могут иметь прямое отношение к фондовому рынку. Но, главное, какими бы факторы ни были, они не могут всецело определять движение рыночных цен. Ценообразование на бирже – это нестационарный случайный процесс, который не имеет никаких закономерностей. А одной из причин отсутствия закономерностей в биржевом ценообразовании является огромная совокупность событий, приводящих цены в движение. Главными особенностями этих событий являются: их случайность и невозможность предсказания.

Время 90-х годов прошлого столетия определялось для политики России тем, в каких отношениях друг с другом пребывали олигархи Гусинский и Березовский. Теперь оба они беженцы, со смешным по современным русским меркам состоянием в жалкие сотни миллионов долларов.

К 2003 г. из шести олигархов, списка «Forbes Russia», в строю осталась только половина. Последним отказался принимать новые правила игры Михаил Ходорковский. Но государство добралось и до него. Скандал вокруг «дела ЮКОСа» стал самым громким за все время президентства В.Путина. Зато после того, как Ходорковский получил свои восемь лет тюрьмы, никаких вопросов у оставшихся олигархов больше не возникало. Русские мультимиллионеры стали один за другим брать на себя «повышенные социальные обязательства» [1].

Так, Роман Абрамович добровольно взялся обустроить Чукотку. В регион было вложено больше \$2 млрд. Богом забытый край расцвел на глазах. Теперь на Чукотке самая благоприятная по стране жилищная ситуация, а уровень компьютеризации и вообще один из самых высоких в мире. Абрамович дважды просил освободить его от поста чукотского губернатора, однако власти считают, что бизнесмен должен еще многое сделать для развития региона.

Олег Дерипаска добровольно взял на себя расходы по подготовке сочинской Олимпиады-2014. Он на свои деньги отремонтировал аэропорт в Адлере, а дальше собирается построить несколько очень дорогих спортивных объектов.

Сулейман Керимов вышел из думской фракции ЛДПР и вступил в «Единую Россию», которая работает в связке с президентом. И как только президент выступил на Кубанском экономическом форуме с призывом вкладываться в развитие юга России, добровольно перечислил на развитие экономики Дагестана \$100 млн.

И так было со всеми русскими миллиардерами. Кто-то строит доступное жилье для малоимущих. Кто-то взял на себя обязательство по развитию детского спорта. Кто-то вкладывает в культуру и образование. Кто-то из собственных средств платит тренеру сборной России Гусу Хиддинку, ведь достижения отечественной футбольной сборной тоже должен кто-то оплачивать.

Роль драйва в финансовой жизни российских финансовых империй эпохи В.Путина определяет элементарный человеческий страх. В начале своего правления В.Путин «мочил террористов в сортире», затем зачищал олигархов. Как показывают опросы населения, большинство считает такое поведение правильным в отношении и тех, и других.

Было время, когда олигархом называли влиятельного политика. При В.Путине никакого отношения к политике олигархи больше не имеют. Олигархами стали называть людей, готовых делиться деньгами с гражданами собственной же страны.

Именно в этом смысле самым типичным олигархом новой эпохи российских финансовых империй называют Виктора Вексельберга. Собственных газет или телеканалов у него никогда не было. Во власть Вексельберг старался не лезть. До начала 2000-х его имя вообще было мало кому известно. Просто потом в стране начались совсем другие времена, и Вексельберг одним из первых принял новые правила игры. Еще до того, как суд вынес вердикт по делу Ходорковского, Вексельберг выкупил у западных владельцев национальное достояние России (коллекцию пасхальных яиц Фаберже и еще кое-какие ювелирные изделия, общим числом в 190 наименований) и намеревался безвозмездно передать их государству. Точная сумма сделки так и осталась не раскрытой. Но разве это важно? Главное, что все это делается для страны, и вовсе не для денег.

1.2. Жадность – ускоритель роста цен

Представим себе, что государство продает всем желающим «обязательство», на котором написано, за какую сумму и когда оно выкупит бумагу обратно. Заинтересованное лицо покупает «обязательство» за миллион, а правительство обещает, что через полгода (год... полтора...) выкупит «обязательство» за два (три... пять...) миллионов. Заманчивые доходы под гарантии государства – бесплатный сыр в мышеловке. Заинтересованных лиц, готовых вложить свои активы под гарантии государства всегда предостаточно. Человеческая жадность на прибыль под гарантии государства безгранична.

Что делает государство, когда приходит время расплачиваться? Государство печатает новую партию «обязательств» и из этих денег покрывает старые долги. В этом суть финансовой пирамиды. Вся эта схема была описана еще в книге «Занимательная арифметика» 1926 г. издания. И там же было написано, что каждая пирамида непременно закончится обрушением. Деньги, поступающие от последних вкладчиков, идут на выплаты первым, и все неплохо работает, но только до тех пор, пока пирамида не рухнет. В этот момент те, кто успел вытащить деньги, фантастически обогащаются, а остальные остаются ни с чем.

Первые финансовые пирамиды появились в России летом 1993 г. Устроены они были частными жуликами и просуществовали недолго. Самой известной из всех стала пирамида «МММ». Бумаги этой пирамиды купили несколько миллионов человек. Летом 1994 г. пирамида рухнула. Люди, вложившие деньги последними, как и было обещано, остались ни с чем. Несколько сотен человек покончили с собой. Несколько сотен тысяч – потеряли все, что имели. Суды по делу «МММ» длились пятнадцать лет.

Государственная пирамида ГКО (государственных краткосрочных облигаций) появилась в том же году, что и «МММ». Но в отличие от частных мошенников, вовремя свернуть деятельность государство не успело. По идее, прикрывать ГКО нужно было в 1995-96 гг. Но тогда сделать это было невозможно: в стране шли выборы президента. Отталкивать банкиров было ни в коем случае нельзя. А после выборов ситуация вышла из под контроля и закончилась дефолтом в 1998 г.

1.3. Сознательно, за хорошее вознаграждение

Аналитики рейтингового агентства Standard & Poor's после анализа данных от ипотечных кредиторов решили в 2000 г., что дефолт по комбинированному кредиту – когда заемщик в дополнение к ипотечному кредиту берет второй, пуская его на первоначальный взнос – не более вероятен, чем по обычному ипотечному кредиту. Как им удалось прийти к такому выводу (и особенно, за какие деньги) – история умалчивает. Спустя шесть лет агентство Standard & Poor's изменило первоначальное мнение, но было поздно. Эта и другие кредитные новинки способствовали росту рынка высокорискованных ипотечных кредитов до \$1.1-1.3 трлн. Высоко рискованные ипотечные кредиты, так называемые *subprime mortgage*, выдавались под высокий процент заемщикам с плохой кредитной историей и низкими доходами. Наблюдавшееся с начала десятилетия снижение процентных ставок в США (в 2003 г. ФРС опустила их до 1%) и рост цен на жилье привели к буму на ипотечном рынке. Банки ослабили требования к заемщикам. Клиенту ничего не стоило подделать справку о доходах, а инвестбанкам активно секьюритизировать кредиты, выпуская на них ипотечные облигации [2].

При выпуске ипотечных облигаций инвестиционные банки андеррайтеры объединяют тысячи кредитов в пул, который затем может быть разбит на транши с разным уровнем риска. В отличие от выпуска корпоративных облигаций, когда эмитент просто отдает агентству бумагу на получение рейтинга, при секьюритизации агентства активно участвуют в подготовке выпуска, предъявляя свои требования к пулу. Агентство Standard & Poor's требует, чтобы стоимость комбинированных кредитов составляла не более 20% пула, в противном случае рейтинги снижаются. Андеррайтеры же структурировали сделки так, чтобы получить максимально возможные рейтинги, а если это не удавалось, могли обратиться к другому агентству. Это всегда было вопросом охоты «за более высокими рейтингами». Понятно, что инвестиционные банки и ипотечные кредиторы предпочитают говорить о «максимизации стоимости».

Однако везде должна быть система координат. Кризис *subprime* (сверхнадежные ценные бумаги) – это не взрыв очередного «мыльного пузыря», тут более глубокие вещи. Была система координат и на долговом рынке: люди понимали, что есть доходные «мусорные» облигации, а есть бумаги с низкой ставкой, но зато они сверх надежные – с наивысшими рейтингами. А что получилось: на «мусорных» облигациях многие инвесторы потеряли меньше, чем на *subprime* бондах с рейтингом AAA. В одночасье рухнула система доверия и вообще анализа того, что такое хорошо и что такое плохо [3].

