

Максим Блант

ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС

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

Максим Блант Финансовый кризис

«Текст предоставлен правообладателем»

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=181994

Финансовый кризис / Максим Блант.: АСТ; Астрель; Москва; 2008

ISBN 978-5-17-057124-6, 978-5-271-22654-0

Аннотация

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.

Содержание

ПРЕДИСЛОВИЕ	4
ЧАСТЬ 1	6
ДАБЛ-ДИ ПОСТАВИТ МИР НА ГОЛОВУ	6
ГУДБАЙ, ДОЛЛАР	10
ГУДБАЙ, ДОЛЛАР-2	12
ВАУЧЕРИЗАЦИЯ «РОСНЕФТИ»	14
ТРЕТИЙ ПУТЬ	17
РАЗВОРОТ	19
ШАЖОК ДРАКОНА, ИЛИ ГУДБАЙ, ДОЛЛАР-3	22
ФОНД ОБМАНУТЫХ ОЖИДАНИЙ	24
САМИ НАКОПИЛИ, САМИ И ПОТРАТИМ	26
ПРОГРАММА ПУТИНА	28
ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ЗУД ПРЕЗИДЕНТА	30
ЧАСТЬ 2	32
ЕСЛИ КРИЗИС	32
УГРОЗА НЕСВАРЕНИЯ	34
ЛЕГКИЙ НАСМОРК ИЛИ ОСТРАЯ ПНЕВМОНИЯ	36
Конец ознакомительного фрагмента.	38

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, нарастали 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 поинтересуйся 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 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 сбывся. 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 укрепления 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 «всенародно 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 насиловать 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 чреватые 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 получаса, 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 выволочь 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.

Если же отвлечься от интимных взаимоотношений президента и олигарха, то слова Владимира Путина прозвучали, мягко говоря, неожиданно. Дело в том, что российские финансовые власти, решая в конце прошлого – начале этого года, как вести бюджетный корабль между Сциллой инфляции и Харибдой укрепления национальной валюты, последнюю признали менее опасной. Не последнюю роль, кстати говоря, сыграл тут и российский президент, критиковавший экономический блок за недостаточное прилежание в важном деле борьбы с обесценением доходов граждан.

Эта позиция вполне укладывалась в общую социальную риторику, поскольку основная масса граждан, особенно малообеспеченных, гораздо более болезненно реагирует на повышение цен, в то время как рост курса, напротив, несколько повышает покупательную способность рублевых доходов, особенно когда это касается импортных товаров.

Очевидно, что и для министра финансов подобный поворот в беседе был неожиданным, но Алексей Кудрин вместо того, чтобы заговорщицки подмигнуть Путину и игриво пихнуть его в бок со словами «Так, значит, инфляцию побоку – а, Владимир Владимирович?», начал вяло с президентом соглашаться. Потом, правда, взял себя в руки и, решив воспользоваться ситуацией, напомнил, что резкий рост госрасходов ситуацию может только усугубить. Но прозвучало это уже не очень убедительно.

Впрочем, не исключено, что министра сбilo с толку то, что претензия президента была высказана не по адресу. Курсовой политикой в стране занимается Центральный банк во главе с Сергеем Игнатьевым, который министру финансов не подчиняется и никак от него не зависит. Соответственно ЦБ волю президента и исполнять. При этом инструмент (по крайней мере, действенный) у главного банка страны только один. Он может покупать больше или меньше иностранной валюты, печатая для этого рубли, и таким образом регулировать денежную массу в экономике. Борясь с инфляцией, ЦБ несколько ограничил покупку нефтедолларов для золотовалютных резервов (и так достигших уже 275 миллиардов долларов), допустив укрепление рубля. Теперь Игнатьеву предстоит выбирать: пропустить мимо ушей заявление Путина (не ему адресованное) и продолжать плавное укрепление рубля, уменьшая рост резервов, которые переросли все разумные пределы, особенно если учесть, что Россия досрочно погасила долг перед Парижским клубом кредиторов, – либо взять под козырек и возобновить массивную скупку валюты с непредсказуемыми инфляционными послед-

ствиями. Осложняет ситуацию и то, что предыдущих своих пожеланий держать инфляцию в узде президент не отменял.

Есть, правда, еще одна возможность совершить немыслимый с точки зрения экономической теории подвиг и убить разом двух зайцев. Для этого нужно закрыть российский рынок от импорта и запретить повышать цены на товары, входящие в корзину, сформированную для расчета инфляции. Несмотря на всю дикость подобных рецептов, у них в последнее время все больше сторонников. Сценарий, который сегодня кажется фантастическим, вполне может быть претворен в жизнь – он вполне укладывается в нынешнюю тенденцию усиления регулирующих функций государства в экономике. Почему бы не регулировать еще и цены?

Только, к сожалению, никаких проблем это не решит. В советские времена эта система доказала свою несостоятельность: избыточная денежная масса вкупе с искусственно сдерживаемыми ценами (рост все равно имелся – за счет появления новых товаров, а также их марок и модификаций) приводила лишь к тотальному дефициту. Если же вернуться к сегодняшним российским реалиям, мера, которая могла бы несколько снизить инфляционное давление на экономику, предлагалась уже довольно много раз – умерить аппетиты «естественных монополий» и, особенно, «Газпрома», получающего дивиденды от беспрецедентной мировой конъюнктуры. К сожалению, деньги газового монстра – слишком важный предвыборный ресурс, которым за недолгую новейшую российскую историю власти всегда беспардонно пользовались. Поэтому тарифы на газ замораживать никто не будет. Закончится же все тем, что ЦБ, подобно буриданову ослу, будет метаться между сдерживанием укрепления курса рубля и инфляции. Обе задачи при этом будут благополучно провалены (не в последнюю очередь из-за роста бюджетных расходов), а «крайним» назначат экономический блок правительства и, прежде всего, все менее управляемого Алексея Кудрина. Те же, кто придет на место нынешних министров экономического блока, вполне могут избрать «третий путь» – назад к экономике развитого социализма.

28 августа 2006 г. • Ежедневный журнал

РАЗВОРОТ

Никто, наверное, не возьмется оспаривать тот факт, что в любой стране, в любом государстве бывают поворотные моменты, с которых начинается новый жизненный этап, нередко весьма и весьма отличный от предыдущего. Причем осознаются эти моменты как поворотные лишь спустя какое-то – порой весьма продолжительное – время. Нередко (хотя и далеко не всегда) осознание это приходит лишь после довольно серьезных потрясений – экономических, а, бывает, и политических.

Однако перейдем к сути. Вот уже больше месяца мировые цены на нефть падают. Они упали уже на четверть – с 78 до 58 долларов за баррель смеси марки Brent, используемой для расчетов цены на российскую нефть (Urals, кстати, на индикативных торгах в РТС опускался до 54 долларов). Казалось бы, ничем серьезным это нам не грозит. Ну будет в Стабилизационном фонде на пару миллиардов долларов меньше – большинство сограждан этого даже не заметит. Более того, если падение цен на нефть приведет к снижению цен на бензин, ликующие массы начнут радоваться каждому следующему витку падения котировок на Лондонской или Нью-Йоркской биржах. Изнуренные «голландской болезнью» отечественные производители, засучив рукава примутся вытеснять импорт с российского рынка, а некоторые экономисты, периодически рассуждающие о «нефтяном проклятии», смогут, наконец, утереть холодный пот со своих горячих лбов. Начнись нынешнее падение цен хотя бы пару лет назад, тут можно было бы поставить точку, порадовавшись напоследок предусмотрительности правительства. Однако сейчас все обстоит далеко не так просто. И виной тому разворот в государственной политике и, что гораздо хуже, общественном сознании, который окончательно оформился и выстроился в последовательную систему совсем недавно.

