

## ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

– Вращается ли небо? Покоится ли земля? Борются ли за своё место солнце и луна? Кто-нибудь это направил? Кто-нибудь эти связи установил? Кто-нибудь от безделья их толкнул и привел в движение? Значит ли это, что их принудила скрытая пружина? Значит ли это, что они не могут сами остановить свое движение? Облака ли порождают дождь? Дождь ли порождает облака? Кто-нибудь посылает эти обильные даяния? Кто-нибудь все это подталкивает, развлекаясь от безделья? Ветер, возникнув на севере, дует то на запад, то на восток, блуждает в вышине. Это чье-либо дыхание? Кто-нибудь от безделья приводит его в волнение? Дозвольте спросить: каковы для этого причины?

– Подойди! Я тебе поведаю, – ответил Колдун Всех Призывающий. – В природе существуют шесть полюсов и пять элементов. Когда предки и цари с ними считались, царил порядок; шли им наперекор, случалась беда.

Когда появились из реки Ло девять начертаний, порядок установился совершенный, свойства обрели полноту. Предки, как зеркальное отражение, освещали всё внизу на земле. Все в Поднебесной их поддерживали. Они-то и назывались высшими предками.

*«Чжуан Цзы цзи цзе». III в. до н. э.*

Фундаментальные аналитики – это колдуны. Они считают, что подобно тому, как шесть полюсов и пять элементов управляют движениями природы, рынком управляют фундаментальные экономические и политические факторы. Идеология фундаментального анализа может быть выражена в нескольких простых предложениях:

- цена не изменяется сама по себе, в силу внутренних причин.
- на ценовую динамику влияют разнообразные факторы, предсказать которые легче, чем предсказать движение самой цены.
- если мы грамотно спрогнозируем будущую динамику этих факторов, и поймём механизм их влияния на цену, то тогда мы сможем давать более-менее обоснованные и грамотные прогнозы изменения курсов ценных бумаг.

Надо отметить, что проведение фундаментального анализа рынка – занятие сложное. Оно требует больших затрат времени, а в некоторых случаях и денег. У крупных банков и финансовых институтов есть и то, и другое, поэтому им легче. А вот рядовой инвестор навряд ли сможет провести качественный фундаментальный анализ рынка. Для этого надо очень хорошо знать и любить экономику. В противном случае всё это может вылиться в утомительную и бесполезную процедуру ознакомления с огромным количеством цифр и фактов, тем более что цифры, которые отражаются в официальной статистике фирм, не всегда совпадают с реальными данными. Сказывается эффект «двойной бухгалтерии». К тому же ситуация осложняется ещё и тем, что в нашей стране до сих пор не вышло ни одной сколько-нибудь серьёзной книги по фундаментальному анализу именно российского рынка. На прилавках имеется в основном переводная литература, рассказывающая о фондовом рынке США. А мы с вами всё-таки живём в России, и собираемся торговать на российском рынке ценных бумаг. Так что же делать? Заниматься фундаментальным анализом, или нет?

Авторы настоящей книги придерживаются твёрдого мнения: фундаментальным анализом заниматься надо. Хотя бы ради того, чтобы расширить свой экономический кругозор. Возможно, ваше знакомство с фундаментальным анализом будет поверхностным. Ну что ж, и это хорошо. По крайней мере, вы будете в общих чертах знать, какие силы двигают цену. Работать на фондовом рынке без фундаментального анализа всё равно, что лететь на боевое задание без карты местности. Валерий Владимирович как-то рассказал об одной своей поездке на нашей общей машине за город: «Представь, Константин, скорость у

меня приличная, однако ничего не видно, вокруг дождь, грязь, снег и туман. Иду по приборам ...». Если вы не уделите фундаментальному анализу хотя бы немного времени, то будете торговать в тумане и «по приборам». Так что азы фундаментального анализа должен знать каждый, кто собирается вкладывать свои деньги в ценные бумаги.

Существует несколько уровней фундаментального анализа. Вот они:

- анализ внутренних факторов, относящихся к предприятию-эмитенту.
- анализ текущего состояния дел и перспектив отрасли, где работает предприятие-эмитент.
- анализ положения дел в государстве, где размещается предприятие-эмитент.
- анализ внешних (международных) экономических и политических факторов.
- анализ природных факторов.

Все эти виды анализа взаимосвязаны друг с другом, так что исследование надо выполнять в комплексе.

Вначале рассмотрим анализ внутренних факторов. Суть его заключается в следующем: прежде чем торговать той или иной ценной бумагой, надо подробно изучить предприятие-эмитент. Если вы хотите торговать государственной бумагой, то вам нужно изучить текущее положение дел в государстве. Если же эмитентом акции или облигации является какая-то корпорация или, скажем, коммерческий банк, то надо изучить эту корпорацию или коммерческий банк.

Первое знакомство с эмитентом полезно начать с его официального Интернет-сайта. В табл. 1 приведены официальные Интернет-сайты эмитентов российских «голубых фишек».

| <b>Эмитент</b>              | <b>Интернет-сайт</b>  |
|-----------------------------|---|
| РАО «ЕЭС России»            | <a href="http://www.rao-ees.ru/ru/">http://www.rao-ees.ru/ru/</a>                 |
| ОАО «Газпром»               | <a href="http://www.gazprom.ru/">http://www.gazprom.ru/</a>                       |
| ОАО «ЛУКОЙЛ»                | <a href="http://www.lukoil.ru/">http://www.lukoil.ru/</a>                         |
| ОАО «Мосэнерго»             | <a href="http://www.mosenergo.ru/">http://www.mosenergo.ru/</a>                   |
| ОАО «Сургутнефтегаз»        | <a href="http://www.surgutneftegas.ru/rus/">http://www.surgutneftegas.ru/rus/</a> |
| ОАО «Ростелеком»            | <a href="http://www.rostelecom.ru/">http://www.rostelecom.ru/</a>                 |
| ОАО АКБ «Сбербанк»          | <a href="http://www.sbrf.ru/">http://www.sbrf.ru/</a>                             |
| ОАО ГМК «Норильский никель» | <a href="http://www.nornik.ru/">http://www.nornik.ru/</a>                         |

**Табл. 1.** Официальные Интернет-сайты эмитентов российских «голубых фишек».

Сначала ознакомьтесь с характером основной производственно-хозяйственной деятельности эмитента. Потом изучите его историю. Далее остановите своё внимание на ключевых финансовых показателях по последнему бухгалтерскому отчёту. Такого рода финансовая информация обычно содержится в разделе сайта, предназначенном для инвесторов и акционеров. Постарайтесь также найти на сайте сведения о перспективах развития эмитента. Это, наверное, самое главное. Существует правило: если предприятие-эмитент имеет рыночную перспективу, его акции будут расти, так как на них будет спрос.

На рис. 1 изображён курс акций компании ОАО «РБК информационные системы». Это широко известный телевизионный бизнес-канал. Первичное размещение этих акций произошло осенью 2003 г. Поначалу к ним не было особого интереса. Однако потом цена начала резко расти. С августа 2004 г. по апрель 2005 г. она выросла с 50 до почти 110 р., то есть более чем в два раза! В чём тут дело? А дело в том, что рынок оценил эти бумаги как перспективные, потому что количество абонентов бизнес-канала стало стремительно увеличиваться. Люди проявили большой интерес к этому проекту. В современном мире каждый серьёзный предприниматель хочет быть в курсе последних новостей.

Однако не покупайте акции даже перспективных компаний после периода долгого роста. За ним обычно следует падение. Рынок склонен переоценивать даже самые привлекательные бумаги.



Рис. 1. Динамика курса акций ОАО «РБК информационные системы» на ММВБ. Октябрь 2003-апрель 2005 гг.

Почему так происходит? Дело в том, что на рынке очень много нерешительных и колеблющихся инвесторов. На биржевом жаргоне их называют «овцы». Для того, чтобы купить, «овца» должна удостовериться в том, что объект покупки надёжен и его котировки будут расти. А одним из самых сильных доводов в пользу надёжности бумаги служит история её роста. Чем дольше растут цены, тем у «овцы» больше уверенности. И вот, такой торговец берёт акцию по высоким ценам. Он рассчитывает на прибыль, однако, чтобы её получить, надо продать акции кому-то другому, по ещё более высокой цене. А кто будет покупать переоценённый актив? Только другой, ещё более робкий и нерешительный инвестор. «Овцы» перепродают друг другу переоценённые бумаги до тех пор, пока на рынок не придёт какая-то плохая новость, которая всех испугает. Перепуганные до смерти «овцы» начнут в панике сбрасывать бумаги. Тот, кто промедлит, останется в убытке. Такова логика рынка.

Профессионалы стремятся покупать акции и облигации, когда цена на них минимальна. Для этого требуется большое мужество и обоснованный прогноз. Вот для чего в первую очередь нужен фундаментальный анализ. Он помогает найти на рынке потенциально недооценённые активы. В августе 2004 г. мало кто из любителей обращал внимание на акции ОАО «РБК информационные системы». Почему? Потому что к этому времени их котировки падали почти пять месяцев. Однако особо прозорливые торговцы уже начали открывать длинные позиции.

Лао Цзы сказал:

«Мягкое и слабое побеждает твёрдое и сильное ... Преодоление трудного начинается с лёгкого, осуществление великого начинается с малого, ибо в мире трудное образуется из лёгкого, а великое – из малого ... Действие надо начать с того, чего ещё нет ... Ибо большое дерево вырастает из маленького, девятиэтажная башня начинает строиться из горстки земли, путешествие в тысячу ли начинается с одного шага ... Человек при своём рождении нежен и слаб, а при наступлении смерти твёрд и крепок. Все существа и растения при своём рождении нежные и слабые, а при гибели сухие и гнилые. Твёрдое и крепкое – это то, что погибает, а нежное и слабое – это то, что начинает жить. Поэтому могущественное войско не побеждает и крепкое дерево гибнет. Сильное и могущественное не имеют того преимущества, какое имеют нежное и слабое».

Когда восходящий тренд только начинается, он мягкий и слабый. И в него никто не верит. А когда он заканчивается, то он твёрдый и крепкий, и в него все верят.

*Искусство торговли ценными бумагами заключается в том, чтобы купить в начале восходящего тренда, а продать в конце.*

Основная масса торговцев делает всё наоборот. Она покупает в конце тренда, а продаёт в начале. Поэтому, собственно говоря, у трендов есть начало и конец. Лао Цзы сказал:

«Слабые побеждают сильных, мягкое преодолевает твёрдое. Это знают все, но люди не могут это осуществить».