Комиссионные рейтинговых агентств за рейтинг ипотечных облигаций брались вдвое выше, чем корпоративных. Так, рейтинговое агентство Moody's, за период с 2002 по 2006 гг. получило около \$3 млрд. за работу по выставлению рейтингов бумагам, обеспеченным кредитами различных видов. Инвестиционные банки, со своей стороны, увеличивали круг инвесторов. Если бы рейтинги по многим облигациям были ниже, их не смогли бы покупать пенсионные и паевые фонды, поскольку институциональные инвесторы покупали эти бумаги, прежде всего ориентируясь на рейтинги.

Рейтинговые агентства сознательно, за хорошее вознаграждение, завышали рейтинги облигационных выпусков. Они неправильно отреагировали на ипотечный бум в США, который стал источником эпидемии, стремительно распространяющейся по мировым рынкам. Только в 2006 г. агентство Standard & Poor's выставило рейтинги по 646 выпускам облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами, на \$533 млрд., а агентство Moody's – по 637 выпускам на \$534 млрд., Fitch Ratings – по 265 на \$244 млрд., DBRS – по 81 на \$65 млрд. Серьезные деньги! А в середине июля 2007 г. Standard & Poor's и Moody's поставили на пересмотр рейтинги более 1000 выпусков бондов на сумму \$17 млрд. После получения вознаграждения можно и рейтинги пересмотреть.

В одном из крупнейших мировых агентств Moody's гласности были преданы внутренние документы, в которых сообщалось, что в январе 2007 г. высокопоставленные сотрудники агентства узнали об ошибке в компьютерной модели анализа данных. С помощью этой модели были даны высшие рейтинги ценным бумагам, у которых на самом деле рейтинги на четыре степени ниже. После этого агентство исправило компьютерную систему присвоения рейтингов, но ошибочные рейтинги ценных бумаг остались на том же уровне, пока по рынку не прокатилась волна многомиллиардных списаний долговых активов [4].

Повышенное внимание к сообщениям о возможных упущениях в присвоении рейтингов долговым ценным бумагам было проявлено не случайно. Финансовые аналитики заявили, что именно рейтинговые агентства не сумели вовремя оценить качество высокорисковых долговых и в частности ипотечных продуктов. Это помешало рынку заблаговременно принять меры предосторожности.

Известия о сбоях в системе рейтингов Moody's привели к тому, что при открытии торгов на NYSE акции Moody's испытали рекордное падение с 2000 г.: они подешевели с \$43.9 до \$38. Участники рынка поняли, что система присвоения рейтингов остальных бумаг не застрахована от ошибок. А раз так, означает ли это, что всем остальным продуктам присваивались правильные рейтинги? Будут ли снижены их рейтинги? Ведь это приводит к панике на рынке. Агентство Moody's просто медленно раскрывало правду. Чем дальше, тем больше неприятных обстоятельств стало известно.

1.4. Стальной драйв

За первое полугодие 2008 г. мировой стальной рынок поставил новые ценовые рекорды. Резкий рост цен на металлы приблизился к рекордам за последние 33 года [5]. Уникальность ситуации с ценами на сталь заключалась в том, что ценовые рекорды XX века устанавливались дважды – во время первой мировой войны и на пике холодной войны между СССР и США. Именно военное противостояние между СССР и США выступало в роли привода роста цен на металлы. Сейчас реальные цены на сталь еще выше. Но нет никакого мирового катаклизма или военного противостояния. Отрасль вступила в фазу кардинальных структурных перемен. Появились принципиально новые экономические факторы способные «переварить» сверхвысокую стальную конъюнктуру [6].

Основным фактором резкого удорожания стальной продукции был дефицит сырья для сталеплавильного производства – железной руды и коксующегося угля. Дефицит был вызван резким ростом спроса со стороны Китая, форс-мажорным обстоятельствам добычи сырья в ЮАР и Австралии, а также дефицитом инвестпроектов по разработке новых месторождений. Так китайцы готовы были платить по \$202 за тонну кусковой руды. Хотя и не исключено, что Китай пытался накопить запасы руды для поддержания устойчивого роста металлургической промышленности в будущем. В балансе потребления железорудного сырья (ЖРС) более 25% импортных закупок Китая отправлялось в длительное хранение. Возможно, таким способом Китай пытался накопить необходимые резервы для переговоров с крупнейшими майнинговыми компаниями в будущем.

Еще больше выросли цены коксующегося угля. Мировые сталелитейные гиганты Nippon Steel и Posco согласились с повышением стоимости сырья до \$300 за тонну, а сам уголь обогнал руду в себестоимости стали, на которую ранее приходилась главная часть затрат на ее производство. Таким образом, экономика сталелитейной отрасли сменила тип с бокового тренда на долговременно растущий тренд. Цены, как на сырье, так и собственно на сталь никак не хотят отступать назад.

А именно новые ценовые горизонты на сырье и сталь неизбежно привели к серьезным последствиям в мировой экономике. Во-первых, это привело к мировому перераспределению капитала. И в первую очередь коснулось инвестиционного капитала. Мировых залежей руды и угля в земле предостаточно, хватит на сотни лет. Осталось только их добыть. Но добыча угля и руды до последнего времени не была достаточно инвестирована. Потребовалось существенное смещение интересов инвесторов на десятки и сотни миллиардов долларов для ввода в строй новых месторождений и новых сталелитейных производств.

Во-вторых, следует ожидать смены технологических приоритетов. Поскольку дефицит сырья надолго, то надолго и высокие цены на сталь. Пока сталь – это основной конструкционный материал человечества. Его дороговизна неминуемо распространится по всей технологической цепочке вплоть до конечной продукции. Так что более широкое использование и создание новых металлосберегающих технологий уже на повестке дня. Такие технологии многие годы и даже десятилетия оставались на периферии внимания бизнеса в целом, общества и власти. Их обновление потребует массу времени и денег.

В-третьих, не следует исключать возможную смену технологий по производству стали. Высокие цены на сталь могут привести к росту популярности современных способов производства стали – путем прямого восстановления железа из руды, без домен. Процесс непрерывен и более экологичен. Однако дорог. Политики и инвесторы в развитых странах обязательно воспользуются этим обстоятельством и, пока цены высоки, создадут условия для повсеместного перехода на такую технологию. Все это потребует серьезных инвестиций, и даже если цены на

сырье в каком-то отдаленном будущем упадут, цены на сталь все равно останутся высокими – из-за возросшей себестоимости производства.

В общем, обстоятельства стального драйва для мировой экономики будут непростыми. Достаточно вспомнить, что высокие цены на нефть спровоцировали развитие производства биотоплива, а это, в свою очередь, привело к общемировому продовольственному кризису. Не исключено, что последствия запредельных цен на сталь будут не менее жесткими.

Россия остается одним из крупнейших производителей и экспортеров стальной продукции. Крупнейшие компании в черной металлургии страны за последние два-три года показывают отличные финансовые результаты и стремятся выйти на мировые рынки в качестве полноценных транснациональных компаний. Платой за это является быстрый рост внутренних цен на металл, уже сравнявшихся с мировыми. Реализация крупных проектов по модернизации инфраструктуры страны станет, соответственно, дороже, а конкурентоспособность отечественного машиностроения, соответственно, меньше. Это – наша плата за игру на глобальном рынке в новых условиях.

1.5. Классический русский драйв

Если в конце 90-х годов прошлого столетия серьезными свойствами драйвера российского фондового рынка обладал премьер-министр Виктор Черномырдин, то сегодня премьер-министр Владимир Путин может привести российский фондовый рынок в такое движение, что даже олигархам мало не покажется. И история тому свидетель.

В апреле 2008 г. федеральная антимонопольная служба (ФАС) начала проверку ценообразования сталелитейных компаний. Причиной тому жалобы трубных компаний, которые обвиняли производителей стали в завышении цен [7]. Половина затрат на разработку новых месторождений нефти – это закупка труб. А нефтянка в этом смысле есть производная металлургии. Нефтяники жаловались, что трубы с начала года подорожали на 20-30%. Трубники кивают на поставщиков, которые подняли цены на сталь и металлолом [8]. Сталевары, в свою очередь, указали на подорожание сырья. Прежде всего, коксующегося угля. С начала года он подорожал в два с лишним раза. Здесь то и попала под «обстрел» компания «Мечел» – крупнейший в стране производитель углей для металлургии. А по ряду дефицитных марок угля и вовсе монополист.

