

Максим Блант

# ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС

Почему он начался  
Как долго продлится  
Как выжить  
Как на нем заработать

Максим Блант

**Финансовый кризис**

«Издательство АСТ»

2008

**Блант М.**

Финансовый кризис / М. Блант — «Издательство АСТ», 2008

Известный экономический обозреватель Максим Блант делится своими размышлениями о причинах мирового финансового кризиса, путях его развития и возможных последствиях, а также дает практические рекомендации по выживанию и зарабатыванию денег в период кризиса.

© Блант М., 2008

© Издательство АСТ, 2008

# Содержание

ПРЕДИСЛОВИЕ	5
ЧАСТЬ 1	7
ДАБЛ-ДИ ПОСТАВИТ МИР НА ГОЛОВУ	7
ГУДБАЙ, ДОЛЛАР	11
ГУДБАЙ, ДОЛЛАР-2	13
ВАУЧЕРИЗАЦИЯ «РОСНЕФТИ»	15
ТРЕТИЙ ПУТЬ	18
Конец ознакомительного фрагмента.	19

# **Максим Блант**

## **Финансовый кризис**

### **Почему он начался. Как долго продлится.**

### **Как выжить. Как на нем заработать.**

## **ПРЕДИСЛОВИЕ**

Мировой финансовый кризис в самом разгаре. Во что он выльется для мировой экономики, для России, США или Китая, можно только догадываться. Сценариев много – какие-то более оптимистичны, какие-то менее. Одно не подлежит сомнению: мировая финансовая и экономическая система, существующая до настоящего времени, свои ресурсы исчерпала и неизбежно уйдет в историю. И кризис, который перекинулся уже с финансового сектора на «реальные» отрасли мировой экономики, далеко вышел за пределы обычной коррекции, после которой система продолжает функционировать в прежнем режиме. И чем больше времени займет смена модели, тем болезненней будут последствия.

В настоящий сборник вошел ряд статей, написанных в течение последних трех лет. Все они в той или иной степени делают попытку проанализировать ситуацию, которая на тот момент складывалась в мире или в России, выявить угрозы, часть которых уже реализовалась в последние два года. Другая часть – может реализоваться в обозримом будущем или так и остаться угрозами. Проблемы в мировой экономике, вылившиеся в самый мощный со времен Великой депрессии кризис, нарастают постепенно.

Статьи, опубликованные в разное время и в разных источниках, расположены в хронологическом порядке, что позволяет проследить логику развития кризиса и остановиться на ключевых моментах, которые повлияли на последующее развитие событий. Первый текст этой книги датирован октябрём 2005 года. Выбор даты произвольный и обусловлен первой фразой, с которой начинается статья: «Кем бы ни хотел войти в историю Буш-младший, у него все шансы стать человеком, обрушившим мировую финансовую систему». В тот период была чрезвычайно распространена теория «бескризисного развития постиндустриального общества», доказавшая в конечном итоге свою несостоятельность.

Тем не менее, между публикацией этого материала и «официальным» началом нынешнего краха, который датируется августом 2007 года, прошло почти два года, в течение которых проблемы только накапливались. Экономика «мыльных пузырей», которая росла все эти годы, начала давать сбои в 2006 году, когда начали снижаться цены на недвижимость в США. Тогда лишь немногие могли предположить, что это станет той последней каплей, которая запустит цепную реакцию, последовательного обрушения целых секторов мировых финансов.

Нынешний кризис можно условно разделить на несколько этапов, которые определили название частей настоящего сборника. Причем каждый последующий этап был вовсе не предопределен. Ситуация могла развиваться совершенно по-другому, если бы не произошли события, предсказать которые было просто невозможно. Кто знает, что было бы, если бы власти США, не жалевшие до того сил и средств для того, чтобы погасить кризис, спасли Lehman Brothers. Никто не в состоянии предположить, как могла сложиться ситуация в России, не поинтересуясь Владимир Путин, отчего компания «Мечел» торгует углем по таким ценам, а не по другим. Не свали болезнь главу «Мечела» Игоря Зюзина в тот злосчастный день, развитие событий могло быть совсем другим.

Завершается книга разделом, в котором даются практические рекомендации. При этом необходимо учитывать, что каждый из этапов кризиса характеризуется своими особенностями, и рецепты, которые хороши для защиты от инфляции, в период дефляции грозят убытками. В статьях лишь описаны доступные инструменты, а уж какой из них больше подходит, каждый должен решать для себя сам.

В последнее время принято ругать журналистов и биржевых аналитиков. Особенно тех, кто рискует выстраивать долгосрочные модели и публиковать прогнозы, которые распространяются на сроки более длительные, чем неделя.

Первым достается за то, что они не предупреждали об обвале мировых рынков и прогнозировали рост (хотя и предупреждали, и обвал многие прогнозировали). Вторым, наоборот, достается за пристрастие к апокалиптическим прогнозам, которые добавляют масла в огонь, сея панику, которая толкает рынки и экономику все глубже в пропасть. Однако создать панику на пустом месте невозможно. Если нет никаких предпосылок к тем или иным кризисным явлениям, они и не произойдут. Что же до аналитиков, которые «не предупредили заранее», то, как я уже писал, однозначно записанного где-то в анналах будущего не существует. Оно формируется ежедневно и складывается из сотен событий, каждое из которых может стать определяющим. Дальнейшее развитие нынешнего кризиса может быть разным.