Некоторые специалисты утверждают, что фундаментальный анализ начинается с определения балансовой стоимости акции и сравнения её с рыночной. Согласно традиционному подходу, если рыночная цена меньше балансовой, то акция недооценена рынком, и её следует покупать. Если же рыночная цена акции больше балансовой, то акция попадает в категорию переоценённых, и её надо продавать. Однако такой подход слишком академичен и на реальном рынке ему нет применения. Большинство акций, обращающихся на мировых рынках, фундаментально переоценены, и, несмотря на это, их котировки могут расти. За примерами далеко ходить не надо. Практически все российские «голубые фишки» могут быть отнесены к категории переоценённых акций (см. табл. 2).

| <b>Эмитент</b>              | <b>Балансовая стоимость акции (р.)</b> | <b>Рыночная стоимость акции (р.)</b> | <b>Отношение рыночной стоимости к балансовой</b> |
|-----------------------------|--|--------------------------------------|--|
| ОАО «Газпром»               | 74,00                                  | 74,50                                | 1,01   |
| ОАО «Мосэнерго»             | 3,79                                   | 5,00                                 | 1,32   |
| ОАО АКБ «Сбербанк»          | 8 269,00                               | 13 000                               | 1,57   |
| ОАО «Сургутнефтегаз»        | 11,88                                  | 23,50                                | 1,98   |
| ОАО ГМК «Норильский никель» | 907,50                                 | 2 000                                | 2,20   |
| ОАО «Ростелеком»            | 30,11                                  | 69,00                                | 2,29   |
| ОАО «ЛУКОЙЛ»                | 290,00                                 | 950,00                               | 3,28   |
| РАО «ЕЭС России»            | 1,11                                   | 9,30                                 | 8,38   |

**Табл. 2.** Соотношение балансовой и рыночной стоимости акций российских голубых фишек по состоянию на октябрь 2004 г.

В то же время есть ряд бумаг, которые фундаментально недооценены, и их котировки в лучшем случае стоят на месте. Например, акции российских региональных энергетических компаний в начале первого десятилетия XXI в. были недооценены. Однако это обстоятельство не мешало им в отдельные периоды даже падать. Поэтому большинство практикующих трейдеров не связывают напрямую рыночную и балансовую стоимость акций. Что ж, их позицию вполне можно понять.

И всё же для нас с вами просто так в обязательном порядке нужно обращать внимание на соотношение рыночной и балансовой стоимости акций. Это необходимо делать, чтобы не попасть впросак, и не купить фундаментально переоценённую бумагу в начале падения. Не секрет, что многие американские инвесторы испытали горькое разочарование во время падения рынка высокотехнологических акций в 2000-01 гг. Они покупали акции Интернет-компаний по баснословным ценам, уверовав в их блестящие перспективы, однако, начисто упустив из виду то обстоятельство, что рыночная стоимость этих бумаг в десять, двадцать, а то и в тридцать раз превышала балансовую. Так, например, было время, когда одна акция “Microsoft” с балансовой стоимостью в \$5,53 продавалась по \$117! Такая ситуация длилась недолго. Если всё же вы решили купить акцию по цене, которая заметно выше её балансовой стоимости, помните, что вы заложили под основание своего финансового благополучия мину замедленного действия. Которая может взорваться, а может и нет. Методика определения балансовой стоимости акции приведена в главе 1.

При проведении фундаментального анализа также полезно обращать внимание на показатели эффективности использования активов предприятия-эмитента. Предположим, у нас есть две компании, активы которых оцениваются в 10 млн. р. У первого предприятия годовой объём выручки равен 20 млн. р., а у второго – 5 млн. р. Интерес инвесторов к акциям первого предприятия будет выше, так как эффективность использования его активов также выше. Мы с вами помним, что одна из самых больших групп инвесторов, формирующих спрос на акции – это владельцы крупных пакетов, или те, кто собирается приобрести большое количество бумаг. Так вот, такие покупатели будут интересоваться прежде всего акциями таких предприятий, у которых на условную единицу активов выручка будет больше. Почему? Потому что, получив крупный пакет акций такой компании, инвестор получит доступ к управлению, а значит – и к денежным потокам. А чем больше денежный поток, доступ к которому мы получили, тем большую цену мы готовы заплатить на вторичном рынке за бумаги, которые и обеспечили нам возможность такого доступа ...

Помимо эффективности использования активов не следует забывать и про структуру капитала компании. Представим себе, что активы корпорации равны 100 млн. руб. И все они относятся к категории собственных средств. Совершенно очевидно, что такая корпорация является устойчивой в финансовом плане (если предположить, что основная производственная деятельность регулярно приносит прибыль). Представим себе, что активы другой корпорации также равны 100 млн. руб., но при этом 40 млн. руб. она взяла в долг на развитие собственных проектов. В этом случае собственный капитал корпорации равен 60 млн. руб. Хотя такое положение вещей является в современном деловом мире нормой, следует помнить, что уплата текущих процентов и перспектива погашения основной суммы долга как дамоклов меч висит над предприятием. А чем больше проценты по долгу, тем меньше дивиденды и тем меньше интерес инвесторов к акциям данной компании. Впрочем, если корпорация заняла большие деньги под реализацию какого-то нового, перспективного проекта, то курс её акций наоборот, может подскочить.

Очень важный рыночный фактор – это перспективы слияния, поглощения или дробления компании. Существует правило: если предприятие-эмитент объединяется с другим предприятием, то их акции будут расти. В конце февраля-начале марта 2005 г. на рынок пришло известие о том, что вопрос о слиянии «ГАЗПРОМа» и «Роснефти»

окончательно решён. Это вызвало резкий скачок вверх акций и «ГАЗПРОМа» и «Пурнефтегаза» – дочернего предприятия «Роснефти» (см. рис. 2 и 3).

Почему это так происходит? Дело в том, что новое предприятие, скорее всего, будет успешнее, чем два старых вместе взятых. Здесь сказывается синергетический эффект, о котором мы писали в главе 1. Акции старых предприятий будут обменены на акции нового предприятия. Вот почему котировки акций в случае слияния, как правило, растут. Аналогичный эффект наблюдается и в случае поглощения одной компании другой.

А вот в случае дробления компании эффект прямо противоположный. 1 апреля произошло разделение ОАО «Мосэнерго» на 13 компаний. Само «Мосэнерго» превратилось в территориальную генерирующую компанию (ТГК) №3. До раздела «Мосэнерго» была крупнейшей региональной энергокомпанией России. Мощность её станций составляла 14 800 МВт, в 2004 г. она выработала 72,7 млрд. кВт ч. различных видов энергии. Выручка компании за 2004 г. равнялась 89,3 млрд. руб., а чистая прибыль – 2,05 млрд. руб. 50,9% акций компании принадлежало РАО «ЕЭС России», 25% – «Газпрому». А вот ТГК-3 состоит из 17 станций мощностью около 10 000 МВт – по собственным оценкам «Мосэнерго», это 47% ее прежних активов. Летом 2005 г. акционеры «Мосэнерго» должны были получить акции новых компаний.



**Рис. 2.** Динамика курса акций «ГАЗПРОМа» на С-ПФб в январе-апреле 2005 г.  
Резкий скачок цены выделен прямоугольником.

Эксперты долгое время спорили. Кто-то утверждал, что рыночная стоимость новых акций будет больше, чем одной старой. А кто-то говорил, что всё будет наоборот. Но, так или иначе, на ММВБ курс акций «Мосэнерго» испытал существенное падение (см. рис. 4).





Рис. 3. Динамика курса обыкновенных акций «Пурнефтегаза» на ММВБ в феврале-апреле 2005 г. Резкий скачок цены выделен прямоугольником.



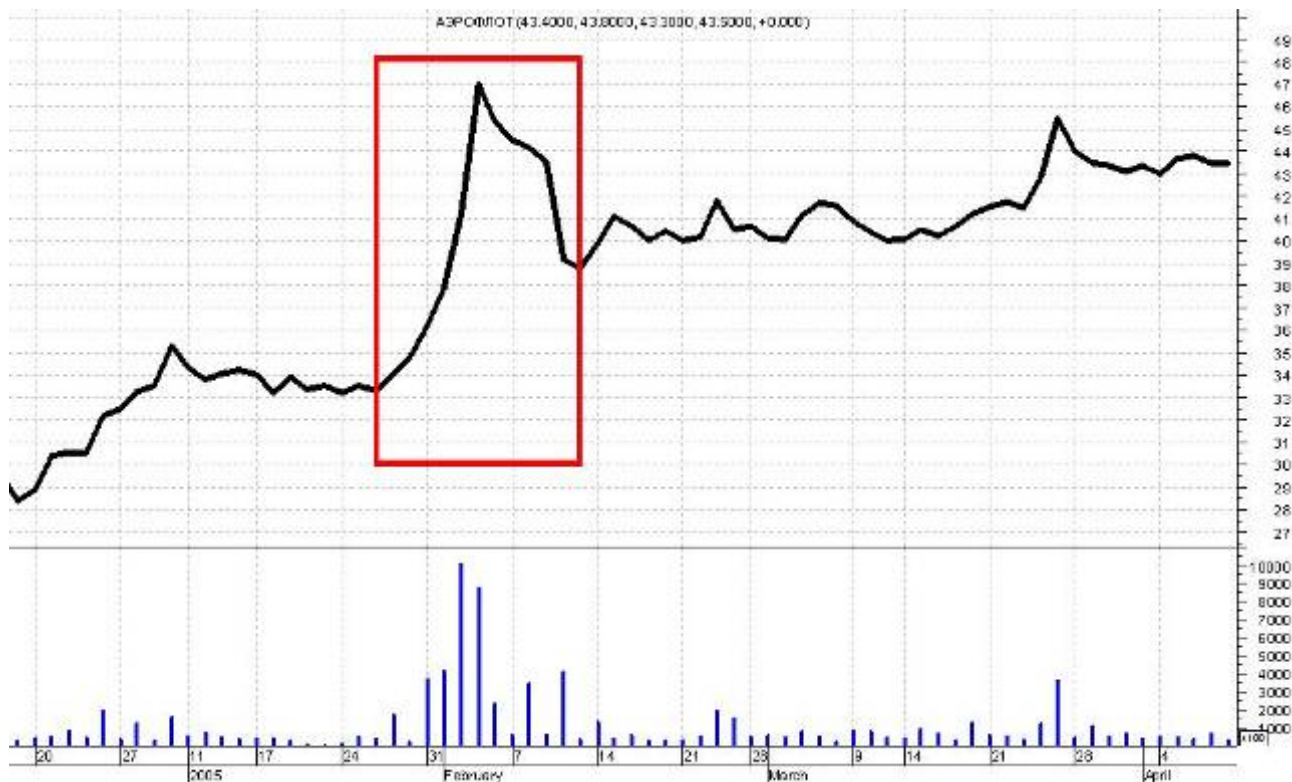
Рис. 4. Динамика курса акций «Мосэнерго» на ММВБ в конце февраля-первой половине марта 2005 г. Резкий скачок цены выделен прямоугольником.