ФАС объявила о начале расследования ценообразования на рынке коксующегося угля. В конце июня на специальном совещании в Правительстве России, угольщикам и металлургам было рекомендовано заключать долгосрочные контракты на поставки своей продукции.

Персональное внимание премьера к компании «Мечел» и ее главному акционеру Игорю Зюзину обеспечили «коллеги по отрасли». Основные претензии к «Мечелу» были у Новолипецкого меткомбината (НЛМК), «Алтай-Кокс» (входит в группу компаний НЛМК) и Магнитогорского меткомбината (ММК).

«Мечел» поступал следующим образом: своей швейцарской «дочке» Mechel Trading продавал уголь по 1100–2000 руб. за тонну, которая в свою очередь заключала контракты уже по реальным рыночным ценам (к примеру, трейдер Glencore платил Mechel Trading \$323 за тонну). При этом НЛМК не мог добиться поставок и по 4400 руб. за тонну [9]. «Нельзя шантажировать металлургические комбинаты угрозой остановки эшелонов с углем в целях двукратного повышения цен», – резюмировала ФАС поведение «Мечела». Впрочем, какого-то обоснования, что цены «Мечела» были действительно монопольно высоки, приведено не было. Почему тот же НЛМК не мог купить уголь на стороне? Мог ли и должен ли был «Мечел» перенаправить законтрактованные на экспорт объемы в пользу внутреннего рынка, где покупатель намерен платить меньше? Ответов на эти вопросы ФАС почему-то не дала. Тем не менее «Мечел» оказал содействие в расследовании ФАС и принял меры по устранению нарушений и их последствий. По жалобам ФАС возбудило дела против основных компаний группы «Мечел» по причине отказа поставлять НЛМК угольный концентрат по низким ценам и отказа заключать новый договор поставки. ФАС обвинила структуры «Мечела» в использовании доминирующего положения на рынке коксующегося угля с целью завышения цен. И в конце июня на специальном совещании в Правительстве угольщикам и металлургам было рекомендовано заключать долгосрочные контракты – таким способом, чтобы защитить потребителей угля от резких скачков цен на сырье. «Мечел» воспользовался рекомендацией и перешел на подобную практику 22 июля 2008 г. В результате, оснований для критики «Мечела» не осталось – все недостатки компания устранила, а старыми нарушениями должны были бы в рабочем порядке заниматься антимонопольщики.

И, тем не менее, премьер-министр В.Путин в конце июля на президиуме правительства провел неожиданную и резкую атаку на группу «Мечел» [10]. Он дал понять, что претензии к компании – часть плана по борьбе с трансфертными ценами и неуплатой налогов металлургами. Тут же следственный комитет при Генпрокуратуре начал искать в делах «Мечела» при-

знаки «уголовного деяния». Фондовый рынок осознал и масштаб происходящего, и аналогии с ЮКОСом [11]. Заявляя о «зачистке проблем», В.Путин ударил не только по самолюбию и карьере Зюзина, но и по его кошельку. Состояние Зюзина, которое оценивалось журналом *Forbes Russia* в \$7-10 млрд., в значительной степени зависит от того, как котируются акции «Мечела» на биржах. На американской бирже NYSE депозитарные расписки российской компании стали лидером падения среди всех ценных бумаг. «Мечел» подешевел в США сразу на 37.6%. На российской бирже РТС при открытии торгов 25 июля акции «Мечела» рухнули более чем на 45%. Насколько уменьшилось состояние Зюзина после заявления В.Путина, сказать сложно. Однако сам «Мечел» подешевел сразу на \$5 млрд. и стал отличной мишенью для поглощения. Особенно со стороны какой-нибудь госкомпании, которые в последние годы скупают большинство ценных добывающих активов.

В среде биржевых спекулянтов даже появилось мнение, что «главный инженер современной российской экономики» В.Путин занялся рейдерством на государственном уровне. Это далеко не так. Чтобы это понять, достаточно обратиться к истории возникновения термина «рейдер». Английское слово *raider* относится к временам правления английской королевы Елизаветы I и противостоянию английского и испанского флотов. Рейдером назывался мобильный военный корабль в английском флоте, в одиночку нападавший на суда испанцев. Лицензию на такие операции давала лично королева. В современной интерпретации действия «рейдера» скорее похожи на действия пиратов. Их профессия – захват чужой собственности. Естественно, путем обмана. И таких рейдеров в России становится все больше. В случае с компанией «Мечел», В.Путина нельзя назвать рейдером потому, что он сам может выдать лицензию на рейдерство: на то и государева воля.

Критика премьер-министра В. Путина в адрес «Мечела» и его владельца стоила российскому фондовому рынку почти \$60 млрд. [12]. Заявления премьер-министра, сделанные в момент структурной перестройки мировых цен на железорудное сырье спровоцировали паническую распродажу. Российские индексы вернулись на уровни начала года, когда волна ипотечного кризиса захлестнула все мировые площадки. Биржевые спекулянты даже предположили, что пока ситуация с «Мечелом» не разрешится, российский рынок продолжит лихорадить.

Поведение премьер-министра напомнило биржевым спекулянтам начало дела ЮКОСа. Помня ту историю, западные инвесторы, не задумываясь, начали продажи сначала в США, а затем и в России. Власти не замедлили напомнить российскому бизнесу о правилах игры: отечественные олигархи, владеющие крупными активами, не должны забывать о социальных и политических обязательствах, а «игры» с трансфертным ценообразованием и манипулирование рынками строго караются. Котировки акций российских компаний по-прежнему сильно зависят от капризов властей. Именно с действиями государства были связаны все громкие события, повлиявшие на падение фондового рынка.

Интересно, что силовые методы к «Мечелу» государство применяет не впервые. Аналогичный случай произошел в 2004 г. – когда «Мечел» пытался купить госпакет акций Магнитки. Такой альянс угля и стали позволил бы Зюзину создать крупнейшего игрока в черной металлургии. Но директор ММК В.Рашников этому воспротивился и обратился за помощью к министру промышленности В.Христенко. Накануне продажи госпакета Магнитки в офисе «Мечела» начались проверки МВД, были предъявлены обвинения в уклонении от уплаты налогов. В итоге «Мечелу» пришлось продать долю в Магнитке г-ну Рашникову. Дело о налоговых нарушениях замяли, «Мечел» отделался небольшими штрафами.

С тех пор «Мечел» стал осторожнее, налоги платит исправно. Однако конфликты у Зюзина с коллегами все равно случаются. Покупал «Якутуголь» – перешел дорогу всем металлургам: «Северстали», Магнитке, НЛМК. Покупал ферросплавный бизнес (выпуск легирующих добавок для сталей) – опередил «Евраз-груп». Куда серьезнее претензии губернатора Кузбасса – Амана Тулеева. С ним у Зюзина не слишком хорошие отношения с давних пор.

Обвальное падение российского фондового рынка, во многом вызванное резкими высказываниями В.Путина в адрес компании «Мечел», в очередной раз доказало, что урок пятилетней давности, преподанный бизнесу «делом ЮКОСа» хорошо усвоен российским фондовым рынком. К несчастью для государства, даже слишком хорошо [13].

Российским биржевым спекулянтам в этом смысле работать значительно проще, чем западным: речи наших чиновников расшифровывать не надо, официальные лица выражаются более чем определенно. И пусть их манера изъясняться несколько своеобразна, но все уже научились понимать, что власти имеют ввиду. Начало усиленных налоговых проверок, появление экологических претензий, нарекания со стороны трудовых инспекций – все это явный признак того, что государство недоволено поведением владельцев этих компаний. Следовательно, их компаниям грозит еще не совсем ясная, но вполне определенная опасность, и вложения в них становятся рискованными.

1.6. Намек на распил

До заявления премьер-министра в адрес Зюзина сложности «Мечела» носили, скорее, локальный характер. Metallурги просто хотели заставить «Мечел» правильно продавать им сырье. Но теперь, когда В.Путин сделал такое заявление, ситуация могла измениться в корне, и последствия могли быть любыми. По фондовому рынку ползли слухи, что компанию могут попробовать «распилить». Появились опасения, что из «дела Мечела» сделают очередное «дело ЮКОСа», правда, не столь варварским способом. Ведь достаточно забавно получилось: сначала «Мечелу» дали купить крупные угольные месторождения, затем дождались, пока он поднял прибыльность угольного сегмента на приемлемый уровень, и только тогда наступило время прибрать эти активы к рукам государства.