Разница между первым и вторым сроком президента Путина видна невооруженным глазом. И дело тут не только в президенте. Либерализм раннего Путина, по крайней мере, в сфере экономики, был вынужденным и диктовался теми объективными обстоятельствами, которые сложились на рубеже веков. Стоит напомнить, что еще в 1999 году, когда Владимира Владимировича назначили премьером-преемником, Россия пребывала в состоянии дефолта, золотовалютные резервы были практически на нуле, а цена на нефть опускалась ниже 10 долларов. И пусть к моменту избрания Путина президентом нефть стоила уже дороже 20 долларов за баррель, никакой гарантии, что она не упадет снова до 10-ти, ни у кого не было. Отсюда и сбалансированные бюджеты, и жесткая финансовая политика, и попытки работать над улучшением инвестиционного климата (чего стоит одна кампания с добровольно-принудительным принятием Кодекса корпоративного управления), и налоговая реформа. Не обошлось, кстати, и без «перегибов»: это сегодня нежелание бессменного министра финансов Алексея Кудрина обслуживать долги Парижского клуба на том основании, что выплаты не были заложены в федеральный бюджет (российские власти планировали реструктурировать эти долги), воспринимается как исторический анекдот. А в то время правительство старалось экономить на всем, изобретая и такие, не совсем адекватные отговорки.

Основой экономической политики в то время были поэтапное снижение непроцентных расходов и приватизация всего, что только можно приватизировать, поскольку тезис о том, что государство не может быть ни эффективным собственником, ни эффективным инвестором никем не подвергался сомнению. На этой волне была подготовлена одна из самых прогрессивных пенсионных реформ; министр-идеолог Герман Греф провозгласил курс на дебюрократизацию экономики, что должно было улучшить деловой климат, побороть коррупцию и, опять же, существенно сократить госаппарат и расходы на него. Власти были готовы к любому развитию событий на мировых сырьевых рынках.

Сегодня ситуация почти во всем противоположная. О деловом климате, кроме Евгения Ясина, никто давно не вспоминает. Разговоры о снижении фискальной нагрузки на экономику сменились дискуссией о мере социальной ответственности бизнеса, причем побеждают в этой дискуссии все больше те, кто считает, что любой меры будет мало. Реформы в социальной сфере вылились в многомиллиардные нацпроекты и год от года все более щедрые индексации пенсий и зарплат бюджетников. Административная реформа привела к росту числа чиновников и еще большему росту расходов на содержание госаппарата. О сокращении непроцентных расходов помнит разве что Андрей Илларионов, но он давно уже не работает в Администрации президента, а теперь и вообще уезжает работать за границу. Модернизацию и диверсификацию экономики государство решило взять в свои руки, что вылилось в ренационализацию целого ряда предприятий в разных отраслях.

Никем, еще совсем недавно, не подвергавшийся сомнению тезис о том, как плохо быть сырьевым придатком, плавно трансформировался в концепцию энергетической сверхдержавы. Ставка на частных, в том числе и иностранных, инвесторов сменилась на выдавливание их из существующих или планирующихся проектов: в разгаре кампания против соглашений о разделе продукции на сахалинских месторождениях, недавно последовало заявление, что «Газпром» будет самостоятельно разрабатывать Штокмановское месторождение – все это события последнего месяца-двух.

Дискутировать о том, насколько эта политика способна или не способна вернуть России статус «великой державы», не имеет смысла. Поскольку вся внешняя, экономическая, социальная, промышленная (лет пять назад и слова-то этого в обиходе еще – или уже, как больше нравится – не было), энергетическая политика государства строится сегодня не просто на высоких, а на постоянно растущих ценах на нефть. После длительного воздержания государство набрало сразу столько долгосрочных обязательств, ввязалось сразу в такое количество «стратегических» и «приоритетных» проектов, ежегодно требующих многомиллиардных вложений, что денег на реализацию всего задуманного может не хватить, даже если нефть подорожает до 100 долларов за баррель. Помимо социальных обязательств и странным образом попавшего в список приоритетов сельского хозяйства есть еще «оборонка», авиастроение, традиционная и ядерная энергетика, освоение космоса, электроника, био- и нанотехнологии, строительство грандиозного восточносибирского нефтепровода, для заполнения которого требуется разведка и освоение восточносибирских месторождений.

Конечно, финансироваться все это (за исключением социальных программ) будет не только из бюджета. Большие надежды возлагаются на так называемое частно-государственное партнерство и еще большие – на двух как бы частных монстров, «Газпром» и «Роснефть». Ведь, как показал опыт текущего года, для этих компаний собрать десяток-другой миллиардов долларов, размещая на бирже дополнительную эмиссию акций или облигации, – не проблема. Точнее, не было проблемой, пока цена на энергоносители росла, устанавливая каждую неделю новый исторический максимум.

Или взять нынешнюю внешнюю политику России, где огромную роль, едва ли не большую, чем МИД, играет «Газпром». Принимал ли в расчет кто-то в Кремле или самом «Газпроме», привязывая цену на газ к мировым ценам на нефть, что палка эта о двух концах и цены умеют не только расти? Отказаться от своих обязательств, равно как и снизить имперский пафос, нынешние власти уже не могут – впереди два предвыборных года. Причем дело осложняется необходимостью пропихнуть в президентское кресло преемника, что требует дополнительной обильной финансовой «смазки».

Ну да это дела власти. В конце концов, ничего страшного не произойдет, если пара «проектов века» в «прорывных» отраслях превратятся в затянувшийся долгострой, а министру финансов, который выбил для себя право инвестировать средства Стабилизационного фонда, не с чем будет поиграться на мировых финансовых рынках. Гораздо интереснее

попытаться спрогнозировать, чем грозит продолжение падения цен на нефть – если оно действительно случится – всем остальным.

Первым, естественно, пострадает российский фондовый рынок, поскольку большинство «голубых фишек» – компании, работающие с энергоносителями. Падение, если оно случится, произойдет как раз в тот момент, когда население преисполнилось наконец верой в акции вообще – и в акции «Газпрома» и «народной» «Роснефти» в частности. Приток средств только в открытые паевые фонды с начала этого года превысил 15 млрд рублей. Падение может спровоцировать не менее активный отток средств, что в свою очередь вызовет новый виток снижения.