По нашему мнению, это падение было вызвано не только запланированным уменьшением активов старого «Мосэнерго», но также и эффектом системной дезинтеграции. Кроме того, сыграли свою роль опасения инвесторов по поводу того, удастся ли создать на ММВБ или в РТС ликвидный рынок новых бумаг и будет ли на них устойчивый спрос.

Выше мы упомянули, что основными держателями акций «Мосэнерго» являлись РАО ЕЭС «России» и «Газпром». В связи с этим советуем вам обращать внимание на структуру уставного капитала компании. Если там имеется доля государства, то такая компания обладает повышенной надёжностью по сравнению с другими. Если же компания целиком частная, то для России это означает повышенную долю риска. Характерным примером такого эмитента является ГМК «Норильский никель». Если контрольный пакет акций какой-либо компании принадлежит известному и богатому предпринимателю, то саму компанию, а также её акции называют «олигархическими».

Если государство планирует продать инвесторам свой госпакет, то практически всегда это вызывает скупку бумаг и на вторичном рынке (см. рис. 5). Под информацию о приватизации госпакета за какие-то десять дней курс акций «Аэрофлота» вырос с 31 до 47 р.! Механика этого процесса такова. Понимая, что приватизация поднимает интерес инвесторов, прежде всего стратегических, к предприятию-эмитенту, спекулянты начинают опережающими темпами скупать акции компании, надеясь перепродать их крупным покупателям в «довесок» к госпакету. Масла в огонь может подлить конкуренция между претендентами на контрольный пакет.

Отраслевой анализ, как правило, очень хорошо дополняет анализ самого предприятия. В 2004 г. Правительство РФ объявило о том, что с 1 января 2005 г. ОАО «Ростелеком» лишается монополии на международную и междугороднюю телефонную связь.



**Рис. 5.** Динамика курса акций «Аэрофлота» на ММВБ с декабря 2004 г. по апрель 2005 г. Резкий скачок цены выделен прямоугольником.



Долгое время рынок на это никак не реагировал; акции «Ростелекома» даже росли за компанию с остальными бумагами (см. рис. 6). Однако когда в середине ноября резко упали цены на нефть, и на рынке начался обвал, акции телекоммуникационного монополиста полетели вниз сильнее всех. В эти дни все почему-то вспомнили о перспективе потери монополии. В результате исследуемые бумаги потеряли в цене 35%, упав с уровня 71 р. до 46 р. (ещё раз см. рис. 6).

После этого акции «Ростелекома» долгое время лежали на дне, затаившись, как подводная лодка. Однако мало помалу цены стали отыгрывать вверх. Следует помнить, что 50,67% голосующих акций «Ростелекома» принадлежит государственному холдингу «Связьинвест». Тому самому, 25% акций которого купил когда-то Сорос. Так вот, в начале апреля Правительство РФ объявило о твёрдом намерении продать 75% акций «Связьинвеста», причём оно утвердило весьма привлекательную для инвесторов схему продажи. В результате интерес к «Ростелекому» – дочерней компании «Связьинвеста» вспыхнул с новой силой. О потере монополии все забыли. Обыкновенные акции «Ростелекома» достигли уровня 65 р., а привилегированные – 48 р. То есть, по привилегированным акциям был достигнут уровень, на котором они находились ещё до начала ноябрьского падения (см. рис. 7). Резкий рост был также зафиксирован по тем региональным телекоммуникационным компаниям, в чьём уставном капитале была доля «Связьинвеста».

Резкое падение рынка с последующим ростом на биржевом жаргоне называется «ралли». Параллельно с «Ростелекомом» раллийные изгибы выписывал и «ЛУКОЙЛ». Во время ноябрьского обвала акции крупнейшей нефтяной компании России потеряли в цене почти 24%, снизившись с 950 до 725 р. (см. рис. 8).



Рис. 6. Динамика обыкновенных акций «Ростелекома» на ММВБ в августе-декабре 2004 г.

Однако в дальнейшем исследуемые бумаги не только восстановили свои позиции, но и показали новый исторический максимум, перевалив за отметку 1000 р., так как цены на

нефть снова начали расти. Оптимизма инвесторам также добавили совместные проекты «ЛУКойла» и американской нефтяной компании “Сopoco Philips”. На примере «ЛУКойла» можно проследить одну важнейшую закономерность, о которой всегда должен помнить грамотный инвестор.

*Мелкие и начинающие спекулянты торгуют новостями, а крупные и опытные – технологиями и рынками сбыта.*

Для крупного инвестора самое важное – это технология, которая стоит за компанией, а также её рынок сбыта. На положительные и отрицательные новости, в изобилии приходящие на рынок каждый день, такой торговец не обращает практически никакого внимания. В случае с «ЛУКойлом» опытные инвесторы понимали: пока в мире существует спрос на нефть, «ЛУКойл» будет обеспечен рынком сбыта. А раз так – его акции обязательно вырастут. Не сегодня, так завтра.

Крупные и опытные торговцы научились не отвлекаться по мелочам. В книге философа Ле Цзы есть притча, повествующая как раз об этом:

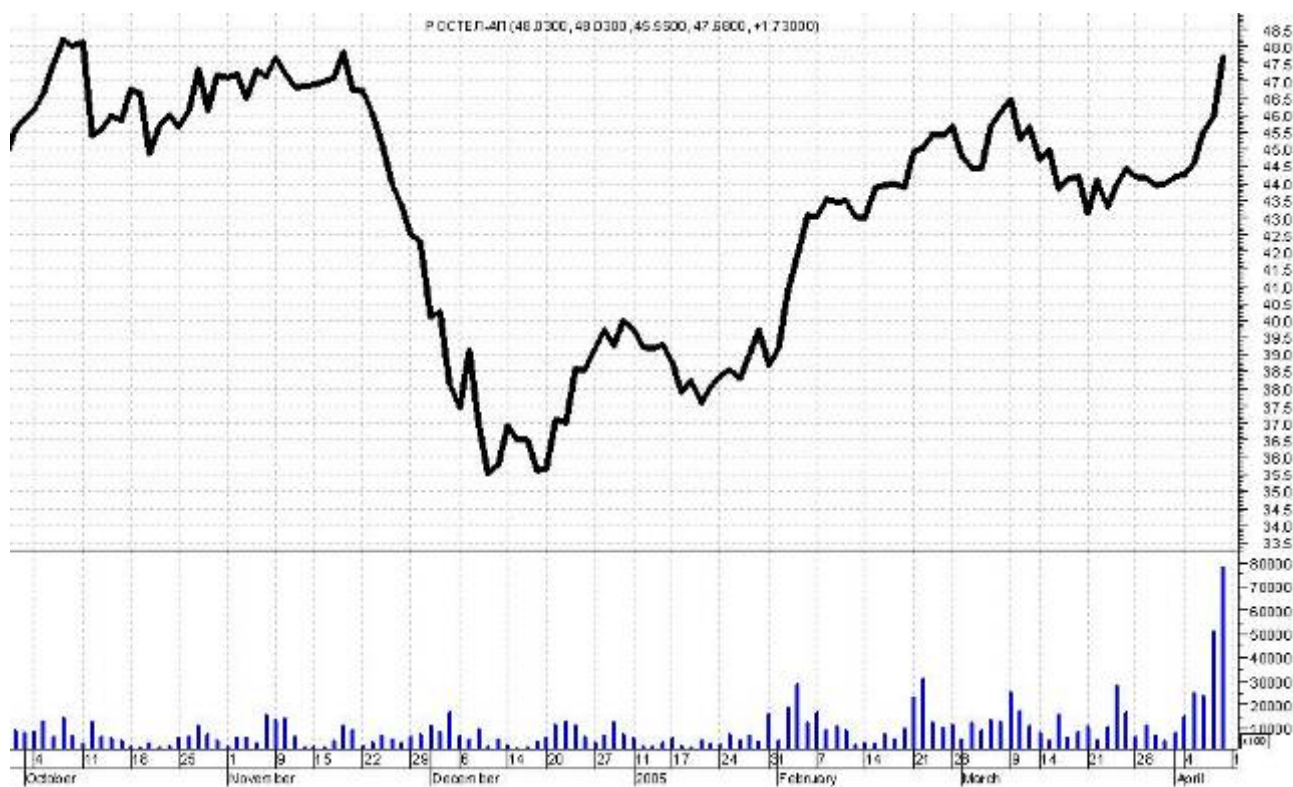


Рис. 7. Динамика привилегированных акций «Ростелекома» на ММВБ с октября 2004 г. по апрель 2005 г.



**Рис. 8.** Динамика акций НК «ЛУКОЙЛ» на ММВБ с ноября 2004 г. по апрель 2005 г. Резкий скачок цены выделен прямоугольником.

«Гань Ин в старину был замечательным стрелком. Лишь натянет лук – и звери ложатся, а птицы падают. У Гань Ина обучался Стремительный Вэй и превзошел в мастерстве своего наставника. К Стремительному Вэю и пришел учиться Цзи Чан.

– Сначала научись не моргать, – сказал ему Стремительный Вэй, – а затем поговорим и о стрельбе.

Цзи Чан вернулся домой, лег под ткацкий станок своей жены и стал глядеть, как снует челнок. Через два года он не моргал, даже если его кололи в уголок глаза кончиком шила.

Цзи Чан доложил об этом Стремительному Вэю, тот сказал:

– Этого еще недостаточно. Теперь еще научись смотреть, а потом можно и стрелять. Научись видеть малое, точно большое, туманное, точно ясное, а затем доложишь.

Чан подвесил к окну вошь на конском волосе и стал на нее глядеть, обернувшись лицом к югу. Через десять дней вошь стала расти в его глазах, а через три года уподобилась тележному колесу, все же остальные предметы казались ему величиной с холм или гору. Взял он лук из яньского рога, стрелу из цзинского бамбука, выстрелил и пронзил сердце вши, не порвав волоса.

Доложил об этом Стремительному Вэю. Стремительный Вэй ударил себя в грудь, затопал ногами и воскликнул:

– Ты овладел искусством! Тогда Цзи Чан понял, что во всей Поднебесной для него остался лишь один соперник, и задумал убить Стремительного Вэя.

Они встретились на пустыре и стали друг в друга стрелять. Стрелы их на полдороге сталкивались наконечниками и падали на землю, не поднимая пыли. Но вот у Стремительного Вэя иссякли стрелы, а у Цзи Чана осталась еще одна. Он спустил ее, но Стремительный Вэй точно отразил стрелу колючкой кустарника.

И тут оба мастера заплакали, отбросили луки, поклонились друг другу до земли и просили друг друга считаться отцом и сыном. Каждый надкусил себе руку и кровью поклялся никому более не передавать своего мастерства».