«Распил» – это тоже драйв, и поэтому любая попытка «распила» приводит к масштабным ценовым движениям на фондовом рынке. Для держателей ADR самое главное, чтобы компании не распродали по частям. А если сменится владелец – например, на Усманова или Абрамовича, – ничего ужасного для держателей этих бумаг не произойдет. Сегодня акции «Мечела» торгуются с коэффициентом EV/EBITDA порядка 1.5, а акции других металлургических компаний по 5-7. Но, коэффициент EV/EBITDA полезен для анализа стабильного рынка, на который не давят политические риски. Поэтому в ситуации с «Мечелом» этот коэффициент для анализа не годился.

История с «Мечелом» еще раз подтвердила, что на фондовый рынок России вернулись политические риски. Именно ситуация вокруг «Мечела» не позволила российским акциям реализовать свой фундаментальный потенциал в 2008 г. Претензии к «Мечелу» – это не преследование отдельной компании, а реакция правительства на вызовы инфляции и рост мировых цен на сырье [14]. Политические риски оказываются важнее корпоративных прибылей. Береженого Бог бережет, а небереженого конвой стережет.

1.7. Стечение обстоятельств

Шесть дней войны между Россией и Грузией в августе 2008 г., а перед этим – события вокруг «Мечела» и ТНК-ВР, заставили инвесторов переоценить риски инвестиций в Россию. Это спровоцировало масштабный отток активов с фондового рынка. Министр финансов России оценил отток капитала из страны в \$15 млрд. При этом надо отметить, что российский рынок не был единственным, испытывавшим подобные затруднения – схожая ситуация наблюдалась на рынках Китая, Бразилии, других развивающихся стран. Суммарная капитализация отечественных компаний упала ниже \$1 трлн. [15].

Вспыхнувший военный конфликт на Кавказе сильно напугал инвесторов, что существенно усилило волатильность на рынке. Война лишь спровоцировала вывод средств. Стабильность бизнеса в России переоценивают даже западные инвестиционные банки, хотя российские клиенты формировали существенную часть их прибыли. В самом деле, нет ничего удивительного в том, что в условиях централизованно управляемой экономики что-то будет контролироваться, увеличивая, таким образом, непредсказуемость экономической ситуации [16].

В августе 2008 г. наблюдалось снижение цен на товарных рынках, и инвесторы выводили средства из многих сырьевых стран. Однако в России негатив усугублялся политическими рисками. Для того, чтобы на российском рынке начался разворот, необходимо было потепление в информационной войне, развернутой между Россией и Западом. Возращение инвесторов на российский рынок во многом определялось дальнейшей динамикой цен на сырьевых площадках и урегулированием ситуации вокруг «Мечела».

Биржевые спекулянты были уверены, что на рынке действовали целевые «медведи», цель которых – опустить российские фондовые индексы до минимума, добившись срабатывания margin call у российских игроков. Ведь если сработает margin call, это заставит российских игроков еще более активно продавать бумаги. Когда бумаги достигнут новых минимумов, спекулянты начнут приобретать российские активы. Несмотря на то, что всем известно: в российских бумагах заложены риски, уровень которых значительно превышает реально существующий. Но Россия – это крупнейшая держава, и она нужна Европе и США не меньше, чем они нужны России: экономики США и Европы балансируют на грани рецессии, их внутреннее потребление замедляется, экспорт товаров и услуг, в том числе и в Россию, для них крайне важен.

Золотовалютные резервы России, объем которых в августе 2008 г. превышал \$597 млрд., инвестировались в долговые обязательства США и Европы. Это показывало, что Россия фондировала дефициты текущих счетов этих стран. Наконец, Россия – крупнейший экспортер сырья на мировые рынки, а развитие конфликта с западными странами может спровоцировать начало нового витка роста (или падения) цен на товарных рынках, что очень болезненно для импортеров.

Китайский индекс Shanghai composite за три месяца снизился на 30%. Показатель P/E (отношение капитализации рынка к прогнозируемой прибыли эмитентов) для китайских компаний снизился более чем в два раза (с 50 до 18). Основной причиной вывода средств из стран BRIC стало усиление международной напряженности и замедление роста мировой экономики. Кроме того, одним из факторов, вызвавших оттоки из сырьевых стран BRIC (Россия и Бразилия) стало снижение цен на товарных рынках. Если в первом полугодии 2008 г. инвесторы выводили средства из развитых стран, пытаясь на фоне роста цен на товарных рынках найти спасение в странах-экспортерах сырья, то во втором полугодии акценты поменялись [17]. Несмотря на невысокий уровень процентных ставок, ликвидность на мировых рынках продолжала сокращаться. Поэтому чтобы покупать активы компаний развитых стран, между-

народные инвесторы вынуждены были сокращать количество бумаг развивающихся рынков в своих портфелях. Хотя в долгосрочной перспективе развивающиеся рынки останутся локомотивом мировой экономики.

Современная экономика России обладает огромным запасом прочности. Профицит счета текущих операций в 2008 г. составлял порядка \$140 млрд., профицит бюджета – порядка \$93 млрд., а золотовалютные резервы приблизились к \$600 млрд. Опасения, что российские монополии не смогут рефинансировать свои долги, несостоятельны. Такие крупные компании как «Газпром», «Евраз», «ВымпелКом», «Иркут», ТМК, «Северсталь», Газпромбанк, ВТБ, Альфа-банк, Промсвязьбанк, ХКФБ успешно разместили выпуски еврооблигаций, предложив премию 0.5-1% по доходности. На фоне высоких цен на нефть и продолжения роста российской экономики у иностранных инвесторов сохранялся хороший аппетит к нашим компаниям с понятным кредитным качеством и хорошей ликвидностью долговых инструментов. Российские банки имели возможность получать зарубежные деньги через синдицированные кредиты и секьюритизацию портфеля кредитов [18].

1.8. Прогноз мимо кассы

До резкой атаки В.Путина на группу «Мечел» банк Москвы усиленно агитировал своих инвесторов покупать акции стальной компании. Аналитики банка Москвы соревновались в красноречии и где только можно расхваливали свои прогнозы. Суть этих прогнозов сводилась к следующему [19]. Несмотря на то, что стальной бизнес группы «Мечел» все еще обеспечивает значительную часть прибыли, основные перспективы компании, по мнению банка Москвы, связаны с горнодобывающим сегментом. Большинство экспертов банка Москвы склонно воспринимать компанию скорее как «угольного игрока»: на долю «Мечела» приходится около 21% добычи коксующегося угля в России. Вход предприятия в элиту стал возможным как за счет высоких цен на продукцию, так и за счет удачных сделок по слиянию и поглощению: с начала 2007 г. группа «Мечел» приобрела более десятка активов на общую сумму \$4.2 млрд. За год беспрецедентного ралли цены на коксующийся уголь на мировых рынках увеличились в разы. К середине следующего десятилетия «Мечел» имеет все шансы стать вторым производителем коксующегося угля в мире после альянса BHP Billiton и Mitsubishi по причине запуска проекта освоения Эльгинского месторождения стоимостью более \$3 млрд. Эксперты Банка Москвы, тем не менее, оговаривались, что высокая зависимость от товарных рынков, а также возможность введения государством экспортных пошлин на коксующийся уголь добавляют риска вложениям в акции «Мечела». Однако оценка компании предполагает запас прочности, а серьезное понижение стоимости актива возможно лишь при более чем трехкратном падении цен в течение нескольких лет или при введении запретительных пошлин на экспорт угля из России, что маловероятно.

Потенциал роста стоимости акций оценивался в 54%. Прогнозировался рост цен от \$39 до \$60. Увы! Мечтам аналитиков банка Москвы не посчастливилось сбыться. Все их блистательные прогнозы оказались враньем. Что это за аналитики, которые не умеют просчитать политические риски? Спустя время аналитики банка заговорили, что появились неожиданности, которые никто не мог предугадать. Конечно, никто! Работа биржевых аналитиков – это нечто сродни хиромантии и оккультным наукам. Никто не может прогнозировать такие события, как резкая атака премьер-министра на работу крупной металлургической компании. Так же как и начало атаки террористов на жизненно важные объекты цивилизованных стран. Прогнозировать цены на биржевые активы – это все равно что гадать на кофейной гуще. Чем и отличились биржевые аналитики банка Москвы. Прогнозировать подобные события биржевые аналитики не способны вообще.