Мир может пройти через период дефляции, вызванной кризисом перепроизводства, который стал реальностью после того, как потребители в оказались не в силах и дальше наращивать потребление, пользуясь более чем доступными в последние годы кредитами. Глобализация, ставшая основной тенденцией последних десятилетий, может смениться волной финансового и товарного протекционизма, торговых войн и крушения транснациональных корпораций. Дефляцию может сменить гиперинфляция, которую спровоцируют нынешние усилия правительств, направленные на стабилизацию своих финансовых систем и выливающиеся в «национализацию убытков», которые исчисляются триллионами долларов. Погасить эти убытки можно только при помощи печатного станка. Страны, которые не являются эмитентами основных мировых валют, могут объявить дефолт по внешним заимствованиям, что породит новую волну биржевой паники.

Все это пока угрозы или риски, которые могут и не реализоваться. Однако, как показывает опыт последних двух лет, даже самые пессимистичные сценарии имеют все шансы на то, чтобы стать реальностью.

## **ЧАСТЬ 1**

### **Предпосылки кризиса**

#### **ДАБЛ-ДИ ПОСТАВИТ МИР НА ГОЛОВУ**

Кем бы ни хотел войти в историю Буш-младший, у него есть все шансы стать человеком, обрушившим мировую финансовую систему.

##### **У финансовых потоков**

Утверждение многочисленных теоретиков от экономики о том, что США на сегодняшний день являют собой единственную страну, окончательно построившую постиндустриальную экономику, вполне справедливо. Далее, как правило, следуют рассуждения о технологическом лидерстве, «виртуализации» экономики, опережающем росте сферы услуг и выводе производственных мощностей в третьи страны.

Если отвлечься от всего этого, можно с уверенностью утверждать, что главное, что делает экономику Америки не просто самой крупной и технологически развитой, но и качественно отличной от всех прочих, – это та роль, которую выполняет доллар в мировой финансовой системе.

Статус монопольного эмитента валюты, обеспечивающей львиную долю международных расчетов, валюты, которая до сих пор составляет основу резервов центробанков всех без исключения стран, – главное конкурентное преимущество США в гонке за глобальное экономическое лидерство. Соответственно и американская «постиндустриальность» выражается в простой схеме, описанной обозревателем «The Wall Street Journal» Дэвидом Уэсселом: США «производят» доллары, на которые покупают во всем мире все необходимое, а потом эти же доллары в виде инвестиций возвращаются на родину. Именно так он интерпретирует тот факт, что к исходу прошлого века Америка стала крупнейшим в мире конечным потребителем, с одной стороны, товаров и услуг, с другой – инвестиционных ресурсов. Именно иностранные инвестиции позволяют США потреблять гораздо больше, чем производить.

К началу этого века разрыв – торговый дефицит – достиг фантастической суммы полтриллиона долларов в год, а в этом году, по прогнозам, составит почти 700 млрд долл.

В какой-то степени американская экономика даже оказывает миру услугу, потребляя все больше и больше: стабильный рост экспорта в США является источником роста для огромного количества европейских и азиатских компаний. Специализируясь на потреблении, американцы развивают мировую экономику, как бы парадоксально это ни звучало.

Правила игры приняты практически всеми остальными странами, которые активно скупают доллары, наращивая свои золотовалютные резервы, чтобы не допустить укрепления национальной валюты и стимулировать таким образом экспортеров.

Кроме того, как показал опыт азиатского кризиса 1997 года, резервы могут пригодиться для того, чтобы не допустить обвала национальной валюты в случае атаки международных спекулянтов. По данным Всемирного банка, на начало этого года резервы только у ЦБ развивающихся стран составили 1,6 трлн долл., причем 70% номинированы в долларах. Всего же в резервах ЦБ накоплено уже 3,4 трлн долл., или 14% мирового ВВП (для сравнения: всего 10 лет назад совокупные резервы не превышали 4% мирового ВВП). По мнению аналитиков из Merrill Lynch, для обеспечения стабильности валютных курсов хватило бы и вдвое меньшей суммы. Вся эта огромная масса долларов вложена в низкодоходные американские казначейские облигации либо лежит на банковских депозитах. Помимо центральных банков американскую экономику активно финансируют и частные инвесторы.

Главную угрозу для подобного рода системы представляет тот факт, что сильная национальная валюта оказывает депрессивное влияние на экспортные отрасли, углубляя проблему торгового дефицита. Впрочем, этот механизм вполне способен существовать и даже расти достаточно долго при соблюдении целого ряда ограничений. Прежде всего, темпы роста рефинансирования торгового дефицита за счет иностранных инвестиций не должны существенно превышать темпов роста мировой экономики. Кроме того, финансовые власти США должны неукоснительно придерживаться политики сильного доллара, а американская экономика – быть существенно крупнее и стабильнее, чем любая другая.