Если вы хотите научиться зарабатывать деньги на рынке, научитесь хотя бы не моргать. А вот ещё одна притча, взятая из книги философа Чжуан Цзы. Она тоже про искусство стрельбы из лука (или из «ЛУКойла», как вам больше нравится). Как мы уже выше сказали, испугать крупных и опытных торговцев достаточно трудно, хотя иногда на рынке складывается такая обстановка, что и у них сдают нервы:

«Ле, Защита Разбойников, стрелял на глазах у Темнеющего Ока: натянул тетиву до отказа, поставил на предплечье кубок с водой и принялся целиться. Пустил одну стрелу, за ней другую и третью, пока первая была еще в полете. И все время оставался неподвижным, подобным статуе.

– Это мастерство при стрельбе, но не мастерство без стрельбы, – сказал Темнеющее Око. – А смог бы ты стрелять, если бы взошел со мной на высокую гору и встал на камень, висящий над пропастью глубиной в сотню жэней?

И тут Темнеющее Око взошел на высокую гору, встал на камень, висящий над пропастью глубиной в сотню жэней, отступил назад до тех пор, пока его ступни до половины не оказались в воздухе, и знаком позвал к себе Ле, Защиту Разбойников. Но тот лег лицом на землю, обливаясь холодным потом с головы до пят.

– У настоящего человека, – сказал Темнеющее Око, – душевное состояние не меняется, глядит ли он вверх в синее небо, проникает ли вниз к Желтым источникам, странствует ли ко всем восьми полюсам. Тебе же ныне хочется зажмуриться от страха. Опасность в тебе самом!»!

По мнению Темнеющего Ока опасность находится внутри инвестора. Однако на российском фондовом рынке опасность очень часто подкрадывается извне. Виной тому – разнообразные события, которые происходят на государственном и макроэкономическом уровне. О них мы и поговорим.

Ни у кого не вызывает сомнения, что для успешного развития фондового рынка обществу прежде всего необходима политическая стабильность. Без неё рынок будет лихорадить. Такое положение вещей интересно агрессивным спекулянтам, но оно совершенно не устраивает «добропорядочных» инвесторов. Авторы книги вспоминают день 23 марта 1998 г., когда на рынок пришла информация о снятии В. С. Черномырдина с поста премьер-министра. Накануне вечером в РТС рынок акций «ЛУКойла» – а тогда это была самая ходовая бумага – закрылся на уровне \$17,5. С утра же рынок открылся с разрывом в целый доллар – на уровне \$16,5. Многих инвесторов охватила паника, и они стали сбрасывать свои бумаги. Однако потом, в течение дня рынок резко отыграл вверх, закрывшись по \$18,10.

Ведущие эксперты в области ценных бумаг утверждают, что в целом политическая нестабильность уменьшает инвестиционную привлекательность отдельных ценных бумаг и всего рынка в целом. Несмотря на некоторый прогресс, Россия до сих пор остаётся страной повышенного политического риска. Это накладывает свой отпечаток на динамику курсов наших акций и облигаций. Они очень сильно падают и очень сильно растут. При грамотных и расчётливых действиях такая экстремальная волатильность способна принести инвестору огромную прибыль. Однако в реальности добиться её очень трудно. Поэтому если вы собираетесь инвестировать деньги на нашем рынке, то помните, что по отношению к другим, более стабильным рынкам, он является весьма рискованным.

В рамках настоящей книги мы не собираемся подробно разбирать причины политической нестабильности в нашем обществе, тем более что, по нашему мнению, корни

её уходят в глубину веков. Говоря об истории России новейшего времени, можно отметить, что изначально реформы 90-х годов проводились без какого-то ни было плана и в условиях отсутствия политического согласия в обществе. Какая-то часть общества вообще была против реформ; какая-то часть – за реформы, но в ограниченном объёме, а какая-то – тоже за реформы, но по другому сценарию. Поэтому правительственный курс постоянно находился под угрозой пересмотра. В 1996 г., накануне президентских выборов, существовала реальная опасность прихода к власти коммунистов во главе с Г. А. Зюгановым. В 2000 г. фактором политической нестабильности была недостаточная ясность относительно того, куда собирается повести страну новый президент – В. В. Путин. И лишь накануне президентских выборов в 2004 г. фактор нестабильности был временно отодвинут на второй план.

Говоря о политическом факторе и его влиянии на фондовый рынок, следует отметить, что, к сожалению, в отличие от некоторых других стран, в нашей стране отсутствует государственная концепция развития рынка ценных бумаг. ФСФР и ЦБ РФ осуществляют в отношении рынка чисто регулятивные функции. В остальном он предоставлен сам себе. Как мы уже отмечали в начале книги, действия Правительства и органов государственного регулирования во время кризиса 1998 г. и до него были некомпетентными и, вместо того, чтобы способствовать смягчению кризисных явлений, способствовали только их ухудшению. Если такое положение вещей будет иметь место и впредь, то «честному» инвестору, не обладающему инсайдерской информацией, во время очередного кризиса, как и прежде, придётся рассчитывать только на себя.

Но довольно об этом. Давайте перейдём к рассмотрению макроэкономических факторов, действующих внутри России, и к анализу их влияния на фондовый рынок. Начальной точкой в наших рассуждениях будет основное макроэкономическое уравнение, которое может быть записано в виде:

$$\text{ВВП} = Д * V, \text{ где}$$

ВВП – валовой внутренний продукт в текущих ценах;

Д – денежная масса;

V – скорость обращения денег.

Давайте внимательно рассмотрим компоненты этого уравнения. ВВП – это валовой внутренний продукт, являющийся стоимостью всего конечного производства товаров и услуг в экономике за один год. ВВП считается по территориальному признаку, то есть, в него входит стоимость продукции предприятий всех форм собственности, располагающихся на территории государства независимо от их национальной принадлежности. ВВП является самым «грубым» показателем, используемым в статистике для определения уровня экономического развития страны.

Вы должны знать, что прямой зависимости между динамикой ВВП и курсом ценных бумаг нет – это со всей очевидностью показали исследования Лондонской бизнес-школы и банка “ABN-Amro”. Однако рост ВВП является тем фундаментом, на котором зиждется успешное развитие фондового рынка. На рис. 9 приведена динамика ВВП России за 1999-2004 гг.:



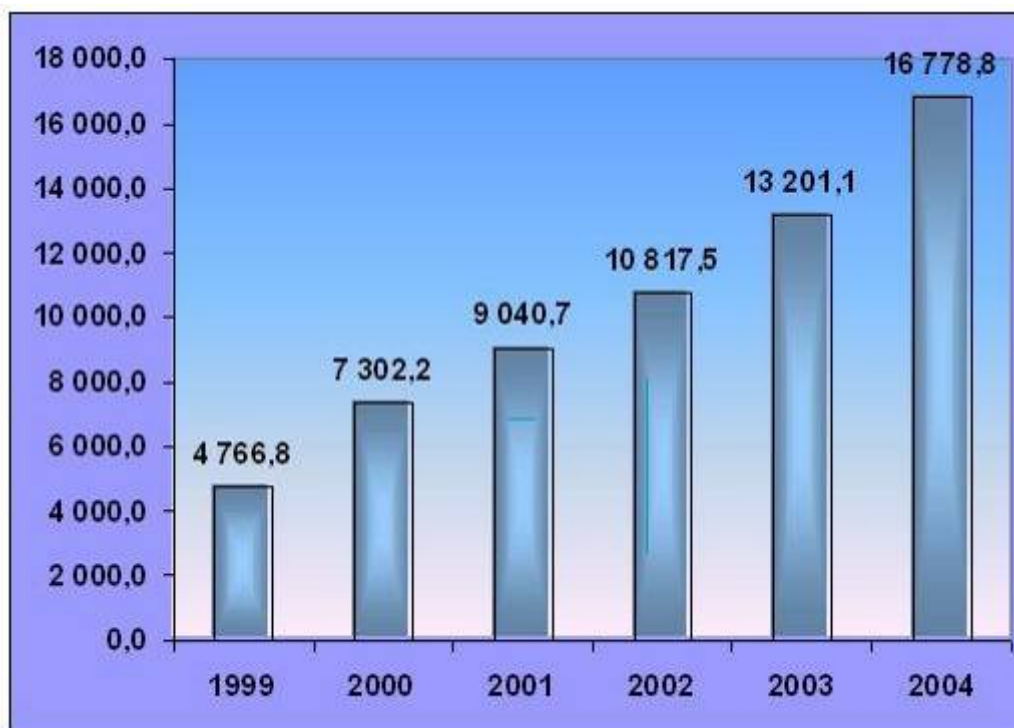


Рис. 9. ВВП России в 1999-2004 гг., млрд. руб. Источник: Госкомстат РФ.

А на рис. 10 – динамика индекса РТС за те же годы. Невооруженным глазом видно, что рост объёмов ВВП хорошо согласуется с ростом индекса. В то же время в экономике Китая ситуация несколько иная. В начале XXI в. ВВП этой страны рос невиданными темпами, а фондовый рынок находился в стагнации. Вспоминается также наша ситуация середины 90-х. 1997 г. начинался как год роста на отечественном вторичном рынке акций. Однако этот рост происходил вследствие инвестиций из-за рубежа и был основан на оптимизме иностранных инвесторов. Динамика ВВП этот рост не подкрепляла. В результате в октябре 1997 г. наш рынок упал за компанию вместе с азиатскими.

Эти простые примеры подтверждают наш тезис о том, что прямой зависимости между ростом ВВП и динамикой котировок на фондовом рынке нет, однако чтобы рынок устойчиво рос, ВВП также должен устойчиво расти. Математики сказали бы, что в большинстве случаев рост ВВП является необходимым, но не достаточным условием роста фондового рынка. Почему это так? Дело в том, что фондовый рынок является достаточно специфической системой, и хотя он является неотъемлемой частью экономики, он живёт по своим, весьма специфическим законам. Мы считаем, что рост и падение курсов ценных бумаг связано соответственно с притоком и оттоком денежного капитала с рынка. А эти процессы в некоторых случаях обладают большой степенью автономности.

Кроме того, уже давно известно, что на поведение инвесторов огромное влияние оказывают их собственные ожидания по поводу перспектив той или иной бумаги. А эти ожидания оказываются порой весьма далёкими от реальной картины. Об этом, в частности, неоднократно писал в своих книгах Джордж Сорос.



Рис. 10. Динамика индекса РТС за 1999-2004 гг.

Второй компонент уравнения – это денежная масса. Общее количество денег в стране называется макроэкономическим агрегатом №2 или просто агрегатом М2. В первом приближении это общее количество наличных и безналичных денег, которыми пользуется общество. Агрегат М2 обслуживает создаваемый в течение года валовой внутренний продукт. В России правом эмиссии денег обладает только Центральный банк. Именно этот орган решает, сколько денег нужно эмитировать, чтобы удовлетворить потребности общества. Если Центральный банк эмитирует слишком много денег, то это может вызвать инфляцию. Если же наоборот, денег в обществе будет мало, то их может не хватить для нормального функционирования экономики. Таким образом, на плечи Центрального банка ложится непростая задача – эмитировать такое количество денег, которое для конкретных экономических условий было бы оптимальным. Для того чтобы определить это количество денег, экономисты Центрального банка используют разнообразные макроэкономические модели и уравнения. Кроме того, большую роль в этом процессе играет спрос на деньги. Если экономика страны развивается ударными темпами, то коммерческие банки, кредитуящие реальное производство, будут обращаться в Центральный банк с просьбой выдать им кредит. Если же в экономике страны застой, то поток таких просьб иссякает. Также большое влияние на объём денежной массы оказывает внешнеторговый баланс страны. Но об этом мы поговорим чуть позже.