«Спасенные» деньги могут спровоцировать непродолжительный всплеск потребительского спроса на товары длительного пользования, автомобили и недвижимость, что позволит продать квартиры, приобретенные в качестве инвестиций. Однако рост цен в этих сегментах если и случится, то продлится недолго, а закончится дело очередным «лопнувшим пузырем». Зато в чести опять будет доллар. Американская валюта, уже начавшая отыгрывать у мировых конкурентов пункт за пунктом, в России также растет в цене, хотя об ажиотажном спросе говорить пока не приходится: граждане по инерции продолжают продавать долларов больше, чем покупают.

Падение на фондовом рынке чревато еще одной неприятностью. Если оно случится до конца этого года, велика вероятность того, что управляющие компании, получившие доступ к пенсионным накоплениям граждан, сыграют в минус, тем более что нынешняя генерация трейдеров в основной своей массе на падающем рынке работать не привыкла. Это даст лишний козырь (что в предвыборный год немаловажно) противникам пенсионной реформы, и власть может «похоронить» даже те чахлые ростки негосударственного пенсионного обеспечения, которые успели проклюнуться на суровой российской почве.

Снижение нефтяных цен пусть и не сразу, но окажет влияние на реальные доходы населения. Это может стать стимулом для сдувания (хорошо, если плавного) еще одного «пузыря», образовавшегося на рынке потребительского и ипотечного кредитования. Усугубить ситуацию может падение цен на недвижимость. Кризис «плохих долгов» способен спровоцировать банковский кризис.

Нарисованный сценарий, возможно, излишне пессимистичен, но вооружен тот, кто предупрежден. Последние три десятилетия в нашей стране (как бы она в разные периоды времени ни называлась) переломные моменты во всех сферах жизни в значительной степени связаны с колебаниями мировых цен на нефть. И опыт этих трех десятилетий наглядно демонстрирует, что на практике даже самый пессимистичный сценарий оказывается слишком радужным.

17 октября 2006 г. • Ежедневный журнал

ШАЖОК ДРАКОНА, ИЛИ ГУДБАЙ, ДОЛЛАР-3

Народный банк Китая принял решение о создании инвестиционного фонда, в который поступит 200—300 миллиардов долларов из валютных резервов. Куда конкретно будут направлены эти деньги, НБК определится в начале марта, но уже сейчас объявлено, что это будут иностранные активы.

Для мирового фондового рынка сумма сравнительно небольшая. Только в США капитализация компаний, акции которых находятся в биржевом обороте, составляет около 20 триллионов долларов. Однако китайцы вряд ли оставят деньги, размещенные ранее в американских казначейских облигациях, на американском рынке. Во-первых, это вступило бы в противоречие с концепцией диверсификации активов, которой отчасти руководствуется НБК, создавая инвестиционный фонд, а во-вторых, в последние годы самую большую активность китайские (особенно государственные) инвесторы проявляют в сырьевом секторе. Дефицит энергоносителей – один из факторов, способных затормозить бурный экономический рост в стране.

Китайские корпорации участвуют во всевозможных конкурсах и тендерах на разведку и освоение месторождений по всему миру – от Латинской Америки до Африки и Ближнего Востока. И значительная часть средств нового фонда может быть инвестирована именно в компании, специализирующиеся на добыче и продаже энергоносителей.

Россия в качестве одного из крупнейших игроков на нефтяном и газовом рынке, безусловно, одна из первых в списке. Миллиардов на 20—30, а то и на все 50 рассчитывать можно. «Зайти» в этот сектор нашей экономики можно сегодня исключительно через «Газпром» или «Роснефть», так что в обозримом будущем акции этих компаний получат на рынке дополнительную поддержку. Не исключен и запуск новых совместных проектов в Восточной Сибири.

Впрочем, те инвестиции, которые получит российский топливно-энергетический комплекс – далеко не самое интересное в этой истории. Китай, накопивший еще в ноябре прошлого года триллион долларов в валютных резервах, осторожно дает понять, что этого более чем достаточно для поддержания стабильного курса юаня. Сейчас НБК напротив скупает по 20 миллиардов долларов в неделю, только чтобы не допустить усиления национальной валюты. По сути, эти деньги покрывают часть американского внешнеторгового дефицита, трансформируясь в госдолг США перед Китаем.

С одной стороны, жесткая привязка юаня к доллару позволяет китайским товарам быть конкурентоспособными на мировом рынке. Но, с другой стороны, давать в долг можно только до определенных пределов, даже самому надежному заемщику с безупречной кредитной историей. Да и копить у себя чужие долги до бесконечности, по меньшей мере, неразумно.

Формируемый китайцами инвестиционный фонд проблемы этой не решает. В конце концов, при нынешних темпах накопления валютных резервов 200—300 миллиардов вернутся НБК в течение 10–15 недель – 2,4—4 месяцев. Значит, либо львиная доля купленной валюты будет пускаться на инвест-проекты китайских властей, либо НБК собирается ограничить скупку долларов. Это в нынешних условиях будет означать укрепление юаня. На первый взгляд, китайские денежные власти должны этого всячески избегать. Но это справедливо только в том случае, если амбиции КНР не простираются дальше статуса поставщика дешевых товаров на мировой рынок. Между тем, Китай претендует как минимум на региональное лидерство. И сделать юань главной расчетной единицей региона – одна из вполне решаемых задач.

Плавная ревальвация сделает эту валюту еще более привлекательной, тем более что обеспечена она будет не только мощью китайской экономики, но и триллионными валютными резервами, которые позволят устанавливать НБК любой курс даже в условиях свободного рынка. Кстати, в прошлом году Китай уже сделал один осторожный шаг к либерализации внутреннего валютного рынка и укрепления юаня.

Все вышесказанное, хотя и в несколько меньшей степени, относится и к России. Стоит ли удивляться, что на этой неделе первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев сделал осторожное заявление о намерении диверсифицировать структуру российских золотовалютных резервов за счет добавления в портфель других валют, в том числе и юаня.

Что же касается доллара, то в последнее время американская валюта и без того чувствует себя неважно. В условиях же, когда крупнейшие внешние вливания, позволяющие финансировать торговый и бюджетный дефицит, начинают сокращаться, а администрация Буша завязла в иракской кампании, требующей все более масштабных расходов, дальнейшее ослабление доллара выглядит почти неизбежным. Впрочем, большинство экспертов и заинтересованных лиц, включая российского министра финансов Алексея Кудрина, утверждают, что никакого обвала доллара не будет, предрекая «мягкую посадку». Вопрос лишь в том, на каком уровне ждать приземления.

23 февраля 2007 г. • Ежедневный журнал

ФОНД ОБМАНУТЫХ ОЖИДАНИЙ

В этом году российские власти наконец решили, что делать с нефтяными сверхдоходами, которые до настоящего момента складывались сначала в Финансовый резерв, а после в Стабилизационный фонд. Со следующего года Стабилизационный фонд, где скопилась уже сумма, приближающаяся к 10% ВВП страны, прекратит свое существование. Он будет разделен на две части. Одна – Резервный фонд, который предназначен для того, чтобы покрывать нехватку бюджета, связанную с текущими обязательствами, если цена на нефть резко упадет. В годы с относительно благоприятной конъюнктурой мировых рынков размеры фонда не должны опускаться ниже 10% ВВП. По словам министра финансов Алексея Кудрина, при среднегодовой цене 30 долларов за баррель Резервного фонда должно хватить на три года. «Три года – это срок, за который можно перестроить расходы» – считает министр. Собственно, ни по задачам, которые ему придется решать, ни по размерам Резервный фонд ничем от нынешнего Стабилизационного и не отличается. Разница лишь в том, что когда Стабфонд создавался, то никто не предполагал, какими темпами он будет расти, поэтому минимальный неснижаемый остаток ему установили на уровне 500 млрд рублей. Теперь этот неснижаемый остаток подняли до 10% ВВП, так что фонд будет расти пропорционально всей экономике, размещаться в тех же гособлигациях стран высшей категории надежности – бумагах с минимальной доходностью, но зато с максимальной ликвидностью.