Все прогнозы похожи на попытки угадать пейзаж за поворотом. А вот в период кризиса никакие прогнозы не нужны. Крупному бизнесу ничего не остается, как верить в безграничные возможности государства и просить денег. Например, Олег Дерипаска спасся от margin call по акциям «Норильского никеля» с помощью \$4.5 млрд. кредита в государственном Внешэкономбанке [20]. Хотя к концу 2009 г. такое спасение от margin call приведет Дерипаску к разделу собственности с ВЭБом. Это напоминает схему залоговых аукционов 90-х, только вывернутую наизнанку. Правда, расширение госучастия может быть оформлено и другими методами, например выкупом дополнительной эмиссии акций за счет государства.

Для российской экономики, как ни крути, любой сценарий прогноза построен на зыбучих нефтяных песках. Как нефть привязана к случайным колебаниям, так и рубль – в полном смысле нефтяная валюта. Пять лет он укреплялся на экспортных доходах, но при падении цен на нефть расплатился сполна. И пусть у Центрального банка России третьи в мире золотовалютные резервы, даже их может не хватить, если цена на нефть упадет до \$30 за баррель. Россия не способна собственными силами переломить тенденцию к спаду нефтяных цен. Россия слишком сильно вовлечена в мировую экономику.

1.9. Траектория прогнозирования

За полгода до «Великой депрессии» в США, в марте 1929 г., проходила инаугурация избранного президента Соединенных штатов Герберта Гувера. В его речи были такие слова: «У меня нет опасений за будущее нашей страны. Оно светится надеждой. Мы смотрим в будущее с оптимизмом». В самом деле, вторая половина 20-х годов проходила на волне заметного роста производства, повышения доходов населения, значительного сокращения безработицы. В январе 1929 г. курсы биржевых индексов были в три раза выше, чем в 1924 г. Экономические показатели США вселяли оптимизм и надежду на длительное процветание.

«Черный вторник» 24 октября 1929 г.: спекулянты начали спешно сбрасывать акции, когда стало ясно, что в ряде отраслей начинается циклический спад, вызванный главным образом перепроизводством в автомобильной промышленности. В течение одного месяца после 24 октября 1929 г. только на Нью-Йоркской фондовой бирже цены упали на \$26 млрд., и в течение следующих двух с половиной лет они продолжали ползти вниз. Чудовищное обесценивание активов частных лиц, банков, промышленных корпораций, пенсионных фондов и других институтов сыграло ключевую роль в последовавшем крахе национальной экономики. Великая депрессия в последующие пять лет втянула в воронку обнищания десятки миллионов людей.

Как водится, «ответственных» за крах нашли быстро. Это и Карло Понци со своими финансовыми пирамидами, и биржевые кредиты для маржинальной торговли с ценными бумагами, и инвестиционные тресты. Удивительно, что до октября 1929 г. ни фундаментальные экономические показатели США, ни различные прогнозы аналитиков не предсказывали приближающегося краха.

Прогнозирование – занятие далеко неоднозначное. Некоторые говорят, что это искусство. Особенно те, кто требует высокую плату за свои аналитические описи. В истории постоянно случаются моменты, когда сделать прогноз сравнительно легко, а иногда это совершенно невозможно. Что напоминает это высказывание? Игру в орлянку. Давайте будем бросать монету, условившись, что если выпадает орел – прогноз делается легко, если выпадает решка – прогноз невозможен. Убежден, что такой взгляд на процесс прогнозирования биржевых цен очень многим не нравится. Не удивлюсь, если ведущие и высокооплачиваемые финансовые аналитики крупных инвестиционных компаний ополчатся на меня. Но, от этого на биржевом рынке ничего не изменится. Нет таких аналитиков, прогнозы которых всегда оправдываются. Если сложить все прогнозы всех биржевых аналитиков мы получим результат, аналогичный игре в орлянку – одна половина аналитиков будет рекомендовать «покупать» активы, вторая половина – будет рекомендовать «продавать» активы. Рассмотрим все в подробностях.

Все прогнозы биржевых аналитиков, которые мы читаем и слышим ежедневно в огромном количестве, имеют один и тот же принцип построения. А именно, – попытка определить траекторию будущих событий. Вот как научным образом пытаются объяснить процесс формирования траектории будущих событий. Предполагается, что природа любых явлений в человеческой истории описывается S-образной кривой: медленное начало, неспешное развитие, потом внезапный и стремительный взлет к высшей точке и в конце – снижение или даже возврат к первоначальному уровню. Искусство прогнозирования состоит в том, чтобы угадать ход кривой в самом начале, задолго до точки перегиба, после которой как раз и сколачиваются состояния и начинаются революции [21].

Известный гурӯ финансового рынка Дж. Сорос на этом построил свою теорию рефлексивности. Остается только узнать, когда же начнется тот «внезапный и стремительный взлет к высшей точке» благосостояния. Но этого не знает никто. Вот примеры из истории.

Путешествие Колумба в 1492 г. и его открытие Америки пришлось как раз на момент, когда кривая поисков новой земли на западе достигла высшей точки. Колумб не первым достиг

Нового Света, но он первым вернулся назад и принес известие в Европу об открытии нового материка. Тысячи людей отправились на запад. Если бы члены Лиссабонской академии астрономии и математики умели делать верные прогнозы, они не отклонили бы проект в 1485 г., и не объявили бы расчеты Колумба фантастическими. Слава спонсора открытия Америки досталась бы королю Португалии, а не испанским монархам. Конечно, лиссабонским академикам нужно было учесть все предыдущие безуспешные попытки путешественников и увидеть, что по всем признакам точка перелома в поисках новой земли вот-вот будет достигнута. Видимо академиков в те времена интересовали другие проблемы.

Нижняя часть S-образной кривой гораздо длиннее, чем представляется многим. Телевидение, изобретенное в 1930-е, начало свой взлет только в 1950-х. Интернет просуществовал почти 20 лет к 1988 г., когда началось его стремительное восхождение. Уловив начало S-образной кривой, всегда правильнее считать, что события будут развиваться медленно, а не думать, что перемены вот-вот наступят.

Однако не надо обольщаться. В попытках определить траекторию будущих событий не все так просто как кажется. Однажды, на форуме российских биржевых спекулянтов обсуждалась тема «О чукче-охотнике». Чукча-охотник во время охоты на уток, из 10 выстрелов поражает 10 уток. Вопрос: «Чукча-охотник, перед тем, как выстрелить, прогнозирует траекторию полета утки?» Ответ: «Чукча-охотник вообще не знает, что такое траектория полета. Он поражает утку другими методами, используя чутье охотника» [22].

Вот и доказательство того, что Америку могли открыть и без всякого анализа траектории будущих событий. На самом деле Колумб вовсе и не собирался в круиз по Карибскому морю, – он хотел проложить новый торговый маршрут в Индию. Возможность разбогатеть – сильная мотивация. Стремление разбогатеть движет каждым человеком, но в разной степени. И уж доподлинно известно, что мало кому удастся разбогатеть, не вступая в борьбу с рисками.

1.10. Волшебный маяк

На сегодняшний день известно, что никому еще не удалось точно прогнозировать цены на биржевые активы. Не удалось потому, что временная последовательность биржевых цен представляет собой нестационарный случайный процесс. Скажем точнее: «На сегодняшний день не известны такие детерминированные модели рынка, которые дают прогноз цен хотя бы на шаг вперед с постоянной ошибкой». Таким образом, пренебрегать случайностью невозможно. Именно поэтому появились первые представления о случайной последовательности цен, как ценового шума. И сделано это было с определенным смыслом. Шум есть результат двух процессов – случайного шума и детерминированного сигнала. Случайность не отрицает детерминированности потому, что случайный шум плюс детерминированный сигнал есть случайная последовательность. Если случайная составляющая мала по сравнению с детерминированной, ею можно пренебречь, если сравнима, то нет. Этим приемом выделения детерминированного сигнала пользуются большинство «звездных» аналитиков.