Третий компонент основного макроэкономического уравнения – это скорость обращения денег. Обычно объём денежной массы меньше, чем объём ВВП, поэтому одна денежная единица в среднем делает несколько оборотов в течение года. В нашей повседневной жизни мы стремимся заработать как можно больше денег. Но как только в нашем кармане оказывается лишняя тысяча, мы тут же её тратим, не осознавая, что все наличные деньги, впрочем, как и все безналичные просто переходят от одного владельца к другому, иногда по кругу. Вот, например, пенсионер получил зарплату, и пошёл в магазин купить хлеба. Его деньги попадут в кассу магазина, а из неё – на расчётный счёт торговой

организации. Потом за счёт этих денег будут выплачены налоги, а за счёт налогов пенсионер снова получит свою пенсию. Скорость обращения денег выражается в количестве оборотов одной условной денежной единицы в год. Под оборотом подразумевается факт продажи за эту условную единицу некоторого количества товара. Обычно внутри агрегата М2 скорость обращения его компонентов неоднородна. Так, например, наличные деньги обращаются гораздо быстрее безналичных.

Если мы поделим объём денежной массы на объём ВВП, то получим величину, называемую уровнем монетизации экономики (УМЭ). В России 90-х долгое время уровень монетизации был крайне низким. Я. М. Миркин в своей работе «Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития» (М., 2002) показал, что чем выше УМЭ, тем выше уровень капитализации фондового рынка. То есть, чем выше УМЭ, тем курс ценных бумаг, в основном акций – выше.

Вообще говоря, один и тот же объём ВВП в товарном выражении может обслуживаться разным количеством денег. Но скорость их обращения будет различной. Представим себе, что в первом случае ВВП страны равен 20 трлн. р., а денежная масса – 10 трлн. р. В этом случае УМЭ равен 50%, а скорость обращения денег равна 2. Во втором случае ВВП страны равен 20 трлн. р., а денежная масса – 5 трлн. р. В этом случае УМЭ равен 25%, а скорость обращения денег равна 4.

Если денег много и УМЭ относительно высок, то скорость обращения денег относительно невелика (это первый случай). Этот вариант благоприятен для фондового рынка, так как вследствие избытка денег и низкой скорости их обращения, часть денежных ресурсов оседает на рынке, образуя стационарную денежную массу. Котировки ценных бумаг растут. Если же денег мало и УМЭ невелик (второй случай), то котировки ценных бумаг растут достаточно вяло, или вообще стагнируют, так как на фондовом рынке деньги не задерживаются: во-первых, их мало, а во вторых, скорость их обращения велика и они имеют тенденцию «вымываться» с рынка.

В табл. 3 приведены следующие показатели: валовой внутренний продукт – ВВП, среднегодовое значение денежной массы – агрегата М2, уровень монетизации экономики (УМЭ) и скорость обращения денег.

| Год  | ВВП<br>(млрд. р.) | Денежная масса –<br>агрегат М2<br>(среднегодовое<br>значение, млрд. р.) | Уровень<br>монетизации<br>экономики –<br>УМЭ (%) | Скорость<br>обращения<br>денежной<br>массы<br>(раз в год) |
|------|-------------------|---|--|---|
| 1999 | 4 766,8           | 574,1   | 12,0   | 8,3   |
| 2000 | 7 302,2           | 838,3   | 11,5   | 8,7   |
| 2001 | 9 040,7           | 1318,8  | 14,6   | 6,8   |
| 2002 | 10 817,5          | 1684,6  | 15,6   | 6,4   |
| 2003 | 13 201,1          | 2560,7  | 19,4   | 5,2   |
| 2004 | 16 778,8          | 3649,1  | 21,7   | 4,6   |

Табл. 3. ВВП, денежная масса, УМЭ и скорость обращения денег. Россия, 1999-2004 гг.  
Источники: Госкомстат РФ, Центральный банк РФ.

На рис. 11 уровень монетизации экономики и скорость обращения денег представлены графически.

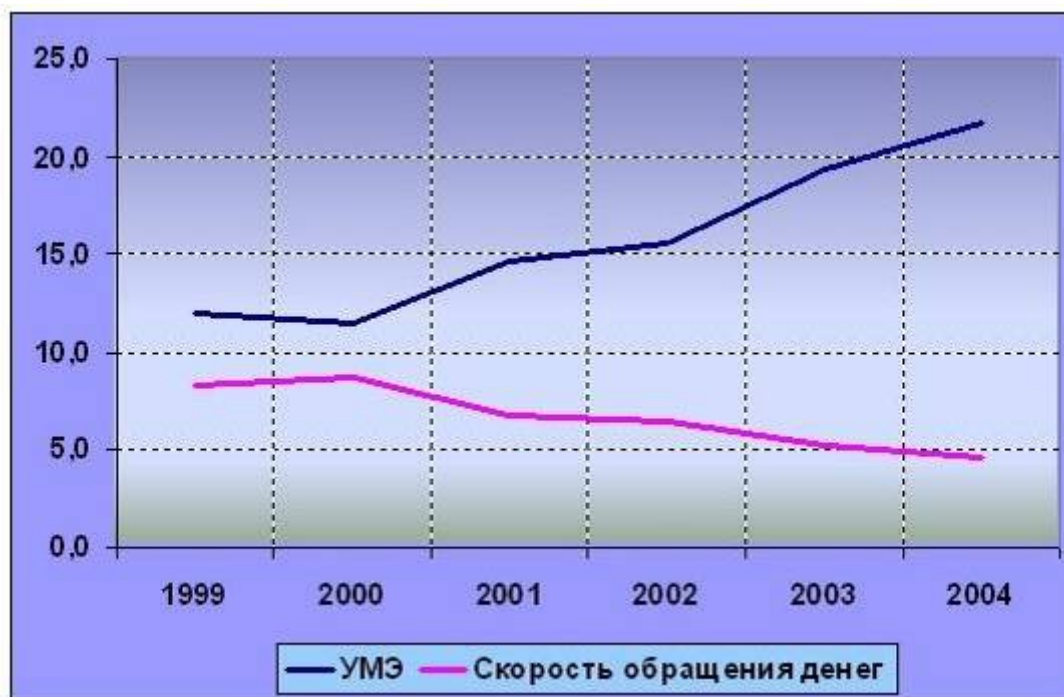


Рис. 11. Динамика уровня монетизации (УМЭ) и скорости обращения денег в России, 1999-2004 гг.

Если посмотреть на этот рисунок, а также на рис. 10, то хорошо видно, что рост уровня монетизации экономики и падения скорости обращения денег хорошо коррелируется с ростом индекса РТС, что подтверждает наши выводы, сделанные ранее.

На рис. 12 вы можете видеть динамику денежной массы – агрегата М2, взятой отдельно от других показателей. Сопоставив этот рисунок с рис. 10 можно прийти к однозначному выводу – рост агрегата М2 сам по себе является позитивным фактором для фондового рынка. При более детальном рассмотрении взаимосвязи динамики агрегата М2 и динамики фондового индекса РТС можно заметить, что сильные рывки рынка вверх, как правило, проходили на фоне резкого увеличения размер денежной массы. Так, например, весенне-летнее повышение рынка в 2003 г. сопровождалось увеличением агрегата М2 в феврале на 4,1%, в марте на 4,8%, в апреле на 4,7%, в мае на 5,3% и в июне – на 7,1%! Это очень высокие темпы роста. С другой стороны, падение рынка очень часто сопровождалось сокращением денежной массы или замедлением темпа её прироста. Отсюда сформулируем важное правило:

*Инвестор должен обязательно отслеживать динамику агрегата М2, так как она сама по себе является очень сильным показателем.*

Данные о денежной массе публикуются первого числа каждого месяца на сайте Центрального банка РФ ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)) в разделе «Статистика». Они выходят с опозданием на месяц. То есть, скажем, 1 февраля становятся доступными данные по состоянию на 1 января, и так далее. Однако это не должно смущать аналитика, так как подмечено, что эффект от увеличения или уменьшения денежной массы сказывается с запозданием ровно на месяц. Сущность этого эффекта такова.



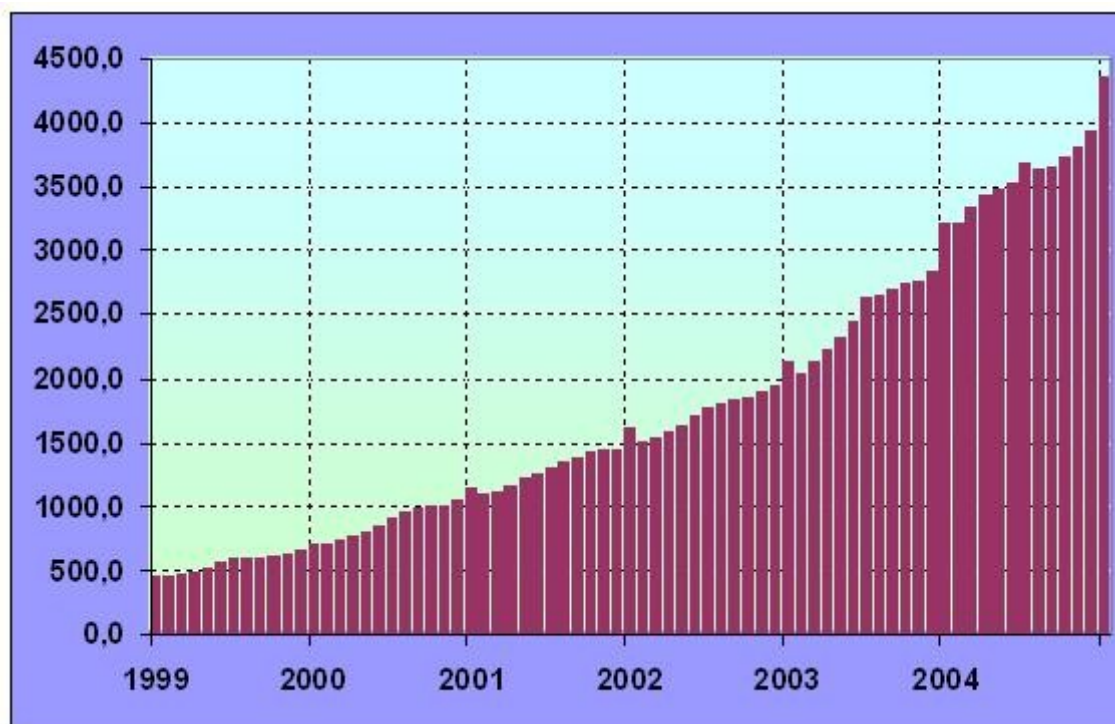


Рис. 12. Динамика денежной массы – агрегата М2, 1999-2004 гг.