Гораздо интереснее обстоит дело с Фондом будущих поколений, который также создается в следующем году. Необходимость его весьма убедительно обосновал Егор Гайдар в своем выступлении на заседании ученого совета Института переходного периода. Подобно норвежскому аналогу он должен будет максимально смягчить переход от нынешней распределительной пенсионной системы к накопительной. Переход этот не блажь реформаторов, а насущная необходимость, продиктованная демографической ситуацией в стране.

Проблема заключается в том, что в переходный период стремительно сокращающееся поколение работников, не достигших еще пенсионного возраста, должно не только кормить пенсионеров, которых, наоборот, с каждым днем становится все больше, но и умудряться накапливать собственную пенсию, поскольку их кормить уже никто не будет. Норвежцы пустили на решение проблемы свои сверхдоходы от высоких цен на нефть. Созданный еще в 1990 году Государственный нефтяной фонд Норвегии реально начал наполняться только семь лет назад, но за этот относительно короткий срок там скопилась сумма равная примерно ВВП страны. Вложенный в высоконадежные инструменты норвежский фонд приносит в среднем 4% в год, и этих 4% ВВП хватает на вполне приличные пенсии для тех, кто не накопил себе на старость. По оценке Гайдара, России необходим фонд размером хотя бы в половину ВВП (хотя лучше, конечно, как в Норвегии).

И вот тут-то и начинается самое интересное. Российские власти вроде бы решили по примеру Норвегии – самой высокоразвитой страны по версии ООН – создать Фонд будущих поколений. С политической точки зрения инициатива выглядит безупречно: нефтяные доходы, которые не дают спокойно спать доброй половине населения страны, не воруются, не проедаются, а рачительно и с умом инвестируются. Причем, в отличие от денег Резервного фонда или золотовалютных резервов, вкладываться они будут в более доходные инструменты – в том числе и корпоративные облигации – под 6–7 процентов годовых. Доходы же пойдут пенсионерам, которые фактически превращаются в нефтяных рантье – заслужили.

Однако на практике картина складывается вовсе не такая благодатная. Для того чтобы наполнить свой нефтяной фонд, норвежцы установили цену отсечения на уровне 13 долларов за баррель. Это позволило не только превратить немолодых потомков викингов в зажиточных рантье, но и максимально снизить зависимость экономики от мировой конъюнктуры.

В России все выглядит несколько иначе, по крайней мере, пока. Во-первых, цена отсечения у нас в два с лишним раза выше – 27 долларов за баррель, причем часть денег идет на погашение дефицита Пенсионного фонда России, и часть – на выторгованный Министерством экономического развития и торговли инвестиционный фонд. Кроме того, необходимо постоянно пополнять более приоритетный Резервный фонд.

И вот Минфин верстает бюджет на следующие три года, который с энтузиазмом принимает правительство. Причем верстает, исходя из далеко не самого консервативного прогноза МЭРТ, предусматривающего, что цена на нефть в следующем году составит 53 доллара за баррель, в 2009 – 52, а в 2010 – 50. А потом выходит министр финансов и говорит: «В 2009—2010 годах мы не будем успевать доводить Резервный фонд до 10% ВВП». Про Фонд будущих поколений тогда вообще можно забыть, получается? Но даже если России в очередной раз повезет, цена на нефть в этом году в очередной раз взлетит, и в следующем году Фонд будущих поколений будет не только создан, но и получит какие-то деньги, это вовсе не будет означать, что они вскоре не будут проедены. «Если мы почувствуем, что ситуация совсем критическая, то мы вынуждены будем начать тратить Фонд будущих поколений. Это будет, по сути, второй Резервный фонд. Если мы встанем перед выбором, что лучше – снижать расходы или тратить Фонд будущих поколений, скорее всего мы выберем второе», – прямо и недвусмысленно говорит министр финансов.

Что будет, когда все фонды будут потрачены, а цены так и не вырастут, откуда страна возьмет деньги на пенсионную реформу, почему нельзя верстать бюджет, менее зависимый от колебаний нефтяных цен на мировых рынках, министр не уточнил. Впрочем, справедливости ради, последний упрек адресован вовсе не Кудрину, который уже несколько лет кряду продвигает идею ненефтяного бюджета. Что же до пенсионеров, живущих на нефтяную ренту, то это так и останется красивой предвыборной сказкой. И тешить себя иллюзией, что нынешнее поколение работающих это никоим образом не касается – фонд-то «будущих поколений» – не следует, поскольку проблема пенсионного обеспечения тех, кому сегодня 30—40 лет, так и не решена.

3 апреля 2007 г. • Ежедневный журнал

САМИ НАКОПИЛИ, САМИ И ПОТРАТИМ

«Считаю необходимым выделить на это...» – меньше, чем на сотни миллиардов президент не разменивался. Собственно, вся экономическая часть послания президента Федеральному собранию состояла из долгого и обстоятельного рассказа о том, как замечательно – с пользой для страны и ее граждан – мы потратим существенную долю денег Стабфонда, а заодно и средства, полученные от распродажи имущества разоренного ЮКОСа.

О том, что Стабфонд со следующего года будет поделен на Резервный фонд и Фонд будущих поколений известно уже давно. Как известно и то, что он рискует остаться вовсе без денег – об этом прямо говорил в интервью «Ведомостям» министр финансов Алексей Кудрин. Однако президента это не смущает. Помимо этих фондов (на те же деньги) он предлагает учредить еще один – размером в четверть триллиона рублей, из которого будет финансироваться переселение жителей аварийных домов и капитальный ремонт нуждающихся в нем жилых домов.

Еще часть нефтяных доходов нужна «для выполнения, прежде всего, масштабных социальных программ» – читай нацпроектов. Что же касается Фонда будущих поколений, то если кто-то (например, Егор Гайдар) думал, что средства его будут инвестированы, а доход от инвестиций пойдет на финансирование пенсионной реформы и стабилизацию доходов Пенсионного фонда, он жестоко заблуждался.

Концепция изменилась. В пенсионную систему попадут жалкие крохи – бюджетные доплаты на накопительные счета для тех, кто добровольно перечисляет в Пенсионный фонд России часть своей зарплаты. Теперь в России создается уже не Фонд будущих поколений, а Фонд национального благосостояния. И финансировать он будет госрасходы, которые пойдут через Банк Развития, Инвестиционный фонд и Российскую венчурную компанию, причем не со следующего, а уже с этого года, для чего необходимо где-то (очевидно в Стабфонде) найти 300 миллиардов.