### **Экспорт нестабильности**

Администрация Клинтона, очевидно, это понимала и вела весьма сбалансированную финансовую и денежную политику, результатом которой, в частности, стал профицит бюджета.

Неоценимую помощь денежным властям оказал и рынок акций компаний «новой экономики»: классическая «пирамида», где первые, кто понял, в чем правила игры (и успел спастись бегством, как только запахло жареным), получили фантастические прибыли, а последние из вложившихся потеряли все. «Новая экономика» стерилизовала триллионы долларов, которые в конечном итоге развеялись как утренний туман, словно их и не было.

Подобно тому как кризис 1998 года пошел на пользу российской экономике, «топка» интернет-компаний, в которой на рубеже тысячелетий сгорели «лишние» доллары, несколько оздоровила мировые финансы. Правда, если российское правительство, наученное горьким опытом, некоторое время придерживалось довольно жесткой финансовой политики, верстая бюджет с профицитом, наращивая валютные резервы и пополняя сначала финансовый резерв, а потом и Стабилизационный фонд, администрация Джорджа Буша-младшего попыталась совместить сокращение налогов с наращиванием бюджетных расходов. В результате бюджетный профицит немедленно обернулся дефицитом, который в прошлом году составил 412,5 млрд долл. Зато экономика США вышла из рецессии.

Чтобы еще больше подстегнуть экономический рост, Федеральная резервная система предприняла беспрецедентную серию понижений ставок, наводняя рынок дешевыми долларами. Подобное положение вещей не могло не вызвать обеспокоенности инвесторов. Масла в огонь регулярно начал подливать Всемирный банк, с каждым годом все жестче критикуя безответственную политику американской администрации, которая может привести к непредсказуемым последствиям. Многие, включая самый авторитетный российский деловой еженедельник «Эксперт», стали склоняться к мысли, что главный ничем не обеспеченный «мыльный пузырь» – это американский доллар. И этот «пузырь» рано или поздно лопнет, обрушив доллар, а заодно и все мировые финансы. На первый взгляд, прогноз этот пока так и не сбылся. Ряд статей «Эксперта» объясняют это двумя причинами: во-первых, адекватной замены доллару до настоящего момента попросту не существует, во-вторых, американские власти, будучи не в силах поддержать национальную валюту экономическими методами, занялись «экспортом политической нестабильности».

Копаться в мотивации нынешнего американского президента, затеявшего весьма дорогостоящие военные кампании сначала в Афганистане, а затем и Ираке, не представляется ни интересным, ни особенно важным. Гораздо важнее оценить результаты, к которым все это привело.

### **«Пузыри» или скрытая девальвация**

Пресловутый «экспорт нестабильности» стал катализатором для существенной девальвации доллара. И речь тут идет вовсе не о его ослаблении относительно мировых валют – оно, хоть и с натяжкой, вполне укладывается в рамки долгосрочных колебаний международного валютного рынка. Доллар – а вслед за ним и все валюты, чей курс так или иначе был привязан к доллару (а это практически все без исключения валюты, поскольку денежные власти почти всех стран предпринимают титанические усилия, чтобы не допустить слишком сильного укрепле-



ния национальных валют к доллару), – был девальвирован относительно нефти, золота, черных и цветных металлов, недвижимости, акций предприятий.

43-й президент – сам, вероятно, того не желая – открыл инвесторам глаза на то, что может стать доллару альтернативой. Сырьевые товары, земля, золото в качестве долгосрочных вложений гораздо лучше доллара. Хотя бы в силу того, что их количество естественным образом ограничено, в то время как количество долларов зависит лишь от воли и профессионализма таких людей, как Алан Гринспен (что, может, еще и неплохо) и Джордж Буш (что делает количество долларов по меньшей мере непредсказуемым).

В конце августа инвестиционный банк Morgan Stanley опубликовал доклад «Мировая экономика: пузыри вокруг нас». Автор документа экономист Энди Кси приходит к выводу о чрезвычайной перегретости современной мировой экономики. Она так и кишит «мыльными пузырями» – необоснованно раздутыми ценами на сырье, недвижимость, акции. Совокупный размер этих «пузырей» составляет, по его расчетам, половину мирового ВВП, который, по расчетам Всемирного банка, равен 40 трлн долл. Главной причиной подобного положения вещей Morgan Stanley называет слишком мягкую политику ФРС.

Относительно «слишком мягкой» политики сложно не согласиться, однако утверждение, что повсеместно наблюдающийся рост цен практически на все активы, куда инвесторы могут вложить деньги, является «надуванием мыльных пузырей», неверно. Нынешняя ситуация как раз представляет собой тот самый случай, когда, следуя Гегелю, количество перешло в качество.

О «мыльном пузыре» можно говорить, когда есть как переоцененные рынком активы, так и недооцененные. В таком случае бегство инвесторов от одного инструмента к другому может вызвать обвал и надувание нового «пузыря» в смежном сегменте рынка. Когда же переоценено абсолютно все, бежать инвесторам становится некуда. Не в доллары же, в самом деле.