Если денежная масса растёт, то некоторая (весьма правда незначительная) часть «новых» денег попадает на фондовый рынок, вызывая рост цен. В случае же сокращения денежной массы происходит массовый возврат кредитов Центральному банку, а новые кредиты практически не предоставляются. Это вызывает нехватку денег на финансовом рынке, что приводит к продажам ценных бумаг и выводу полученных средств из торговых систем ММВБ и РТС.

Уровень монетизации экономики России значительно отстаёт от уровня монетизации развитых капиталистических стран. Там он находится на отметке 60-75%. Экономика этих стран насыщена деньгами, но опасности инфляции не существует. Такое положение вещей сложилось исторически и является большим достижением. Наш Центральный банк последовательно проводит политику на повышение уровня монетизации экономики, но делает это осторожно, чтобы не спровоцировать инфляцию. Выше мы указали на то, что, чем выше УМЭ, тем выше капитализация фондового рынка. Поэтому наш рынок имеет большой потенциал роста. Если ЦБ РФ и дальше будет повышать УМЭ, то курс ценных бумаг будет расти чисто механически. Следует отметить, что в 90-х годах XX в. ЦБ РФ по рекомендации МВФ проводил весьма жёсткую монетарную политику, выражавшуюся, в частности, в искусственном ограничении количества денег в обращении. УМЭ, таким образом, был очень низким. Эта политика привела к определённым успехам в борьбе с инфляцией, но фондовый рынок не имел существенной рублёвой подпитки. Именно поэтому падение 1997-98 гг. было таким сильным.

Теперь настал черёд поговорить о влиянии курса иностранных валют на фондовый рынок. В течение 90-х гг. XX в. и первой половины 10-х гг. XXI в. основной иностранной валютой, торговавшейся на ММВБ и имевшей широкое хождение в наличной форме, был доллар США. В 1999 г. в Европе была введена новая валюта – евро; она также стала популярной в нашей стране, однако, по объёмам торговли евро значительно уступал доллару. Популярность доллара США обусловлена тем, что большинство международных расчётов



происходит именно в этой валюте, хотя её ослабление на мировом рынке поставило эту схему под вопрос.

Общий принцип, которого мы должны придерживаться, заключается в следующем: рост курса иностранной валюты – в нашем случае это в основном доллар США – приводит к падению курса ценных бумаг, номинированных в рублях. А падение курса иностранной валюты (укрепление рубля) вызывает рост курсов рублёвых ценных бумаг.

Механика этого процесса такова. Рост курса иностранной валюты свидетельствует о слабости валюты национальной и о слабости национальной экономики. В таких условиях страна, как правило, больше импортирует, чем экспортирует. В данном случае ценные бумаги, номинированные в рублях, непривлекательны для иностранных инвесторов, так как долларовый эквивалент их рыночной стоимости падает.

А вот если национальная валюта укрепляется, экономика работает стабильно, страна больше экспортирует, чем импортирует, то ценные бумаги, номинированные в рублях, становятся привлекательными для иностранных инвесторов, так как долларовый эквивалент их рыночной стоимости при прочих равных растёт.

Следует также помнить о том, что рост доллара вызывается перетоком капитала с фондового рынка на валютный, а падение – обратным перетоком. Такое движение денежной массы и является материальным условием движения цен.

В 90-х годах курс доллара по отношению к рублю рос. В 1992-95 гг. этот рост был по большей части неконтролируемым и спекулятивным. Дело доходило до серьёзных обвалов курса рубля – например, в пресловутый «чёрный вторник» 11 октября 1994 г. С августа 1995 г. Правительство ввело валютный коридор. Доллар продолжил свой рост. Но этот рост уже был не такой резкий и непредсказуемый, как прежде. Это, в свою очередь, создало условия для повышения курсов отечественных ценных бумаг в 1996-97 гг. Когда осенью 1997 г. наш фондовый рынок посыпался, Минфин и Центробанк делали всё возможное, чтобы удержать доллар. Однако летом 1998 г. доллар совершил резкий скачок вверх, а фондовый рынок вступил в полосу затяжного падения. С наступлением нового тысячелетия ситуация поменялась. Рост цен на экспортные товары и последовавшее за ним укрепление российской экономики вызвало рост курса рубля и рост фондового рынка. Курсы акций шли вверх, доходность облигаций падала.

Таковы вкратце рассуждения о влиянии курса иностранных валют на фондовый рынок. Ниже приведена более детализированная информация.

На рис. 13 приведён график курса американского доллара с начала торговли до деноминации рубля. На рис. 14 приведён график индекса РТС за период с начала его расчёта до деноминации рубля.

Что же мы видим? Плавный рост курса доллара в период с 01.09.1995 г. до 01.01.1998 г., соответствовал плавному росту индекса РТС, который в мае-июне 1997 г. заметно ускорился. После августовского максимума индекс РТС начал падать. Это было обусловлено начавшейся эвакуацией крупного западного капитала с развивающихся рынков вследствие азиатского финансового кризиса. Фондовый рынок России начал падать, что называется, за компанию, так как менеджеры западных фондов начали выводить деньги со всех развивающихся рынков. А по западной классификации российский фондовый рынок попадает в их число. Как уже выше было сказано, Правительство РФ придерживалось в это время жёсткой финансовой политики и не давало доллару падать.

Но такая ситуация бесконечно продолжаться не могла. В 1998 г. фондовый рынок рухнул; вслед за ним рухнул и валютный рынок. На рис. 15 изображена динамика индекса РТС за всё время его подсчёта. Резкое падение отмечено прямоугольником. А на рис. 16 изображена динамика курса доллара после деноминации.

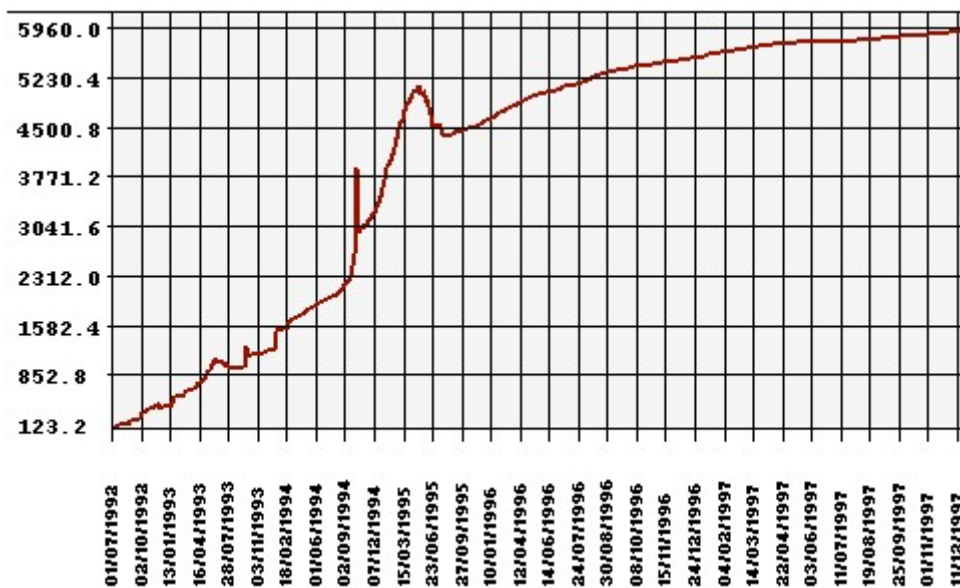


Рис. 13. Динамика официального курса доллара США с начала торгов 01.07.1992 г. до деноминации рубля 01.01.1998 г. Источник: www.cbr.ru.

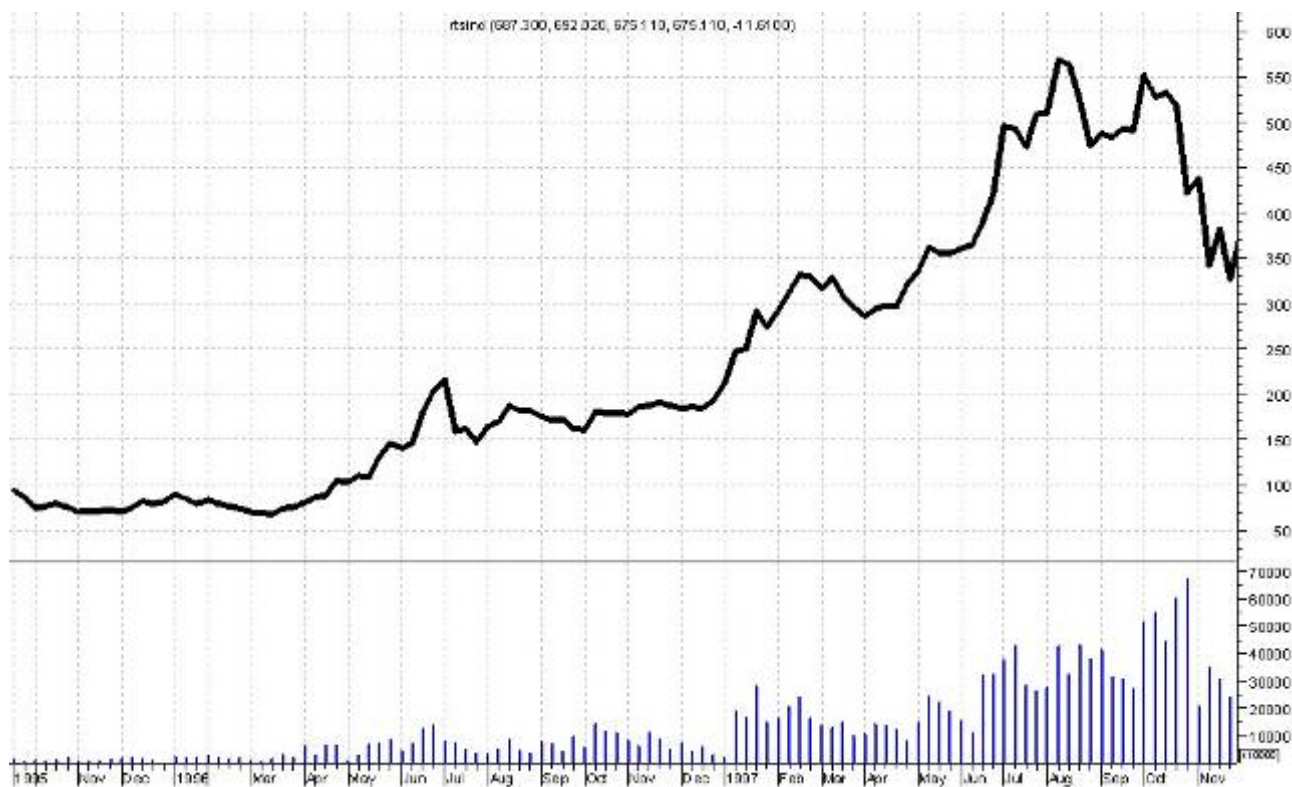


Рис. 14. Динамика индекса РТС с начала расчёта 01.09.1995 г. до деноминации рубля 01.01.1998 г.