Пойдут эти деньги на инфраструктурные инвестиционные проекты: строительство аэро- и морских портов, второй очереди канала между Волгой и Доном, атомных и гидроэлектростанций (при этом, почему-то строительство и ремонт автодорог будет идти из бюджета, на что Минфину надо найти еще 100 миллиардов рублей). Наконец, нефтедоллары будут потрачены на модернизацию и развитие высокотехнологичных производств, к коим относятся самолетостроение, судостроение и нанотехнологии.

Почему именно нано-, а не, скажем, биотехнологии предполагается развивать, остается только догадываться. Единственное, что приходит на ум: использование биологического оружия – это по нынешним временам вроде как не комильфо, а микроскопического – очень даже. Может, конечно, есть какая другая причина, но президент объяснил выбор приоритета довольно туманно: что-то вроде, «почти никто не понимает, зачем это нужно, но я вам гарантирую, что будет здорово».

Чисто по-человечески желание потратить сверхдоходы, полученные страной благодаря высоким ценам на нефть, понять можно. Ведь не для того нынешняя Администрация, буквально по крохам, отказывая себе в самом необходимом, копила эти деньги, чтобы они достались какому-нибудь преемнику, будь он трижды расчудесным. Если он такой замечательный, пусть сам себе и копит.

Нынешним же людям нужны гарантии. А ну как, не ко двору придутся они при новой власти, а им уже и местечко теплое готово. Поэтому надо создать побольше государственных фондов, концернов и корпораций (это ответ на вопрос, почему бы не финансировать это все напрямую из бюджета, если уж так приперло) – окружение-то у Владимира Владимировича большое, и голодать не привыкло.

Все бы ничего, пусть бы, в конце концов, высокопоставленные отставники пилили себе мирно свалившиеся на страну деньги, однако проблема заключается в том, что государство, и без того набравшее в последние годы огромное количество социальных обязательств, влезает в долгосрочные масштабные проекты, требующие огромного количества денег. Проекты, которые потом нельзя будет просто взять и бросить, если конъюнктура вдруг изменится. Программа, озвученная Путиным, предполагает не просто сохранение нынешних высоких цен на нефть, а их постоянный рост в течение ряда лет. Правда, если роста не случится, это уже будет проблема не Путина.

27 апреля 2007 г. • Ежедневный журнал

ПРОГРАММА ПУТИНА

Выступление Владимира Путина в Думе вызвало бурный рост российского фондового рынка: предложенная программа по своей реформистской направленности может поспорить со стратегией Грефа образца 2000 года. А по социальной – с программой КПРФ. Анализ показывает, что отдельные тезисы «программы Путина» прямо противоречат друг другу и тому, что в реальности происходит в экономике.

Стратегических задач, на выполнении которых в соответствии с «программой Путина» сконцентрируется правительство, можно выделить три. Превращение России в мировой финансовый центр с низкими налогами и благоприятным инвестиционным климатом; создание в стране инновационной экономики с высокой производительностью труда; повышение уровня и качества жизни путем развития социальных программ и модернизации образования и здравоохранения.

Наперегонки с Лондоном

«Убежден, что в России может и должен быть сформирован один из крупных региональных финансовых центров мира» – эта мысль регулярно повторялась Владимиром Путиным в президентских посланиях и в выступлениях на различных экономических форумах. Однако впервые вместо благих пожеланий он предложил что-то конкретное: упорядочить и унифицировать регулирование, снизить налоговую нагрузку на инвесторов и, наконец, продолжить практику «народных IPO», приватизируя госсобственность. «Люди, даже со скромными накоплениями, должны получить возможность приумножать их, вкладывая в различные отрасли национальной экономики. Для этого, в частности, нужно стимулировать появление крупных публичных компаний, успешное размещение их акций на внутреннем рынке».

Проблема, к сожалению, заключается в том, что наряду с «народными IPO» в стране идет ползучая национализация, и инвесторам совсем непросто сориентироваться в том, какие компании «выживут» после окончания этого процесса, а какие – нет. Это, кстати, уничтожает эффект от другой инициативы Путина – снижения налоговой нагрузки на нефтяную отрасль. Предполагается, что высвободившиеся средства нефтяные компании направят на разведку и освоение новых месторождений. Однако частным компаниям, над которыми дамокловым мечом висит угроза поглощения со стороны «Роснефти» или «Газпрома», нет никакого резона затеваться с долгосрочными инвестициями, которые начнут приносить отдачу через годы. Что же до государственных суперхолдингов, то они предпочитают тратить деньги на покупку уже действующих компаний, а не осваивать новые проекты. Причем, несмотря на уверения властей в том, что поглощения проводятся по рыночной цене, им предшествуют массированные атаки со стороны силовых структур и регулирующих органов, которые пресловутую «рыночную цену» снижают на десятки процентов, если не в разы. Так было с приходом «Газпрома» в «Сахалин-2», так сейчас происходит с ТНК-ВР, а про «покупку» активов ЮКОСа и говорить нечего.

Государственный локомотив

Тем не менее снижение налогов, которое обещано не только для нефтяного сектора, может оказать стимулирующее действие на экономику. Вопрос в том, нужно ли ее стимулировать сейчас, когда она демонстрирует все признаки перегрева. Кроме того, снижение налогов должно сопровождаться адекватным снижением государственных расходов, а об этом речь пока не идет. Напротив. «Если мы не добьемся прорыва на рынки товаров и услуг с высокой долей добавленной стоимости, Россия обречена на уменьшение своей роли в развитии мировой экономики. За всем этим кроются серьезные риски для существования нашей государственности, для обеспечения национальной безопасности и обороноспособ-

ности государства» – эта мысль тоже не нова, как не являются новостью меры по обеспечению «прорыва». Достигаться он будет при непосредственном участии государства путем наращивания госинвестиций в инфраструктурные и высокотехнологические проекты. Сюда же почему-то отнесено и сельское хозяйство, которое будут «поднимать» на бюджетные деньги. Показательно, что уже через пять минут Путин в своем выступлении сетует на чрезвычайную неэффективность государственных инвестиций.

Правильные граждане

Еще один объект приложения бюджетных средств – «развитие человеческого потенциала». Иными словами, образование, здравоохранение, пенсионное обеспечение и социальная защита малоимущих. «В 2010 году расходы консолидированного бюджета страны на развитие образования достигнут почти 2 триллиона рублей, на здравоохранение – также 2 триллиона рублей. Это – в разы больше, чем еще несколько лет назад. Так, по сравнению с 2004 годом в 4 раза вырастут расходы на образование, в 4,5 раза – расходы на здравоохранение», – заявляет Путин. Увеличение финансирования будет сопровождаться реформами этих отраслей. Кроме того, в России планируется на бюджетные средства создать 16—20 региональных научно-образовательных центров. Новый премьер собирается выполнить предвыборное обещание «Единой России» и поднять минимальный размер оплаты труда (МРОТ) до прожиточного минимума, а также ускоренно повышать размеры пенсий для самых старших категорий пенсионеров. Еще Путин собирается повышать выплаты по программе «материнского капитала». Одним словом, жители России должны стать здоровее, образованнее, зажиточнее и многодетнее.