Биржевые аналитики российского фондового рынка утверждают, что сегодня на рынке борются две тенденции [23]. Первая – увеличение количества денег. Нетрудно заметить, что в целом цены растут, потребление в сегменте дорогих товаров увеличивается, продолжает расти скорость оборота денег в стране. Годовой прирост доходов населения достигает 25%. Ликвидность должна двигать рынки вверх. Следствием этого является психологическая переоценка рисков в сторону улучшения.

Вторая – это внутренняя тенденция. Россия движется своим особым путем, пытаясь доказать всем, что она великая мировая держава, не выходя за рамки сырьевой модели. Вместе с тем, у страны с сильной экономикой не может быть такого микроскопического рынка коллективных инвестиций. В США объем средств в фондах доверительного управления намного выше, чем в частных депозитах, в России соотношение – 5 к 95. Данные отражают разницу в экономической базе: в США это труд, там капитал растекается по всей базе работающих граждан; в России это природные ресурсы, капитал сконцентрирован, и нет доверия населения к производству. Спрос на сырье в мире растет. Именно рост цен на сырье является детерминированным сигналом в хаосе биржевых цен. Сырьевые цены – это как луч волшебного маяка в темном царстве неизвестности. Хотя объективно, сырьевая экономика и слабость рынка доверительного управления – это тормоз сегодня, но так же и лучшее доказательство потенциала роста в будущем. Россия – это рынок с высоким потенциалом, и она до сих пор остается, «номинально», перспективной страной для вложения денег.

Такие красивые логические конструкции слышны от большинства аналитиков крупных инвестиционных компаний. При этом аналитики умышлено умалчивают, что рынком правят эмоции инвесторов. Именно этот случайный фактор в один прекрасный момент может перевернуть все представления об объекте инвестирования и его возможностях. А поводом для этого может послужить что угодно – от девальвации валюты в Юго-Восточной Азии до паники на перегретом фондовом рынке Китая. Эмоции инвесторов будут перегреваться от мучительного гадания, что это – обвал, за которым последуют годы стагнации, или коррекция.

Когда рынок попадает в боковой тренд, вся надежда инвесторов на чутье биржевых аналитиков, которые, якобы, способны различить в густом шуме биржевой игры главную составляющую. Так, в марте 2007 г. биржевые аналитики, задним числом, вскрыли причину массовых продаж на рынке. Главную роль сыграли западные фонды, воспринявшие новости из Шанхая, как сигнал к продаже российских бумаг. Первыми отреагировали самые мобильные инвесторы – хедж-фонды с короткими деньгами, потом к ним присоединились крупные открытые фонды в связи с оттоком клиентских средств. Глядя на падающие западные рынки и действия иностранных игроков, отечественные участники начали массовые продажи ценных бумаг. В рам-

ках этой коррекции отношение продавцов к покупателям составляло примерно 3 к 1. Стадо двинулось в «short» [24].

Через неделю после бури желающих покупать упавшие в цене российские активы не наблюдалось. Биржевые аналитики смотрели на азиатские и американские рынки. Покупать акции в той ситуации было опасно: а вдруг переоценка ценностей перекинется и на товарные рынки Китая? Обжегшись на молоке, стали дуть на воду, рассуждая примерно так: не у нас эта коррекция началась, не у нас и закончится. Сначала должна появиться определенность на мировых рынках, тогда можно будет и покупать. В шуме страха никто не мог найти составляющую, которая сигнализировала бы о росте рынка.

1.11. В поисках биржевого драйва

Армия биржевых аналитиков ежедневно направляет своих крупных клиентов на привлекательные рынки. Но рынки развивающихся стран продолжают упрямо двигаться в боковом тренде, не оставляя шансов для диверсификации рисков. Самая неприятная тенденция наметилась в последнее время – к развивающимся рынкам в боковом тренде присоединились развитые, перестав быть надежной альтернативой.

Если говорить о российском рынке ценных бумаг, надо помнить, что рынок этот «мелкий» и очень слабо диверсифицированный. Казалось бы, крупные игроки могут существенно менять его состояние. Такое представление о российском рынке у крупных игроков основано на том, что двигателем цен являются действия глобальных фондов, инвестирующих в Россию, как часть мировых индексов, и, в меньшей степени, действия хедж-фондов, инвестирующих в отдельные отрасли российской экономики. Управляющие глобальными фондами стараются застраховаться, и поэтому стараются свести к минимуму отклонение от выбранного эталона мирового индекса. Глобальные фонды рассматривают Россию как часть развивающегося рынка, вкладывая или забирая деньги здесь одновременно с другими развивающимися рынками [25].

Таким образом, мы получили еще одну конструкцию биржевого хаоса цен, в которой случайная последовательность цен разделена на «шум» и «сигнал». Роль «сигнала» выполняют глобальные фонды – это долговременная и поддающаяся прогнозированию составляющая, а роль «шума» выполняют хедж-фонды – это непрогнозируемые случайные блуждания. Понятно, что «сигнал» регулируется притоком средств в фонды: средства в фонды пришли, цены на активы растут, а отток средств вызывает продажи. Случайную составляющую ценообразования («шум») в наибольшей степени формируют три фактора.

Во-первых, ожидание ускорения мировой экономики. Акции становятся привлекательными на фоне благоприятных новостей, и наоборот, заявления об опасности «перегрева» фондового рынка в США или Китае ведут к тому, что акции компаний теряют популярность.

Во-вторых, ожидание коррекции процентных ставок. Снижение ведет к тому, что деньги становятся дешевле, а облигации менее интересными; повышение – к оттоку средств.

В-третьих, на приток и отток средств, влияет снижение общей оценки рисков развивающихся рынков. Причем резкое ухудшение на одном рынке, как правило, ведет к падению всех развивающихся рынков.

Таким образом, тренды на российском фондовом рынке формируют крупные фонды глобальных индексов. Они ориентируются на общие тенденции, а не на анализ отдельных компаний. Принцип диверсификации превалирует в их подходе над идеей поиска лучших инвестиций. По этой же причине развивающиеся рынки так волатильны – крупные фонды на притоке средств инвестируют в самые ликвидные бумаги (не считаясь с ценой) и всегда готовы к массированным продажам.

Зачем многие аналитики пытаются выделить из ценового хаоса «сигнал»? Затем чтобы преобразовать ценовой поток информации с биржи в содержательный поток получения прибыли. И как только прибыль обнаруживается, инвестор немедленно открывает торговые позиции на биржевом рынке. Если дальнейший анализ ценового потока показывает, что возможная прибыль заканчивается, инвестор закрывает торговые позиции. И уж каким будет результат – зависит от случая. А как же с «шумом»? Понятие «шум» у аналитиков возникает, когда методы анализа ценового потока не могут обнаружить прибыль. Другими словами: ценовой поток идет, а прибыли нет. Очевидно, дело не в ценовом потоке, а в методах прогноза. Шумом биржевые аналитики правомерно называют то, что мешает им достичь цели, а именно – несбывшиеся прогнозы [26].

Сегодня уровень доверия к рынкам развивающихся стран неуклонно растет. Драйв рынка, благодаря развитой инфраструктуре брокеров и готовности инвесторов платить, создает у инвесторов иллюзию превращения биржевого рынка в машину по изготовлению денег. Кредиты, структурные продукты, интернет-торговля, обилие аналитики и ликвидность увеличивают скорость оборачивания капитала и риски на этот капитал. Однако не надо забывать, что цены на биржевые активы определяются спросом. Реальная цена большинства акций неопределима. Стоимость бумаг формируется не аналитиками, не по формуле и не в связи с балансом компании, а каждым следующим покупателем. Главное при этом – не оказаться последним покупателем.

1.12. Болезни проявляются по-разному

Россия уже давно больна «голландской болезнью». Недуг это благородный, и может породнить нас с западными странами. Но, как говорят медики, в терминах нужна безупречная точность. В России «голландская болезнь» наблюдается не в чистом виде, как в самих Нидерландах или Норвегии. Судя по симптомам, Россия подхватила нигерийскую разновидность недуга. Симптомы нигерийской разновидности проявляются в том, что «деньги от продажи нефти накапливаются, а способ их потратить неизвестен». В самой Нигерии это закончилось уродливой экономикой, нищетой, дикой коррупцией, гражданской войной и обществом, живущим «по понятиям».