Рис. 15. Динамика индекса РТС с начала расчёта 01.09.1995 г. до 27.04.2005 г.

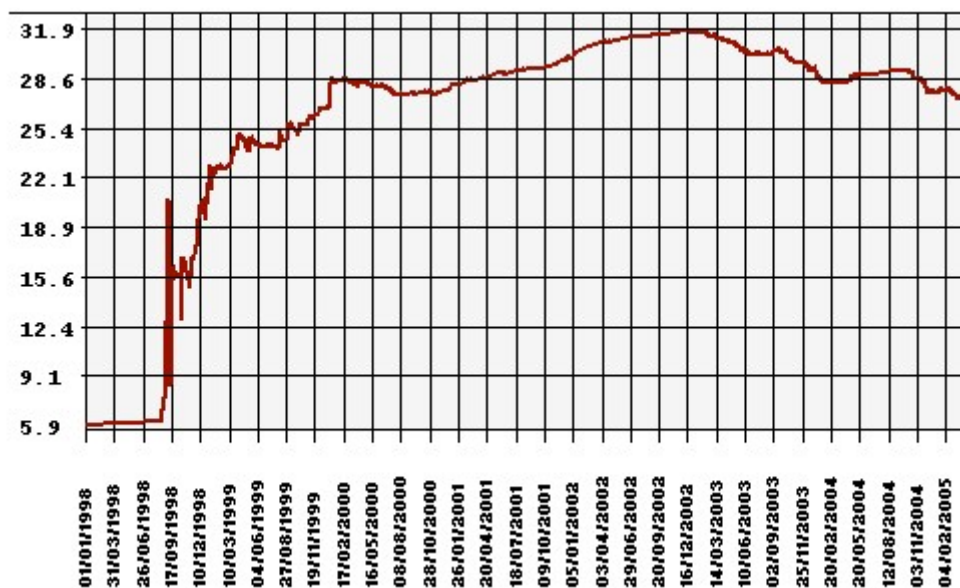


Рис. 16. Динамика официального курса доллара США с момента деноминации рубля и до 27.04.2005 г.  
Источник: www.cbr.ru.

После дефолта доллар плавно вырос с 25 руб. почти до 32 руб. и затем так же плавно упал. Рынок фондовый же за описываемый период вырос. Причём особенно сильный рост рынка пришёлся на период падения курса доллара: весна 2003 г. – весна 2004 г. Следует отметить, что в апреле 2004 г. курс доллара неожиданно вырос, так как Центральный банк РФ объявил о том, что он перестаёт искусственно сдерживать рост курса американской

валюты. Хотя экспортные цены были высоки, это заявление вызвало панические продажи акций и облигаций. В результате фондовый рынок упал.

С основным макроэкономическим уравнением и с курсом иностранных валют тесно связан такой показатель, как золотовалютные резервы Центрального банка. Их иногда называют также международными резервными активами. История золотовалютных резервов восходит к тому далёкому времени, когда центральные банки выпускали бумажные деньги. Мы с вами знаем, что бумажные деньги являлись заместителями металлических. Если владелец ассигнации хотел разменять её на звонкую монету, то банкир обязан был выплатить требуемую сумму из специального резервного фонда банка. В эпоху кредитных денег резервный фонд банка также был нужен. Как же образуются золотовалютные резервы Центрального банка?

Во-первых, их можно пополнять за счёт золота и драгоценных металлов, добываемых на территории государства. Во-вторых, золотовалютные резервы образуются за счёт профицита торгового баланса страны. Представим себе, что в целом страна экспортирует больше товаров, чем импортирует. Значит, приток иностранной валюты от экспорта будет больше, чем отток от импорта. Этот излишек валюты попадает на счета экспортёров. Они продают валюту Центральному банку или другим банкам, а получают взамен рубли. Эти рубли эмитирует Центральный банк. В результате растёт безналичная составляющая агрегата M2. За счёт этих рублей экспортёры платят налоги. Остаток же используют по своему усмотрению. После всех этих операций у Центрального банка образуется избыточное количество валюты, которую он купил у экспортёров. Эта валюта пополняет золотовалютные резервы Центрального банка. Такова вкратце схема образования этих резервов.

Золотовалютные резервы состоят из иностранной валюты и монетарного золота, а также из нескольких других компонентов, которые не так важны. Храниться золотовалютные резервы могут либо на территории страны (это относится к монетарному золоту), либо на депозитах в иностранных банках. Допускается также покупка высоконадёжных, в основном государственных, облигаций, номинированных в иностранной валюте. Так как основной валютой при проведении международных экспортно-импортных операций является доллар США, то, соответственно, долларовая компонента золотовалютных резервов стран с профицитом торгового баланса хранится в американских банках. Это очень важный момент. Кажется, что такие страны обладают значительным богатством. Но находится то оно у американцев!

В настоящее время золотовалютные резервы Центрального банка РФ выполняют несколько макроэкономических функций:

- 1) формальное обеспечение национальной валюты.
- 2) поддержание стабильности внешней торговли.
- 3) обеспечение выплат по государственному и частному внешнему долгу.

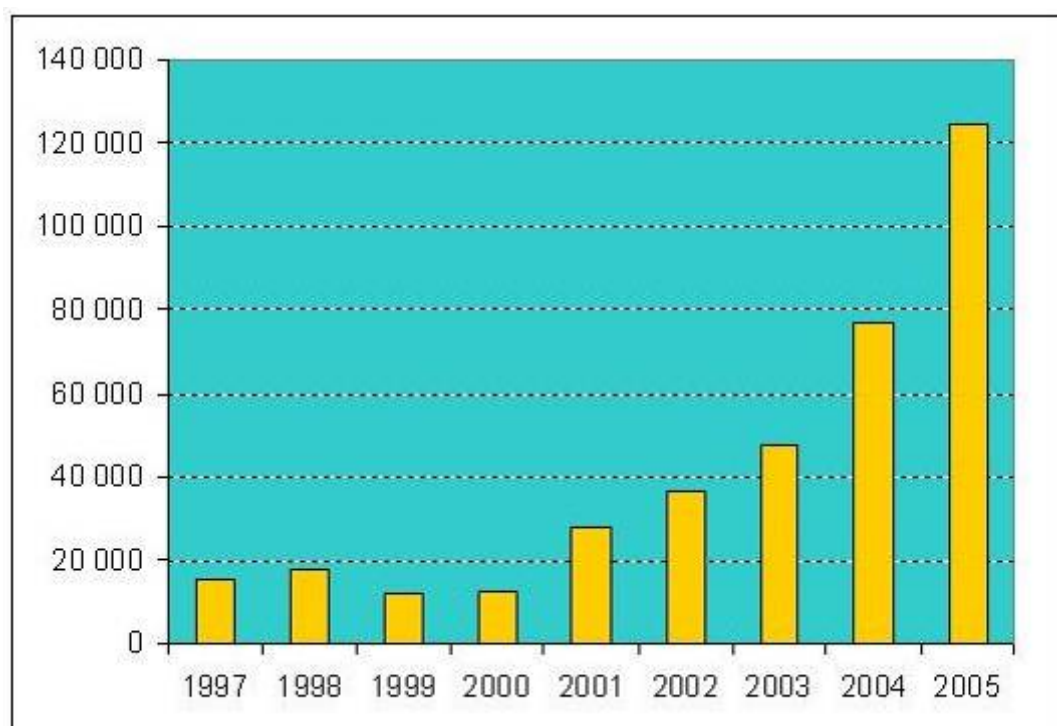
Российский экономист Сергей Моисеев в статье «Золотовалютный Плюшкин», опубликованной в журнале «Валютный спекулянт» №12 за 2004 г., достаточно подробно раскрыл сущность и функции золотовалютных резервов Центрального банка РФ в настоящее время. Мы позволим себе привести несколько цитат из этой статьи:

«Золотовалютные резервы Банка России выступают формальным обеспечением национальной валюты ... Представим себе апокалипсическую картину – населению надоели рубли, и оно выстроилось в длинную очередь, чтобы обменять рублёвую наличность на доллары США. Золотовалютных резервов Банка России должно хватить на удовлетворение внезапного спроса на иностранную валюту ...

Второй критерий оценки исходит из необходимости сокращения волатильности рубля для поддержания успешной внешней торговли. Больше золотовалютных резервов необходимо для стран с торговым дефицитом и слабо

диверсифицированным экспортом. Для открытой экономики, такой как российская, состояние текущего счёта платёжного баланса определяет макроэкономическую ситуацию в стране. Если внешнеэкономическая конъюнктура складывается неблагоприятно, Банк России расходует золотовалютные резервы для покрытия платёжного дисбаланса. По методологии МВФ, достаточным является уровень золотовалютных резервов, который соответствует трёхмесячному импорту» [].

На рис. 17 приведена динамика золотовалютных резервов Центрального банка РФ за 1997-2005 гг.



**Рис. 17.** Динамика золотовалютных резервов Центрального банка РФ за 1997-2005 гг., млн. долл. США. Источник: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).

Обратите внимание на то, что в 1997-2000 гг. золотовалютные резервы нашего Центробанка были очень маленькими, ниже уровня в 20 млрд. долл. А вот потом они стали расти. И причём очень сильно. Прямой связи между фондовым рынком и ростом золотовалютных резервов нет, так как этот рост – следствие поступления на счета ЦБ избыточной валюты. Гораздо важнее отслеживать динамику агрегата М2. Именно увеличение денежной массы оказывает на рынок самое непосредственное влияние. Однако динамикой золотовалютных резервов всё же не следует пренебрегать. Во-первых, она оказывает определённое психологическое воздействие на участников торговли. Во-вторых, международные рейтинговые агентства обращают внимание на рост или падение золотовалютных резервов как на важнейший фактор при принятии решения об изменении странового рейтинга России.

В первом квартале 2005 г. золотовалютные резервы Центрального Банка РФ достигли уровня 140 млрд. долл. Многие экономисты попрекали Правительство и Центральный банк: почему вы не используете эти резервы для развития экономики, почему не вкладываете их в производство? На самом деле под эти резервы уже выпущены наличные и безналичные рубли. Сделать так, чтобы эти рубли заработали в полную силу – задача не только «верхов», но и «низов». Она не так проста, как это кажется на первый взгляд.