Все эти замечательные инициативы, к сожалению, никак не соотносятся с другой, заявленной в том же выступлении целью «выйти на однозначную (то есть менее 10%) цифру инфляции». Можно сколько угодно рассуждать о том, что инфляция – налог на бедных и необходимо с ней бороться, но в условиях опережающего роста тарифов, массированных государственных инвестиций и быстро растущих социальных выплат всерьез рассчитывать на замедление инфляции не совсем профессионально. Кроме того, все это мало соотносится с заявленным снижением нагрузки на экономику. Многие экономисты (в частности, Егор Гайдар) предупреждали, что, принимая на себя новые долгосрочные социальные обязательства, государство в среднесрочной перспективе может столкнуться с дефицитом ресурсов. Таким образом, очередная попытка совместить либеральный и социальный подходы выглядит красиво, но нежизнеспособно.

19 мая 2007 г. • The New Times

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ЗУД ПРЕЗИДЕНТА

Похоже, у российского президента началась болезнь, которая охватывает все более широкие слои соотечественников. Главный симптом этого недуга – инвестиционный зуд. Внутренний запрет на расходование средств Стабилизационного фонда, занозой сидевший в мозгу Владимира Путина, в начале этого года пропал. Видимо это произошло, когда стало окончательно ясно, что до середины 2008 года накопленных денег хватит на все бюджетные обязательства при любом стечении обстоятельств на мировых рынках. Кроме того, в отставку ушел главный противник использования внутри страны нефтяных сверхдоходов – бывший советник президента по экономическим вопросам Андрей Илларионов. И не просто ушел, а еще и очень скоро оказался в стане «врагов» – в «Другой России». Значит, все, что он советовал, необходимо подвергнуть ревизии: может ли «враг» хорошего насоветовать. И вот с энтузиазмом неофита, неожиданно получившего богатое наследство, Владимир Путин предался чрезвычайно приятному занятию. Он стал планировать, как потратить и во что вложить «лишние» деньги. Этому, кстати, почти целиком было посвящено ежегодное послание Федеральному собранию.

В понедельник можно было наблюдать очередное проявление инвестиционной лихорадки у президента. На встрече с министрами он неожиданно поинтересовался у профессионалов, как это возможно, чтобы цены на нефть росли, а котировки «Газпрома», Роснефти и Лукойла – российского нефтегазового сектора – падали. Вопрос действительно интересный, жаль, что Владимир Владимирович дожидаться ответа не стал, а тут же задал другой вопрос, отчего это мы деньги наших государственных фондов, на которые будет поделен Стабфонд, все только в иностранные активы вкладывать собираемся, отчего бы не вложить в отечественного производителя. Газа. И нефти тоже.

Робкая попытка министра финансов Алексея Кудрина объяснить, что подобная практика приведет лишь к усилению инфляционного давления и повышению спекулятивного характера российского рынка, услышаны не были. «Для корректировки этого неестественного состояния о том, что можно было бы сделать в таких условиях, как бы необычных, нестандартных» – поставил точку президент. Правительство, конечно, могло бы изменить систему взимания экспортной пошлины на нефть, из-за которой нефтяные компании так разочаровывают инвесторов своими результатами последнего квартала прошлого года и первого квартала нынешнего. Но президент имел в виду совсем не это.

На следующий день Алексей Кудрин только и делал, что опровергал президента, заявляя, что правительство покупать дешевеющие акции российских эмитентов не будет, равно как и дорожающие. Отдельный феномен – для министра финансов репутация оказалась дороже президентского зуда. Чего боится Кудрин?

На фондовых рынках имеют обыкновение надуваться и лопаться пузыри. Сейчас российский рынок после двух лет бурного роста немного сдувается. Процесс этот естественный. Инвесторы созреют и сами купят, если все будет развиваться более или менее спокойно. Попытки использовать нефтяные сверхдоходы на фондовом рынке приведут к надуванию пузыря.

Если же наступит действительно кризисная ситуация, гасить ее уже будет нечем. Вот, скажем, цены на нефть опять упадут, причем не сильно – до 50 долларов, которые мы видели в начале года. Инвесторы уже знают, как это отражается на результатах нефтяных компаний. Купив бумаги вместе с государством в ситуации, когда цены на нефть высоки, инвесторы с удовольствием государству же их и продадут. И продадут еще. И еще. А что государство? Ему-то эти деньги нужны были (да и сейчас нужны) ровно на случай падения нефтяных цен, чтобы затыкать дыры непомерно раздутого в последнее время бюджета. Не акциями же

«Газпрома» Минфин будет платить бюджетополучателям. Значит и государство вынуждено будет от своих бумажек избавляться.

Итак, инвесторы надеются, что у них купит государство, государство надеется, что у него купят инвесторы. Тупик. Покупателей нет – одни продавцы. Можно, конечно, обязать Сбербанк с ВТБ купить у государства его портфель. Вопрос в том, долго ли они выдержат.

24 мая 2007 г. • Ежедневный журнал

ЧАСТЬ 2

Ипотечный кризис

ЕСЛИ КРИЗИС

Разговоры о грядущем мировом экономическом и финансовом кризисе становятся все настойчивей. В минувший четверг бывший глава Федеральной резервной системы Алан Гринспен посоветовал не особенно переживать. Когда лопнет надувшийся в Китае фондовый пузырь, дескать, это хоть и окажет некоторое влияние на мировую экономику, но в конечном итоге поспособствует ее оздоровлению. А в начале этой недели Всемирный банк обнародовал доклад, в котором уже со следующего года прогнозируется существенное замедление темпов роста мировой экономики, причем развивающиеся рынки может ожидать «резкое и болезненное» замедление.

Одной из основных причин этого станет ужесточение денежной политики в развитых странах и снижение притока инвестиций на развивающиеся рынки. В некоторой степени эти выводы подтверждаются действиями западных инвестиционных фондов, которые начали выводить деньги из стран БРИК (Бразилия, Россия, Индия и Китай) и, прежде всего, из России. По данным Emerging Portfolio Fund Research, с 25 апреля западные фонды вывели из четырех стран около 300 миллионов долларов. Причем две трети этой суммы потеряла Россия. На первый взгляд, для российского фондового рынка потеря невелика. Однако не следует забывать, что на этот период пришлось дополнительная эмиссия акций ВТБ, в ходе которой было продано акций на 8 миллиардов долларов, и больше половины бумаг купили именно западные фонды. Несложно посчитать, сколько потерял весь остальной рынок. Уход иностранных инвесторов уже привел к серьезному падению котировок акций российских компаний. Индекс РТС потерял 13,5% от своего максимального значения и торгуется ниже, чем в начале года. Впрочем, пока падение цен не выходит за рамки обычной коррекции, связанной с фиксацией прибыли. Что же до остального мира – там и вовсе фондовые индексы ставят рекорд за рекордом, не слишком обращая внимание на все чаще звучащие мрачные прогнозы.