Таким образом, речь идет не о «необоснованно высоких ценах», а о том, что девальвация доллара стала свершившимся фактом. А вслед за долларом – главными пока деньгами этого мира – обесценились и деньги вообще. Это не означает, что ни один из перечисленных Morgan Stanley «перегретых» рынков не рухнет в один прекрасный момент. Переток спекулятивных капиталов из акций в нефтяные фьючерсы, из нефтяных фьючерсов в недвижимость, из Азии в Латинскую Америку никто не отменял. Но глобально цены уже вышли на новый уровень, и, похоже, обратно они не вернутся уже никогда.

Впрочем, доллар служит не только резервной валютой для центральных банков и частных инвесторов. Он еще и обслуживает львиную долю международных расчетов. Но и тут его положение может в скором времени пошатнуться. Он постепенно будет вытесняться несколькими региональными валютами, подобными евро. Например, разговоры о «зоне юаня» ведутся уже давно, и совсем недавно Китай сделал первый шаг к построению этой зоны, заявив об отказе от жесткой привязки национальной валюты к доллару.

Подобные европейскому проекты вынашивают и арабские страны, и Латинская Америка. У России также есть все предпосылки создать какую-никакую «рублевую зону», и правительство стремится воспользоваться ситуацией, активно продвигаясь к превращению рубля в конвертируемую без всяких ограничений валюту, пригодную для международных расчетов.

### **Перевернутая пирамида**

Интересно, что девальвация доллара и общее обесценение денег происходят на фоне вполне пристойных статистических данных по инфляции в США и других развитых странах. Казалось бы, девальвация не могла не сопровождаться инфляционным скачком, а его официальные данные не фиксируют. Дело в том, что на потребительском рынке, который и служит главным источником данных для расчета инфляции, роста цен практически не наблюдается. На это, кстати, указывает и доклад Morgan Stanley о «мыльных пузырях».

Если посмотреть на динамику цен за последние пять лет, можно заметить весьма любопытную тенденцию: чем больше в продукте использовано технологических новинок и чем выше его так называемая добавленная стоимость, тем стремительнее он дешевеет. Компьютеры, мобильные телефоны, радиоэлектроника, генетически модифицированные продукты – список можно продолжать. С сырьем же все обстоит с точностью до наоборот.

Распространенное представление о мировой экономике как о технологической пирамиде, нижние уровни которой занимают поставщики сырья, за которыми следуют производители товаров, а еще выше располагаются разработчики технологий, при сохранении нынешних тенденций можно будет записать в безнадежно устаревшие. Эту пирамиду цементировал доллар. Джорджу Бушу удалось если не поставить пирамиду с ног на голову, то уж точно завалить ее на бок. Вчерашние сырьевые придатки превращаются во всемогущих монополистов, решая, кому отдать предпочтение в очереди за ресурсами, в которую выстроились китайский ширпотреб, японский хай-тек, германский автопром и американский доллар. А вчерашняя «верхушка» пирамиды вот-вот начнет превращаться в технологический придаток богатых ресурсами держав. Не меньше шансов на доминирование в новой пирамиде имеет и «середина» – Индия, Китай и следующие за ними экономики Юго-Восточной Азии и Латинской Америки.

### **Иногда они возвращаются**

Казалось бы, Россия наконец попала в струю и имеет все шансы вернуть себе место в первом ряду экономически развитых стран. И даже делать при этом ничего особенного не надо, разве что подтолкнуть падающую пирамиду в нужную сторону, скажем, потихоньку переходя в международных расчетах на рубль. И даже если поначалу за рубли никто ничего продавать нам не захочет, то уж нефть с газом покупать все за рубли научатся. Это позволило бы перетянуть в страну довольно серьезные финансовые потоки, эксплуатировать и обслуживать которые чрезвычайно выгодно (о чем свидетельствует опыт тех же США).

Проблема, однако, заключается в том, что мировая экономика может оказаться вовсе не пирамидой, одинаково устойчиво лежащей на любой из своих граней, а куклой-неваляшкой, рано или поздно возвращающейся в исходное положение.

Сегодняшняя ситуация во многом повторяет события 30-летней давности. В первой половине 70-х тоже были и взлет цен на нефть, и отмена золотодевизного стандарта с последующей девальвацией доллара, и купавшиеся в золоте арабские шейхи, и поставившие все на нефть генеральные секретари. Тогда победили технологии: получила мощный толчок ядерная энергетика, вошли в обиход ресурсосберегающие технологии, а Советский Союз благополучно развалился. Сегодня можно ожидать, что наиболее технологически развитые (они же и наиболее зависимые от импорта энергоносителей) страны сосредоточат свои усилия на поиске относительно дешевого источника энергии, которым может стать водород, термояд, древесный спирт и что угодно другое. И тогда нынешние всемогущие монополисты останутся опустевшими дворцами на фоне никому не нужных нефтяных полей.