Если бы правительство России не выплатило в 2005-2006 гг. досрочно более \$39 млрд. долга Парижскому клубу, а Центральный банк не скупал на рынке избытки валюты, то доллар стоил бы 20 руб. и меньше. Однако этим мощь «нефтедолларовой эмиссии» все равно не локализовать, и она будет по-прежнему разгонять инфляцию, и укреплять или обваливать рубль. Часть ее удастся стерилизовать «замораживанием» на счетах Центрального банка ценой огромного бюджетного профицита. Эффективных макроэкономических методов лечения «голландской болезни» науке известно мало [27].

Особенно уязвимы к укреплению рубля несырьевые отрасли, причем угроза повышения внутренних цен на энергоносители до уровня экспортных, как настаивают западные партнеры, эту уязвимость усилит. Устремляющийся в страну при укреплении рубля спекулятивный капитал повышает ее курс еще больше. Скупка же избыточного предложения иностранной валюты ведет к чрезмерной денежной эмиссии и новому витку инфляции, с которой борются все тем же укреплением рубля. Возникает «порочный круг».

Течение «голландской болезни» в России усложняют старые болезни, которые вполне излечимы, но применить для этого инструменты государственного администрирования никак не достает политической воли. Нужно радикально снизить налоговую нагрузку на несырьевые сектора при сохранении высоких экспортных пошлин на вывоз сырья. Налоговое давление не дает разогнать кровь в несырьевых отраслях, а ведь его снижение дало бы эффект достаточно быстро. Возместить часть налогов можно за счет первопричины самой болезни. Например, снизить социальный налог, финансируя здравоохранение и образование из рентных доходов. Заменить пособия по безработице социальными кредитами и профинансировать их из этого же источника.

Провалы мировой цены на нефть всегда неожиданны, и ни одна из конкурирующих теорий не дает им удовлетворительного объяснения. Рычагов, с помощью которых кто-то из сегодняшних крупных мировых игроков мог бы сознательно, быстро и с приемлемыми издержками скорректировать нефтяные цены, отчетливо не просматривается. Могут ли западные финансовые гиганты манипулировать ценой на нефть? Вопрос совсем не риторический. Определенный аналог нынешней ситуации можно увидеть в событиях 1986 г. Тогда четырехкратное падение цен на нефть явно приблизило конец и так дышавшей на ладан «перестроечной» экономики СССР, заставив его руководителей метаться по миру в поисках кредитов [28].

Хотя убедительных доказательств конспирологической трактовки событий двадцатилетней давности на нефтяном рынке так и не было предъявлено, она остается весьма популярной. В 1986 г. довольно резко, почти на 40%, увеличили добычу такие дружественные США страны, как Саудовская Аравия, Кувейт и ОАЭ. Однако не стоит забывать, что вначале производство нефти в этих странах уменьшилось в 2,5 раза по отношению к пику 1979 г. За пределами ОПЕК довольно интенсивно, без каких-либо провалов росла ставшая после взлета цен рентабельной добыча в Северном море Великобританией и Норвегией, также наращивали добычу Мексика и Китай. Но эти страны производили тогда лишь 15% мирового объема добываемой нефти.

Наконец, и сам Советский Союз, оставаясь безразличным к сотрясавшим мир энергокризисам и шокам, продолжал планомерно наращивать добычу, приближаясь к историческому максимуму 1987 г. (624 млн. тонн за год), который для отдельно взятой страны не будет перекрыт уже никем и никогда. Однако в целом мировое предложение выросло в 1986 г. лишь на 4%, что вряд ли само по себе могло обвалить рынки.

Фьючерсные спекулянты тоже не могли надуть и также легко обвалить цены на нефть просто потому, что они не в состоянии предъявить дополнительный физический спрос на реальном рынке нефти, смещающий баланс и спроса, и предложения. Именно и только посредством появления дополнительного физического спроса спекулянтов на накапливаемый товар, как это происходит, например, в случае с жильем, прогнозируемая цена материализуется в фактическую. В случае же нефти заметного роста коммерческих запасов (в танкерах, хранилищах) сегодня не наблюдается, а значит, продавцам на спот рынке нет дела до того, какие пари заключают между собой торговцы фьючерсами. Скорее наблюдается обратное влияние: потоковый рынок спроса и предложения корректирует прогнозы и фьючерсные цены.

Теория пика нефтедобычи исходит из предположения, что производство нефти в мире достигло той точки, когда более половины всех разведанных запасов уже использовано и мир прощается с дешевой нефтью и ее изобилием. В частности, предполагается, что Ближний Восток уже практически приблизился к максимальным объемам своего производства нефти. В связи с этим потребителям не остается ничего иного, кроме как свыкнуться со сложившейся ситуацией, по крайней мере, на достаточно продолжительный период.

Будь цена нефти продиктована ожиданиями спекулянтов, объявлений о намерении существенно расширить добычу нефти могло бы вполне хватить, чтобы вызвать панику, но этого не происходит. Скорее всего, это говорит о том, что даже если давление США на ОПЕК усилится, эта организация сегодня просто не располагает теми рычагами давления на рынок, которые она имела в период «затоваривания» нефтью в 80-х годах. Реальность в том, что экспортеры нефти работают с очень малым запасом мощностей или вообще без него, а краткосрочное увеличение добычи вряд серьезно изменит цену. Что касается новых крупных месторождений, то необходимы миллиарды долларов инвестиций до того, как первый баррель попадет на рынок. Именно трудно предсказуемая реакция цены на ввод новых крупных месторождений мешает притоку инвестиций в нефтяную отрасль.

Рычагов, с помощью которых кто-то из сегодняшних крупных мировых игроков мог бы сознательно, быстро, резко и с приемлемыми издержками скорректировать нефтяные цены вниз, не существует. Вероятность падения спроса со стороны крупнейших потребителей – США, Индии и Китая представляется не слишком большой. Объемы предложения нефти, судя по всему, останутся на том же уровне, а значит, цена нефти сильно не упадет. Но, это всего лишь предположение. Прогнозировать цены на финансовом рынке – дело бесперспективное. Поэтому будущая цена на нефть, подобно чужой душе, остается загадкой.

1.13. Драйв на желании

Когда большинство участников рынка верит, что цены на нефть останутся высокими недолго, они такими и будут. Когда начнет преобладать мнение, что цены вышли на новый устойчивый уровень и удержатся на нем долго, они упадут. Эта мысль достаточно точно описывает ситуацию на спекулятивном рынке энергоресурсов.

Высокий спрос на энергоносители вкупе с вооруженными конфликтами и нестабильностью в нефтедобывающих регионах превратили нефть в самый спекулятивный товар. Управляющие активами смело прогнозируют в ближайшей перспективе любые цены, указывая на растущие аппетиты Китая и Индии. Экономики двух самых густонаселенных стран мира показывают высокие темпы роста, но не в состоянии обеспечить спрос своими силами. При нынешних темпах потребления китайских запасов хватит только на 10 лет. А что будет, когда около 400 млн. богатейших китайцев и столько же индийцев сядут на собственные машины?

На этом фоне в России, одном из главных бенефициаров сырьевого ралли, в 2007 г. среди чиновников большой популярностью стала пользоваться теория, согласно которой высокая цена нефти установилась если не навсегда, то очень надолго. И это вполне закономерно. Идея вечно дорогой нефти служит хорошим идеологическим прикрытием для затратных коррумпированных проектов.

Между тем в нефтяной эйфории недооцененным оказывается самый важный фактор мирового роста цен на сырьевые товары. Именно устойчивый экономический рост США – моторе мировой экономики и главном потребителе нефти и металлов, определяет высокий потолок возможностей сырьевых экспортеров. Но конъюнктура постоянно меняется. Американская экономика медленно и уверенно движется к рецессии [29].

Возможным следствием замедления американской экономики может стать падение спроса на сырье. Если на рынке сформируется устойчивая тенденция на понижение, остановить ее не смогут даже азиатские экономики, которые сами зависят от американских потребителей. Более того, если в условиях роста правящая элита США принимала правила «мира дорогой нефти», то грядущее охлаждение экономики будет формировать иной политический запрос.

Каким бы сказочным ни казался этот сценарий, в истории XX века уже было несколько резких разворотов рынка, жертвами которых становились сырьевые экономики. «Медный» кризис конца 1960-х или нефтяной кризис 1980-х ставили перед странами поставщиками сырья весьма сложные задачи. Способность государства быстро и рационально перестраивать налогово-бюджетную политику, систему регулирования добывающих отраслей, стимулировать развитие в других секторах экономики становилась определяющей в судьбе стран экспортеров сырья на долгие годы вперед.