Тем не менее, серьезные предпосылки для кризиса действительно есть. Державшиеся долгое время низкие процентные ставки (речь, прежде всего, идет о развитых странах) наводнили мировую экономику дешевыми деньгами, надув при этом «пузыри», причем не только на фондовых, но и на мировых товарных рынках, а так же на рынках недвижимости. Эти «пузыри» могут лопнуть, поводом для этого может стать что угодно – от фиксации прибыли в Китае до проблем с ипотечными кредитами в США. Вопрос в том, насколько это может угрожать российской экономике и жителям страны. Обвал фондового рынка, если он случится, по большому счету, для России не страшен. Несмотря на бум двух последних лет на рынке коллективных инвестиций и резко растущее число людей, покупающих и продающих акции, количество частных инвесторов в стране все еще слишком мало. В крайнем случае, сотня тысяч активистов «народных IPO» последних лет окончательно разочаруется в инвестировании куда бы то ни было. Да и то вряд ли: финансовая грамотность стремительно растет, и большинство инвестирует с открытыми глазами, осознавая все риски. Кроме того, фондовый рынок в стране не стал пока основным источником инвестиций российских компаний, поэтому и они пострадают не так сильно. Гораздо более неприятными могут оказаться другие последствия мирового кризиса. Например, снижение темпов роста мировой экономики всегда означает падение спроса (а значит и цен) на сырьевые товары. Как это

бывает, мы наблюдали в 1997—1998 годах. Сегодня Россия, безусловно, не та страна, которой она была 10 лет назад. Золотовалютные резервы приближаются к 400 миллиардам долларов, в Стабилизационном фонде накоплено уже более 10% ВВП (правда, со следующего года Стабфонд будет разделен).

Тем не менее, падение цен на сырье существенно повлияет на российскую экономику. По словам министра финансов Алексея Кудрина, «кубышку» придется распечатать, если в 2008—2009 годах цена нефти упадет ниже 45 долларов за баррель. Для 2010 года критическая черта еще выше – 50 долларов за баррель. Несмотря на то, что внешний госдолг за последние годы сильно уменьшился, внешние долги российских банков и корпораций выросли до 260 миллиардов долларов. При этом лидерами заимствований стали государственные «Газпром» и «Роснефть». Особенно неприятная ситуация у «Роснефти», которая агрессивно скупает активы ЮКОСА, доведя свой долг до 36 миллиардов долларов. В случае падения цен на нефть капитализация компании (сейчас около 80 миллиардов долларов) и ее выручка серьезно упадут, и, соответственно, кредитоспособность будет вызывать серьезные сомнения. Компания не так давно была объявлена стратегическим предприятием, а это значит, что амбиции Сергея Богданчикова придется оплачивать из бюджета, в котором и без того образуется дыра. То же самое, хотя и в несколько меньшей степени, относится к более крупному «Газпрому», внешняя задолженность которого перевалила за 40 миллиардов долларов. Повышение процентных ставок сделает кредиты дороже, и рефинансировать свои долги российским банкам и компаниям будет сложнее. Сокращение доходов компаний, экспортирующих сырье, непосредственно отразится на доходах их работников и косвенно – на доходах почти всех остальных. Наложившись на чрезмерное увлечение населения потребительскими кредитами, которое уже сейчас ведет к существенному росту доли невозвратов, падение доходов может привести к увеличению числа личных банкротств и банковскому кризису.

У государства сегодня достаточно ресурсов для того, чтобы решить все эти проблемы и свести ущерб от мирового кризиса – если он случится – к минимуму. Проблема заключается в том, что низкие темпы роста мировой экономики, низкие цены на нефть, а, значит, и на газ, могут продлиться не год и даже не два. Надолго же накопленных денег, с учетом всех последних инициатив и принятых социальных обязательств, не хватит. А нанотехнологии и прочие «прорывные» и «приоритетные» проекты экономический эффект дадут еще нескоро (если вообще когда-нибудь это случится). Иными словами, российская экономика буквально за несколько последних месяцев стала намного более уязвимой и менее устойчивой к внешним факторам. Возможно, именно поэтому иностранные инвесторы и выводят так поспешно деньги с российского фондового рынка.

30 мая 2007 г. • Ежедневный журнал

УГРОЗА НЕСВАРЕНИЯ

Мировой финансовый кризис на прошлой неделе, похоже, достиг апогея. Падение мировых фондовых индексов к пятнице постепенно начало превращаться в обвал, по мере того как в новостных лентах появлялись все новые свидетельства глобальности происходящего. Попытки «уговорить рынок», предпринятые представителями денежных властей в США и Европе, произвели ровно противоположный эффект: утверждения, что кризис существенно не повлияет на экономику и не выйдет за рамки узкого сегмента финансового рынка, немедленно были опровергнуты статистическими данными, что дало повод усомниться в компетентности выступавших. Финансовые проблемы возникли у ряда крупных банков, и по миру прокатился кризис ликвидности – банки перестали кредитовать друг друга, ставки по кредитам взлетели. В этих условиях центробанки ведущих стран вынуждены были прибегнуть к прямым интервенциям, закачав в банковскую систему порядка 300 миллиардов долларов. При этом Европейский Центробанк несколько переусердствовал, предоставив банкам примерно две трети этой суммы, что стало одним из факторов (к радости Николя Саркози и европейских экспортеров) обвала единой европейской валюты. Однако фондовым рынкам интервенции не помогли. В пятницу падение индексов переросло в обвал. Падение японского Nikkei за день превысило 5% (за неполный месяц – 15%).

Российский рынок вел себя не лучше, чем все остальные. В пятницу, к середине дня индекс РТС опустился ниже 1800 пунктов, упав на 14% ниже своего максимума месячной давности. Лишь когда Федеральный резерв экстренно снизил дисконтную ставку, причем сразу на 0,5%, сделав деньги для банков более доступными, обвал сменился бурным ростом, и по итогам дня российский рынок закрылся ростом более чем на 2%.

Между тем, события в России происходили не только на фондовом рынке. Например, на прошлой неделе закончилась распродажа активов ЮКОСа, что дает повод подвести некий итог. О том, что кому досталось, написали уже все, да и подробности эти не так интересны: практически все поделили между собой «Роснефть» с «Газпромом». Главный итог не в этом. Когда пару лет назад писали, что после «дела ЮКОСа» Россия будет совсем другой страной и разграблением одной отдельно взятой компании дело не ограничится, многие считали это «фигурой речи» или попыткой нагнетания обстановки. К сожалению, правы оказались пессимисты.

Растерзав и проглотив ЮКОС, госкорпорации, подобно хищникам, которые почувствовали вкус крови, уже не могут остановиться. Скупается все, что не получается отнять. «Сибнефть», «РуссНефть», «Сахалин-2», Ковыкта, теперь еще и «Башнефть», и это далеко не полный список. В редких случаях дело заканчивалось к взаимному удовольствию, хотя, как правило, используются, мягко говоря, недружественные поглощения.

Для «Роснефти» – это отголоски недавнего страха быть проглоченной «Газпромом». Очевидно расчет на то, что чем сильнее они «надуются», тем сложнее будет их съесть.