1 октября 2005 г. • Большой Бизнес

## ГУДБАЙ, ДОЛЛАР

Высказывать свои мысли о том, как изменятся цены, что будет с курсами валют и во что вкладывать свои сбережения, – дело неблагодарное. В ответ на просьбы знакомых посоветовать, как распорядиться той или иной суммой лежащих без дела денег, приходится долго перечислять имеющиеся финансовые инструменты со всеми их рисками и возможностями. А в ответ на прямой вопрос, покупать ли доллары (евро, акции «Газпрома», паи фондов) или положить деньги на рублевый депозит в банке (каком, кстати?), и вовсе, кроме как шуткой (знал бы, давно стал миллионером), не ответишь. Тем не менее, рискну, со всеми приличествующими случаю оговорками, порассуждать о том, что может ожидать в следующем году американскую валюту на российских просторах. Тем более что для этого появилось сразу несколько оснований.

Первое – масштаба исключительно российского – заключается в том, что президента начала беспокоить инфляция. Причем беспокоит она его настолько сильно, что все начало недели он только о ней и говорил. Видимо, кто-то намекнул Владимиру Владимировичу, что аттракцион неслыханной щедрости под названием «Бюджет-2006» может не произвести должного впечатления ни на околополитический «бомонд», бодро распиливающий его львиную долю, ни на бюджетников, подбирающих то, что от политбомонда осталось. Деньги обесценятся, и все благие начинания властей пойдут прахом.

Вот президент и заговорил о том, что инфляция «начинает съедать наши доходы». Более того, в понедельник, на еженедельной «планерке», которую президент проводит с правительством, Владимир Путин потребовал разработать комплекс мер, способных держать инфляцию в узде. Причем не только в следующем году, но и впредь. К исходу президентства второго «все-народно избранного» годовая инфляция не должна превышать 3—4%. Министры пообещали Путину задачу выполнить. И вице-премьер Александр Жуков пообещал, и министр финансов Алексей Кудрин, и министр экономики Герман Греф тоже.

Борьба с инфляцией становится национальной задачей, по значимости сопоставимой с удвоением ВВП. Но если удваивать ВВП министры-экономисты упорно отказывались, по крайней мере, в назначенный срок (и упрямо твердили, что дело это нереальное), то инфляцию побороть должны. Задача, как ни посмотри, благородная. Однако резкое увеличение государственных расходов, предусмотренное в следующем году, делает и эту задачу почти невыполнимой. Во всяком случае, при той денежной политике, которой сегодня придерживаются Минфин и ЦБ. Значит, денежная политика будет ужесточаться – в оборот будет поступать меньше рублей. Главный источник рублевой эмиссии на сегодняшний день – покупка Центробанком долларов у экспортеров.

Сконцентрировавшись на борьбе с инфляцией, ЦБ вынужден будет покупать меньше, что автоматически создаст дефицит рублей. Доллар начнет падать. (Естественно, все это справедливо при условии, что цены на нефть существенно не снизятся. Если снизятся, разговор будет другой.)

Не слишком удачное для доллара время наступает и в мире. После почти двух десятилетий бессменного руководства Федеральной резервной системой в начале 2006 года уходит в отставку «мистер доллар» – Алан Гринспен. Сменит его Бен Бернанке, который заверяет, что никаких кардинальных изменений в денежной политике США не произойдет. Кардинальных-то, может, и не произойдет, но Бернанке не Гринспен. Если раньше одного слова Гринспена было достаточно для того, чтобы «поддержать» доллар, то будущему главе ФРС предстоит еще долгие годы завоевывать авторитет. К тому же взгляды Гринспена и Бернанке совпадают далеко не во всем. Большинство аналитиков склоняются к тому, что новый пред-

седатель ФРС не будет столь бескомпромиссно бороться с инфляцией, что явно не говорит в пользу доллара. Так что, гудбай, доллар?

31 октября 2005 г. • Ежедневный журнал

## ГУДБАЙ, ДОЛЛАР-2

В минувший вторник инвестиционная группа «Ренессанс Капитал» обнародовала аналитический отчет, где, среди прочего, предсказывается скорый и весьма существенный обвал доллара на российском валютном рынке. «Мы ожидаем единовременного укрепления курса рубля до 26—26,5 рубля за доллар в апреле-мае или октябре-ноябре 2006 года», – говорится в документе.

О том, что нынешний год будет для доллара в России далеко не лучшим, мы уже писали. Справедливости ради следует отметить, что аналитик «Ренессанса» Алексей Моисеев, подготовивший отчет, указал точные цифры и сроки. Хотя и опирался он при этом все на те же аргументы: «Российский президент поставил три макроэкономические цели: увеличение бюджетных расходов, борьба с инфляцией и удерживание низкого курса рубля. Выполнить все три цели одновременно невозможно, хотя бы одной придется пожертвовать». Понятно, что это будут не госрасходы. Не для того Дмитрий Медведев придумывал нацпроекты, чтобы вот так запросто подвергнуть их сек-вестированию. Инфляции президент тоже в последнее время уделял преувеличенное внимание: как-никак ее последствия ощущают на себе все без исключения слои населения, и особенно беднейшие. А в следующем году, если кто не помнит, парламентские выборы. Так что единственный выход – пожертвовать курсом.