1.14. Федеральный резерв США – драйвер мирового масштаба

Не секрет, что американская экономика за последние годы стала фабрикой денег для остального мира. Последние годы доллар потихоньку дешевел, а нефть, спрос на которую генерировали быстро развивающиеся азиатские экономики, росла в цене. Вполне можно предположить, что истоки аномально высоких цен на нефть следует искать в политике Федеральной резервной системы США, опустившей в начале века стоимость кредита ниже уровня инфляции. И хотя в 2005 г. Федеральный резерв стал поднимать кредитную ставку, нефть не перестала дорожать, а доллар не перестал падать. К этому времени связь между слабым долларом и дорогой нефтью стала уже самоподдерживающейся [30].

Цены на нефть растут по тем же причинам, что и во время прежних нефтяных шоков: спрос не поспевает за предложением. Аномальной ситуацию делают два фактора: ослабление доллара и так называемый «ресурсный суверенитет» стран-экспортеров. Проявляется это, например, в активном выдавливании из работы на крупнейших месторождениях транснациональных компаний вроде Shell и BP. Прессинг на эти компании усиливается по всему миру, от Венесуэлы до Сахалина. Одновременно с этим увеличивается и рост долларовых затрат на разработки нефтяных месторождений. Так, увеличение сметы проекта «Сахалин-2» всего на 83% послужило предлогом для правительства России «внедрить» в проект «Газпром», и это еще верх умеренности и аккуратности. Такая монополия как «Газпром» едва ли сумеет уложиться в новую смету. А вкладываться в инфраструктуру необходимо, поток нефти с существующих месторождений сокращается, и без быстрой разработки новых залежей мировая экономика просто задохнется без нефти. А это никому, в том числе и нефтяникам, не нужно.

Итак, взлет цен на нефть в 2001-2006 гг. – следствие безответственной денежной политики США, наводнившей мир слабыми долларами. Причем, нефть продолжала дорожать и в сентябре 2008 г., когда финансистов всех стран объединила общая беда – кризис ликвидности. Цены на нефть и прочее сырье не реагируют на сокращение ликвидности потому, что они в гораздо большей степени определяются объемами предложения. Сокращение ликвидности в целом вовсе не значит, что сокращаются средства, идущие на закупку сырья, может быть и наоборот. Деньги могут уходить из США в вечные ценности, и прежде всего, в золото, как в обычное, так и в черное. По крайней мере, анализ данных с 1960 по 2005 г., показывает, что рост цен на нефть всегда ведет к удорожанию и других видов сырья.

С другой стороны, предсказывать цену на нефть – все равно, что гадать на кофейной гуще. Известно лишь одно – для значительного спада цен нужна рецессия, а рецессии пока нет. Хотя полномасштабная рецессия вовсе не обязательна: достаточно будет, если Федеральный резерв США решит спокойно «посадить» американскую экономику, а не накачивать ее ликвидностью в виде дешевых долларов. Для цены на нефть есть два пути: вниз или резко вверх, но потом – столь же резко вниз. Выбор пути зависит, по существу, от одного человека – председателя Федерального резерва США. Конечно, в мировой экономике появились игроки, которые в перспективе смогут определять цены на энергоносители, в первую очередь – Китай. Именно на бурно растущую Азию приходится львиная доля прироста потребления нефти. Но по общему уровню потребления США по-прежнему нет равных. Их доля в мировом потреблении сейчас составляет 24.6%, а позиции США в импорте нефти и вовсе не изменились из-за падения внутренней добычи. Доля Китая не превышает 9%. Именно поэтому рынки следят, в основном, за данными о запасах нефтепродуктов в США и смотрят на председателя Федерального резерва США, как на главное действующее лицо в интриге с ценами на сырье. Либо он прекратит понижение банковской ставки, и в этом случае американская и мировая экономики постепенно замедлятся, а следом опустятся и цены на нефть. Доллар при этом будет укреп-

ляться, снова двигаясь с нефтью в разных направлениях. Либо дальнейшее снижение ставки вызовет резкий рост инфляции и нефтяных цен, что может привести к глубокой рецессии в Америке. Вслед за этим упадет в цене и нефть. В любом случае нас ждет разнонаправленное движение доллара и цен на нефть, только уже в обратную сторону: американская валюта будет дорожать, нефть – дешеветь. И так до достижения статус-кво, как было после нефтяного шока в 1980-х годах.

Предсказать, когда именно начнется движение нефти вниз, а доллара вверх и до каких ценовых пределов сейчас нельзя. Решение обеих проблем зависит от воли одного человека. В ближайшее время инфляция не будет слишком высокой, ведь потребительская активность в США замедляется. Это значит, что руки у председателя Федерального резерва США будут развязаны для дальнейшего понижения ставки. Если так, то ситуация будет развиваться по второму сценарию: резкий рост цен на нефть с последующим падением. Затем пара доллар-нефть снова станет неразлучной.

1.15. Драйв спекулятивного капитала

Еще в далеком 2006 г. министр экономического развития России сетовал на то, что экономика с трудом переваривает поступающие средства. Конечно, министр имел в виду не поступления от нефтяного экспорта, которые сравнительно легко стерилизуются в стабилизационном фонде, а приток спекулятивного капитала. Только за первое полугодие 2006 г. приток составил \$11.5 млрд. [31]. Капитализация российских компаний в августе 2006 г. составила 84% ВВП. Отсюда становится ясно, что перспектива перегрева рынка с последующей коррекцией становится вполне реальной. Спекулятивные деньги будут подталкивать неоправданное подорожание акций крупных компаний. Это и есть фондовый «пузырь».

Как может лопнуть фондовый «пузырь»? Сценариев – великое множество. Но один из них был виден невооруженным глазом уже в то время. Инфляция в США оставалась выше целевых уровней при сохранении высоких цен на сырьевые товары и ускоренном росте затрат на оплату труда. Если замедления инфляции не произойдет, то Федеральным резерв США будет вынужден повысить ставки. В этом случае чрезмерный приток средств на российский и другие развивающиеся рынки ослабнет. Беда в том, что повышение ставок будет означать еще и замедление экономики США, а значит, и снижение спроса на нефть. А это уже нанесет серьезный удар не только российскому фондовому рынку, но и всей экономике.

1.16. Драйв от дорогой нефти

Вся легкая нефть уже найдена. Чтобы добывать ее дальше, нужно искать в необычных местах – там, где раньше никто не искал. Нефть, которую смогут найти в пустынях или на отдаленном шельфе, будет сложнее доставить потребителям. Конечно, добыча и потребление нефти будут расти еще долго, как минимум лет двадцать пять. Но все больше нефти станут добывать из новых, сложных в разработке месторождений вроде венесуэльского бассейна Ориноко с тяжелой нефтью или нефтеносных песков канадского месторождения Атабаска. Будет меняться и баланс сил между транснациональными нефтяными компаниями, задававшими тон в нефтяном бизнесе XX века, и их национальными конкурентами из стран Ближнего Востока, Латинской Америки и бывшего СССР. Запасы международных компаний сокращаются год от года, они неуклонно теряют позиции. Национальные компании получают возможность больше влиять на нефтяной рынок. Поэтому серьезного падения цен на нефть в ближайшем будущем может не произойти [32].

Даже очень высокие цены на нефть не привели к снижению спроса, как предсказывали многие пессимисты. Высокие темпы роста мировой экономики (прежде всего Китая и Индии) постоянно подстегивают спрос на нефть. В результате Китай, который в 2003 г. обошел Японию по потреблению нефти, к 2015 г. сможет опередить по этому показателю США. Мировая экономика, совершенно очевидно, оказалась готова к такому уровню цен на нефть. Возможно, это несколько снизило темпы глобального роста и разогнало инфляцию, но рост цен вовсе не привел к тем катастрофическим последствиям, которыми оборачивались прежние нефтяные пики в 70-х годах. Более того, рост цен на нефть способствовал масштабному перераспределению глобального богатства из развитых стран в развивающийся мир. В случае рационального использования полученных нефтедолларов это уже в ближайшем будущем вновь повысит темпы роста глобальной экономики. Спрос на нефть сохраняется, а значит, и высокие цены будут сохраняться, и инфляция сохранится на том же уровне.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.