В свою очередь «Газпром» также развил бурную активность, стремясь превратиться из «газового монополиста» в «многопрофильную энергетическую компанию», что позволит потом – по случаю и без – заявлять, что государству две такие компании не нужны, и потому неплохо бы все энергетические активы слить под крышей «Газпрома». Глядишь, следующий президент и прислушается. Впрочем, может быть, Миллером с Богданчиковым, а также теми людьми, которые стоят у них за спинами, движет элементарная жадность, а, может быть, действительно высокая миссия вернуть стратегическую нефть в лоно (точнее в два лона) государства. К делу это отношения не имеет.

Проблема в том, что и те, и другие глотают, не жуя, что может катастрофически сказаться (и сказывается) на эффективности использования присоединяемых активов. Про-

цессы слияний и поглощений – довольно длительная процедура, требующая серьезной подготовки. Как правило, в новых подразделениях необходимо заново выстраивать систему управления, и не только. Мало поменять десяток топ-менеджеров и перевести финансовые потоки в «карманный» банк. Если ограничиться этим, новое подразделение поглощать ресурсов будет все больше, а прибыли генерировать все меньше, что, собственно, с приобретениями госкорпораций и происходит. Об этом свидетельствует отчетность, которая раз за разом разочаровывает миноритарных акционеров.

Интересно, что, сколько бы «Газпром» с «Роснефтью» ни «надувались», их рыночная стоимость не растет. Еще до нынешнего витка кризиса, когда российский рынок покоялся один за другим исторические максимумы, акции «Газпрома» и «Роснефти» не могли даже приблизиться к своим максимумам прошлого года. Но и неэффективное использование активов – далеко не самое неприятное. Гораздо хуже, что поглощения делаются на заемные средства, которые чаще всего привлекаются на короткий срок и под не слишком выгодные проценты. Расчет делается на то, что потом краткосрочную задолженность можно будет реструктурировать.

Так, собственно, и «Газпром», и «Роснефть» до последнего времени и старались поступать. Однако недавний кризис ликвидности уже мешает и «Газпрому», и «Роснефти» реструктурировать свои задолженности. А кризис на фондовом рынке, который снизил их капитализацию, серьезно ограничил возможность привлекать кредиты и размещать облигации, обеспеченные собственными акциями. Программы эмиссии облигаций в обеих компаниях не выполняются, что ухудшает их задолженность, либо заставляет привлекать деньги на совсем уж невыгодных условиях.

Еще одна неприятность, которой грозит мировой кризис – угроза замедления экономики США, которая является крупнейшим потребителем нефти в мире. Это чревато падением цен на нефть. Дальше, думается, можно не продолжать. Банкротство, конечно, госкорпорациям не грозит – они внесены в список «стратегических» предприятий, но до технического дефолта дойти может. А уж ждать от них прибыли, дивидендов, хорошей финансовой отчетности стоит только очень большому оптимисту.

21 августа 2007 г. • Ежедневный журнал

ЛЕГКИЙ НАСМОРК ИЛИ ОСТРАЯ ПНЕВМОНИЯ

Неприятное слово «кризис» в отношении американской экономики звучит, к сожалению, все чаще. Пока, правда, речь по большей части идет о рынке недвижимости, стагнация которого отразилась на одном, довольно узком сегменте американского финансового сектора – рынке долговых бумаг, выпущенных под ипотечные кредиты. Проблемы начались еще весной, когда цены на недвижимость в США перестали расти, и целый ряд заемщиков с плохой кредитной историей, купивших дома в надежде на рост цен, перестали выплачивать свои долги и проценты по кредитам. Ипотечные брокеры и банки, специализирующиеся на работе с такими клиентами, начали испытывать финансовые затруднения.

Возникла угроза дефолта по выпущенным ими высокодоходным облигациям. 18 июля председатель Федеральной резервной системы (ФРС) Бен Бернанке, выступая перед банковским комитетом Сената США, оценил возможные потери сектора кредитования заемщиков с низким кредитным рейтингом в 50—100 миллиардов долларов США. В том же выступлении Бернанке заявил, что ФРС снизила свой прогноз роста американской экономики на этот и следующий год на 0,25—0,5 процентных пункта. Впрочем, по мнению главы ФРС, о кризисе речь пока не идет. И американская экономика легко справится с возникшими затруднениями. Иными словами, никаких срочных мер предпринимать не требуется. Между тем, кризис уже начал оказывать влияние на другие сектора, причем не только американской экономики. Понесли убытки целый ряд инвестиционных фондов и банков. Проблемы на рынке ипотечных облигаций сказались на других облигационных и долговых рынках. Целый ряд крупных компаний, включая российский «Газпром», не смогли разместить на рынке свои облигации с приемлемой для себя доходностью. Угроза удорожания кредита и убытки финансового и строительного секторов США обвалили мировые фондовые индексы. Инвесторы продают акции крупнейшего поставщика строительной техники компании Caterpillar и крупнейшего производителя лакокрасочных материалов химического концерна DuPont – они объявили о серьезном снижении прибыли из-за падения спроса на свою продукцию.

Глава ФРС не зря попытался успокоить инвесторов, пообещав, что кризис будет иметь локальные масштабы и на реальный сектор экономики не повлияет. Именно в его компетенции меры, которые могли бы нивелировать эти последствия. Снизив учетную ставку, ФРС могла бы удешевить кредит, что дало бы пострадавшим секторам доступ к дешевым деньгам и помогло бы решить возникшие проблемы. Однако Бен Бернанке не может себе этого позволить, поскольку снижение ставок может закончиться коллапсом американской, а вслед за ней и мировой финансовой системы. Проблема в необходимости размещать казначейские облигации – государственные долговые бумаги США. Сегодня американский госдолг уже вплотную приблизился к законодательно установленной границе в 8,965 трлн долларов, что дало повод секретарю казначейства Генри Полсону обратиться в Конгресс с письмом, призывающим незамедлительно поднять верхнюю планку государственных заимствований. В противном случае уже в октябре может наступить технический дефолт по казначейским облигациям. А это уже действительно глобальная катастрофа. Конгресс верхнюю планку заимствований конечно же поднимет. Однако при размещении облигаций важна не только юридическая способность Федерального казначейства их продавать, но и желание инвесторов их приобретать. 9 триллионов не шутка, только обслуживание этого долга обошлось за 9 месяцев – с октября 2006 по июнь 2007 года – в 359 миллиардов долларов. Крупнейшими держателями казначейских облигаций являются, с одной стороны, крупные фонды, которые зарабатывают на разнице процентных ставок между США и Японией (они берут крупные кредиты под низкие проценты в йенах, покупают на них доллары и размещают в казначейские облигации под несколько более высокий процент). С другой стороны – центральные

банки стран-экспортеров, хранящие в казначейских облигациях существенную часть своих золотовалютных резервов. Снижение ставки неизменно приведет к дальнейшему ослаблению доллара, что поставит под удар частных инвесторов. Что касается центробанков, то и тут все далеко не так гладко, как хотелось бы. Лидеры по размерам золотовалютных резервов вовсе не рвутся наращивать их и дальше. Один за другим на основе золотовалютных резервов создаются государственные инвестиционные фонды, которые начинают скупать активы, приносящие более ощутимый доход, нежели казначейские долговые бумаги.

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.