Есть один спорный момент в отчете Моисеева – предположение, что ЦБ пойдет на резкое единовременное снижение курса в тот момент, когда его никто не будет ожидать, например, в период майских праздников. В противном случае, при плавном снижении курса, население и спекулянты, по мнению автора, бросятся избавляться от долларов, что может вызвать панику на рынке. На мой взгляд, единовременный обвал курса доллара на рубль-полтора с гораздо большей долей вероятности вызовет панику среди крупных участников валютного рынка. А о населении и говорить нечего. Так что единственное, чего ЦБ сможет добиться такой мерой, – это всеобщий невыход на работу в первый постпраздничный день в связи с необходимостью найти обменный пункт, где еще остались рубли и отстоять в нем многочасовую очередь. И все усилия по сокращению денежной массы пойдут псу под хвост, поскольку к этому дню Центробанку придется напечатать сотню-другую миллиардов новеньких хрустящих рублей, чтобы купить за них доллары у всех желающих. В противном случае можно будет говорить не о 26, а уж скорее о 16 рублях за доллар. Поэтому, скорее всего, ЦБ будет двигаться мелкими шажками, ограничивая, когда это возможно, скупку нефтедолларов и периодически напоминая о себе интервенциями в его поддержку. Косвенно это подтвердил глава ЦБ Сергей Игнатьев, заявивший, что в ближайшие месяцы номинальный эффективный курс рубля существенно укрепляться не будет.

Впрочем, избежать серьезной стабилизации курса рубля все равно не получится. Интересно, что в тот же день, когда увидел свет аналитический отчет «Ренессанс Капитала», министр финансов Алексей Кудрин, выступая на ежегодной конференции Высшей школы экономики, возложил всю полноту ответственности за темпы инфляции именно на Центробанк: «То, что казалось мне всегда понятным, сегодня опять приходится доказывать: инфляция на 100% имеет монетарный характер. Поэтому во всех странах мира за инфляцию отвечают центральные банки этих стран, независимые от правительств и отвечающие за объем денежной массы в экономике». Не оставил он без внимания и курс рубля: «Центральный Банк России, если ему строго поставить цель, может и в этом, и в следующем году обеспечить целевой показатель по инфляции, и в 2009 году инфляция будет 3—4%. Но соответственно курс будет изменен».

Пока, правда, это не более чем теоретические рассуждения в рамках вспыхнувшей в правительстве и экспертном сообществе дискуссии, о чем так прямо министр финансов и заявил.

Сменивший его на трибуне Герман Греф весьма недвусмысленно высказался против «фетишизации» темы борьбы с инфляцией, которая в последнее время, по его мнению, имеет место при обсуждении перспектив развития экономики. «Как и любой процесс, экономика не любит насилия, и не нужно насилловать ее с параметрами. Тем более что провозглашать одновременно две цели – удвоение ВВП и резкое сокращение инфляции, – на мой взгляд, достаточно спорно. Наши все изыски по поводу снижения инфляции чреваты для экономического роста».

Впрочем, если вспомнить, как меньше месяца назад президент выговаривал правительству за то, что инфляция за первые 2 месяца превысила 4%, при том, что за весь год она не должна превысить 8,5%, несложно предположить, что ни «фетишизации», ни «насилия» не избежать.

7 апреля 2006 г. • Ежедневный журнал

## ВАУЧЕРИЗАЦИЯ «РОСНЕФТИ»

Главное событие нынешнего года для инвесторов должно произойти в июле, хотя однозначно утверждать, что оно приведет лишь к положительным последствиям, не возьмется сегодня, пожалуй, ни один серьезный аналитик.

Речь, конечно же, идет о приватизации крупного пакета акций «Роснефти» – последней государственной вертикально интегрированной нефтяной компании. Всего два года назад это событие не вызвало бы нынешнего ажиотажа. Высокие цены на нефть, безусловно, подогрели бы интерес к последнему нефтяному активу, выставляющемуся на продажу российской властью, и крупные энергетические компании, как российские, так и западные, за него с удовольствием поборолись бы. Но «Роснефть» тогда и по запасам, и по добыче занимала одно из последних мест среди российских нефтяных гигантов, и речь в лучшем случае могла идти о ее присоединении к одной из крупных империй.

Ситуация кардинально изменилась после того, как в один из последних дней 2004 года никому не известная компания «Байкалфинансгруп» на аукционе, не продлившемся и полчаса, приобрела за 9,3 млрд долл. «Юганскнефтегаз» – главный добывающий актив разрушенной государством компании ЮКОС.

Очень скоро выяснилось, что за таинственной «Байкалфинансгруп» стояла государственная «Роснефть», а сделка стала первым в современной России опытом столь масштабной национализации. Для самой «Роснефти» это тоже был переломный момент: «Юганскнефтегаз» добывал нефти вдвое больше, чем его новая материнская компания. За счет этой покупки «Роснефть», прозябавшая в числе аутсайдеров, начала претендовать на лидерство в отрасли. Поэтому и нынешняя продажа пакета ее акций выглядит уже совсем иначе. Речи о том, что государство продаст кому-то последнюю нефтяную компанию, утратив над ней контроль, больше не идет. Предстоящее IPO лишь позволит портфельным инвесторам получать долю прибыли нефтяной компании и зарабатывать на росте ее акций в периоды роста нефтяных цен, не претендуя на возможность влиять на политику компании и методы управления ею. Одним из способов атомизировать миноритариев компании и не допустить появления акционера, который владел бы блокирующим пакетом, станет реализация плана широкой продажи акций населению с использованием филиальной сети Сбербанка. С конца прошлого года в российской прессе периодически появляются сравнения предстоящего размещения акций «Роснефти» среди широких слоев населения с ваучерной приватизацией – попыткой превратить россиян в ответственных акционеров. Впрочем, основные средства компания рассчитывает получить благодаря размещению своих акций на иностранных биржевых площадках. Причем планы у менеджеров госкомпании грандиозные: бумаги должны торговаться на всех крупнейших биржах, от Токио до Нью-Йорка.

### **Не все то золото...**

Фондовый рынок в мире устроен довольно интересно. В периоды биржевого бума инвесторы покупают акции, не слишком обращая внимание на негативную информацию, относящуюся к той или иной компании или рынку в целом. Все начало года российский рынок бурно рос, штурмуя один исторический максимум за другим. Поддержку ему оказывала цена на нефть, взлетевшая выше 70 долларов за баррель из-за опасений начала военного конфликта в Иране, который никак не хочет расстаться с народной мечтой о мирном атоме. Особенно впечатляющие результаты демонстрировал государственный «Газпром», догнавший и перегнавший по капитализации практически все мировые нефтяные и прочие компании. Казалось, еще чуть-чуть – и новый мировой чемпион взойдет на пьедестал под звуки российско-советского гимна. В этих условиях IPO «Роснефти» рисовалось ее менеджерам и госчиновникам в малиновом цвете, суля астрономические суммы за столь дефицитный по нынешним временам нефтяной

актив. Привлечь планировалось больше, чем за всю историю российской приватизации. Назывались цифры и 15, и даже 20 млрд долл.

Однако в мае ситуация существенно изменилась. Развивающиеся рынки, к которым относится и российский, начали корректироваться. Причем коррекция после бурного роста получилась обвальная. Выросшие сильнее всего рынки стран – экспортеров нефти, таких как Саудовская Аравия или Россия, и упали сильнее всего. В условиях же падающего рынка инвесторы начинают вести себя более чем осторожно, преувеличенно нервно реагируя на каждую проблему и придирчиво изучая каждую мелочь, относящуюся к покупаемым бумагам. А пресловутых «мелочей» у «Роснефти» более чем достаточно. Начать с того, что приобретение «Юганскнефтегаза» до сих пор выглядит сделкой достаточно сомнительной, провернутой в лучших традициях залоговых аукционов. Подробности всплыли после того, как «Роснефть» в преддверии IPO вынуждена была раскрыть отчетность, откуда явствует и участие китайских банков, и то, что актив был приобретен фактически на бюджетные средства, проведенные через Внешторгбанк. При нынешних властях сделку, по крайней мере, в России, вряд ли кто осмелится оспорить, но нынешние власти – это не навсегда. Более того, от второго и, возможно, последнего срока президента Путина осталось меньше половины. Институциональные инвесторы – взаимные, страховые и пенсионные фонды – могут поосторожничать и ограничиться покупкой минимальных пакетов, поскольку предпочитают более долгосрочные вложения. Сходство с залоговыми аукционами дополняется тем, что государственный «Роснефтегаз», которому принадлежит 100% акций «Роснефти», участвовал и в возвращении в лоно государства контрольного пакета «Газпрома», выкупив недостающие 10,74% акций за 7,5 млрд долл. Для этого он вынужден был взять кредит на указанную сумму у четырех западных банков – ABN AMRO, J.P. Morgan, Morgan Stanley и Dresdner Kleinwort Wasserstein. Они же выступят главными западными андеррайтерами предстоящего IPO «Роснефти». Самое интересное заключается в том, что обеспечением по этому кредиту является 49% акций «Роснефти». Формально, если размещение акций пойдет не так, как планируют его организаторы, и денег для выплаты кредитов собрать не удастся, придется российским властям в пожарном порядке искать деньги, чтобы выволить из залога почти половину компании. Еще интереснее обстоит дело с задолженностью самой «Роснефти». Не лишним будет напомнить, что «Юганскнефтегаз» должен был достаться «Газпрому», как и сама «Роснефть». В дело, однако, вмешался американский суд, запретивший продажу активов ЮКОСа до окончания рассмотрения иска его акционеров. Западные банки в этих условиях кредит «Газпрому» дать не решились. И тут глава «Роснефти» Сергей Богданчиков молниеносным броском на восток спас поставленный под угрозу аукцион, договорившись с китайской CNPC. Товарищи из Пекина на решение расположенного в далеком Техасе суда внимания обратили мало, благо ни они, ни российские активы под юрисдикцию штата Техас не подпадают, и денег одолжили весьма охотно. Тем более что поставками в Китай традиционно занимался ЮКОС, причем шла туда нефть именно добытая «Юганскнефтегазом». О том, что CNPC получила взамен, официальные спикеры обеих компаний предпочитают не распространяться. Существуют две версии: либо долю акций «Юганскнефтегаза», которая в процессе перехода «Роснефти» на единую акцию должна была превратиться в акции самой «Роснефти», либо гарантированные долгосрочные поставки по фиксированной цене (цифры со ссылками на «информированные источники» назывались разные, от 17 до 35 долларов за баррель). Если подобного рода контракт действительно существует, он вообще ставит под сомнение потенциальную способность «Роснефти» на равных конкурировать с другими нефтяными компаниями, не связанными никакими жестко зафиксированными ценами. Наконец, въедливый инвестор обратит внимание на то, что себестоимость добычи «Юганскнефтегазом» одного барреля нефти со сменой собственника непостижимым образом выросла с 1,7 до 3,5 доллара.

### **В кольце врагов**



Выходу на IPO предшествует, как правило, широкомасштабная рекламная кампания, призванная убедить инвесторов, что им предоставляется уникальная возможность приобрести по сходной цене великолепный актив. В случае с «Роснефтью» нельзя не обратить внимание и на активную контркампанию в западной прессе. Негативных комментариев не меньше, если не больше, чем позитивных. Тональность и аргументация этих комментариев разная, от пафосного «нельзя финансировать русский ГУЛАГ» до недоуменного «мы же эти активы однажды уже покупали, только тогда они назывались акциями ЮКОСа». В условиях растущего рынка инвесторы, скорее всего, не обратили бы на это никакого внимания, но после отрезвляющего майского падения нельзя исключать, что энтузиастов покупки поубавится.

Тем не менее нельзя не признать, что у «Роснефти» с ее государственным статусом есть огромное преимущество в виде гипотетической господдержки и гарантий. За примером далеко ходить не надо: впечатляющие успехи «Газпрома» на ниве привлечения портфельных инвесторов в комментариях не нуждаются. По сути, «Роснефть» претендует на роль российского «нефтяного Газпрома». Однако и тут все далеко не так просто. «Роснефть», которая уже, казалось, была «проглочена и переварена» «Газпромом», не только сумела лишить газового монстра приятного десерта, но и утащила у него из-под носа самый лакомый российский нефтяной актив, а подобных вещей не прощают. Сергей Богданчиков и его кремлевские покровители нажили себе не менее влиятельных врагов в лице Алексея Миллера и его кремлевских «кураторов». На этот антагонизм уже в следующем году наложится борьба приближенных к Владимиру Путину кланов за право выдвинуть из своих рядов преемника на следующий президентский срок. И в случае поражения связанной с «Роснефтью» группировки предсказать, что будет с компанией, сложно. В лучшем случае там сменится менеджмент. Подобное развитие событий, конечно, ударит по владельцам акций, но все они не потеряют. Однако возможен и худший вариант – вариации на тему «дела ЮКОСа».

И тут самое время вспомнить о населении. Участие большого количества граждан могло бы стать для «Роснефти» своеобразным щитом. Разрушать «народную компанию» вряд ли кто-то осмелился бы. Однако в очередной раз планы спутал майский обвал развивающихся рынков. Пример Саудовской Аравии, где после того, как широкие слои населения вложились в акции, рынок рухнул на 60%, вызвав тем самым волну недовольства «обманувшихся вкладчиков», охладил пыл сторонников превращения россиян в акционеров. В итоге минимальный «входной билет» для покупки физическими лицами акций «Роснефти» через филиалы Сбербанка был определен в 20 тыс. руб. Тем самым от участия в приватизации оказались отсечены малообеспеченные (и наиболее политически активные) слои, а также те представители среднего класса, кто ничего не смыслит в фондовом рынке и вкладывать сразу существенную сумму поостережется.

1 июня 2006 г. • Большой Бизнес

## ТРЕТИЙ ПУТЬ

На днях российский президент решил обратить свой взор на экономику. Вызвонил к себе в Сочи министра финансов Алексея Кудрина и высказал ему свое недовольство укреплением реального курса рубля. «Статистика и реальное положение в экономике показывают, что укрепление рубля может быть критическим в этом году для нашей национальной экономики», – заявил Владимир Путин.

Почему именно в этом году укрепление реального курса рубля может стать критическим и что за статистика ему об этом поведала, президент не уточнил. Сказал только, что информацию вынес из общения с «руководителями крупных компаний». Судя по тому, что президента в начале месяца навещал Олег Дерипаска, чей автомобильный холдинг и особенно головное его предприятие – Горьковский автомобильный завод – действительно могут не выдержать конкуренции с более качественными западными (да и восточными тоже) производителями аналогичной продукции, данные Владимиру Путину предоставил именно российский «алюминиевый король». Впрочем, это совершенно неважно – так, забавная деталь, приоткрывающая завесу над тем, как рождаются те или иные высказывания президента.

## **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.