Если уж мы заговорили о золотовалютных резервах, то следует упомянуть и о профиците государственного бюджета, за счёт которого образуется пресловутый стабилизационный фонд. Один из авторов книги, К. С. Царихин в декабрьском (2004 г.) номере журнала «Национальная металлургия» опубликовал статью «Динамика производства в металлопотребляющих отраслях промышленности», в которой, в частности, говорилось:

«Федеральный бюджет который год исполняется с профицитом. По состоянию на октябрь месяц профицит составил 642 млрд. руб. Такому бюджету может позавидовать любое государство; в то же время, много нареканий вызывает использование сумм профицита. Основная часть из них поступает в так называемый стабилизационный фонд, остальная используется для мягкой и осторожной коррекции статей расходов. Как сообщил 29 ноября 2004 г. на пресс-конференции министр финансов РФ Алексей Кудрин, в стабилизационный фонд РФ в ближайшие дни будет дополнительно перечислено 58 млрд. 126 млн. руб. Объем стабилизационного фонда на 1 октября 2004 г. составил 455 млрд. руб. А. Кудрин также сообщил, что на начало 2005 г. объем средств стабилизационного фонда составит 574 млрд. руб.

В стабилизационном фонде деньги лежат на «всякий пожарный», для возможного покрытия расходов будущих периодов. В то же время, коммунальное хозяйство лежит в руинах; детские сады, роддома и школы требуют немедленного ремонта. То же самое можно сказать и о дорогах. Что лучше – потратить средства стабфонда сейчас, и за счёт эффекта мультипликации оживить экономику, попутно решив ряд социальных проблем, или оставить их на потом? Большинство экономистов говорят, что лучше потратить сейчас

...

Возможное решение проблемы заключается в принципе «золотой середины». Тупая поддержка внутреннего обменного курса доллара вкупе с постоянным наращиванием золотовалютных резервов – весьма негибкий алгоритм поведения, напоминающая тактику некоторых полководцев XVIII-XIX вв. – выстроить войска в линию и держаться «до упора». Понадобилось явление Бонапарта, чтобы показать всю порочность таких построений.

А вот в рамках политики, построенной на принципе «золотой середины», Правительство могло бы, одновременно с наращиванием стабфонда и золотовалютных резервов, путём умеренного ослабления доллара стимулировать рост инвестиций внутри страны, который бы оживил импорт, что вызвало бы поддержку курса иностранной валюты. В результате мы имели бы более интенсивный рост ВВП и более сбалансированную структуру внешнеторгового баланса на фоне более реалистического курса рубля. Такая политика весьма сложна; она напоминает жонглирование несколькими шарами одновременно. К тому же, как говорят шахматисты, здесь надо считать варианты ...

Если поговорить о перспективах, то вырисовывается следующая картина. Основные параметры государственного бюджета на 2005 г. выглядят так:

**Доходы бюджета** - 3 326 млрд. рублей (18% прогнозируемого объема ВВП).

**Расходная часть** - 3 048 млрд. рублей (16,3% ВВП).

**Профицит** - 278 млрд. рублей (1,5% ВВП).

**Объем ВВП** - 18,72 трлн. рублей.

**Рост ВВП** в 2005 году прогнозируется на уровне в 6,3%.

**Инфляция** должна составить 7,5-8,5% при среднегодовой экспортной цене на российскую нефть в 28 долларов за баррель и валютном курсе в 30 рублей за доллар.

Если экономика и дальше будет сидеть на нефте-, газо- и металлодолларовой игле, то ... мелкая поросль структурного роста экономики не даст долгожданных всходов. Сейчас уже практически для всех очевидно, что стране нужна полноценная инвестиционная программа, рассчитанная на рост внутреннего экономического потенциала. Россия должна производить станки, корабли и самолёты. Мы это умеем делать не хуже, а во многих случаях, даже лучше других.

В противном случае падение цен на экспортную продукцию приведёт к сокращению производственных программ «по всей линейке». Рухнет строительная «пирамида», а вслед за ней уменьшится производство железобетона, сократятся железнодорожные перевозки, уменьшится спрос на потребительские товары со стороны строителей, металлургов, железнодорожников. Мы столкнёмся с эффектом экономической демультипликации (в лёгкой дымке за спиной у автора статьи проступает портрет Дж. М. Кейнса).

...

Одна из самых главных особенностей российской экономики заключается в том, что в силу сочетания природных (огромные расстояния, суровый климат) и человеческих (инерционность мышления, необходимость постоянного стимулирования) факторов для начала подлинного, долгосрочного роста, стране нужна мощная «встряска» по образцу той, которая имела место при Петре I или при Сталине. Речь идёт не о репрессиях или принудительных госработах, а о продуманной программе экономического развития. Причём не обязательно она должна быть глубоко детализирована, нет, не это должно являться её главной отличительной особенностью. Самое важное, чтобы эта программа просто была БОЛЬШОЙ и, чтобы в качестве руководящего органа, а также органа, ответственного за её реализацию выступало ПРАВИТЕЛЬСТВО. Прошу у читателя прощения, за то, что я повторяю всем давно известные тезисы, которые давно уже набили оскомину на устах. Но без такой программы настоящий рост экономики в России не начнётся. К сожалению, в процессе реформирования мы бездумно скопировали англо-американскую модель управления экономикой, при которой государство дистанцируется практически от всего, а экономическое развитие пущено на самотёк. В тех же США такая система хорошо работала до кризиса 30-х гг. и в 50-х – 70-х гг. XX в. В России же она просто не работает» [].

Читатель должен понимать, что любой позитив, исходящий от Правительства и направленный на увеличение инвестиций в экономику страны – либо за счёт иностранных инвестиций, либо за счёт стабфонда – вызовет рост курсов ценных бумаг. Во-первых, инвестиционная активность загрузит либо уже имеющиеся производства, либо создаст новые. Во-вторых, часть денег попадёт на фондовый рынок напрямую. Последствия этого бывают весьма для него благотворными.

Начав разговор о фундаментальном анализе рынка, авторы достаточно быстро поняли, что тема эта очень обширная и для начинающего инвестора нет смысла вникать во все её тонкости. Мы постарались несколькими мазками, в духе импрессионистов, наметить основной сюжет картины. В противном случае нам пришлось бы написать о фундаментальном анализе целую книгу объёмом 500-600 страниц, в которой речь бы, скорее всего, пошла об экономике вообще, в широком понимании этого слова. Вот вам простой пример. Разбирая такой вопрос, как инвестиционная активность в стране, мы вынуждены были бы рассказать о видах инвестиций, об их окупаемости, сроках реализации, динамике привлечения, сальдо притока и оттока, о влиянии всего этого на конкретные отрасли и подотрасли, а также на конкретных эмитентов. Возможно, какие-нибудь закоренелые «профи» и нашли бы там для себя кое-что – возможно, даже объект для критики, – но широкая масса читателей быстро заскучала бы. Народ подумал бы: нам обещали увлекательный и интересный рассказ, литературное «бистро», а мы получили толстую и занудную книгу; а где польза ото всего этого? Ведь главное – это финансовый результат.

Именно поэтому в настоящей главе мы решили сосредоточить своё (и ваше) внимание на самом главном, памятуя об известной поговорке: «изящество оставьте сапожникам».

Если вернуться к госбюджету, то про него следует сказать вот что. Если он дефицитный – добра не жди. У государства мало денег, чтобы покрыть свои расходы. Налоги собираются плохо, капитал бежит из страны. Будет ли фондовому рынку в этой ситуации хорошо? Конечно, нет. Помните, что на фондовый рынок деньги попадают в последнюю очередь, а изымаются в первую. Если с экономикой неладит, кто же будет тащить деньги на биржу и вкладывать их в ценные бумаги? И даже если бы такие молодцы нашлись бы, откуда они взяли бы деньги? Ведь своих, кровных, хватает только на то, чтобы покрыть текущие затраты. Не до жиру, быть бы живу. К тому же если государство для покрытия бюджетного дефицита выпускает облигации, то оно тем самым увеличивает предложение бумаг на рынке. Следовательно, котировки акций и облигаций проседают. Нам вспоминается весна 1996 г., когда для финансирования избирательной компании по выборам президента государство стало занимать большие деньги на рынке ГКО/ОФЗ. Уж очень хотелось нашей правящей элите, чтобы у власти остался Б. Н. Ельцин. А откуда можно было быстро взять деньги? – С фондового рынка, конечно же. В результате котировки гособлигаций просели столь сильно, что в один из дней на вторичном рынке по одному из выпусков то ли ГКО, то ли ОФЗ была достигнута доходность в 250% годовых! Задумайтесь над этим, уважаемый читатель.

Наоборот, бюджет профицитный – великое благо для рынка. Государственные доходы превышают государственные расходы. Экономика работает более-менее стабильно. Налоги платятся исправно. Финансовый рынок насыщен деньгами (вспомним макроэкономический агрегат M2). В этих условиях котировки ценных бумаг, как правило, растут. Что самое интересное, эти закономерности работают не только «у нас», но и «у них». Так, например, при президенте Клинтоне в течение ряда лет американский государственный бюджет формировался с устойчивым профицитом. А при президенте Буше, наоборот, с дефицитом. Это различие отражалось и на фондовом рынке. Посмотрите, как он рос в 90-е гг. XX в., и что с ним стало в начале века XXI. Это, как говорят в Одессе, две большие разницы.

Следующий показатель, о котором бы мы с вами хотели поговорить – это ставка рефинансирования. Ставка рефинансирования – это ставка в процентах годовых, под которую Центральный банк выдаёт кредит коммерческим банкам. Являясь важнейшим макроэкономическим регулятором, ставка рефинансирования оказывает определённое воздействие и на фондовый рынок, однако характер этого воздействия не прямой, а опосредованный. В общем случае: чем выше ставка, тем ниже цены и наоборот. Указанная закономерность хорошо прослеживается на рис. 18, где изображена динамика ставки рефинансирования с 24 октября 1995 г.

Более подробно механизм влияния ставки рефинансирования на фондовый рынок может быть описан следующим образом. Высокая ставка – это дорогие кредиты. Раз кредит дорог, то берут его немногие. Кроме того, говоря о ставке рефинансирования, нельзя упускать из виду также срок, на который выдаются кредиты. Высокая ставка рефинансирования свидетельствует об общей экономической и политической нестабильности в обществе. Поэтому банки стараются по возможности кредитовать краткосрочные инвестиционные проекты – в основном торговлю и сферу услуг. При этом финансирование средне- и долгосрочных проектов существенно урезается. А без таких проектов экономика в полную силу функционировать не может. У крупных корпораций начинаются проблемы с привлечением денег на реконструкцию и модернизацию. Будет ли у инвесторов интерес к акциям таких корпораций?

Высокий процент и относительно небольшой срок, на который выдаётся кредит, не стимулируют инвесторов вкладывать деньги в ценные бумаги, кроме случаев, когда доходность по ним явно «зашкаливает» (вспомним случай с доходностью ГКО и ОФЗ).

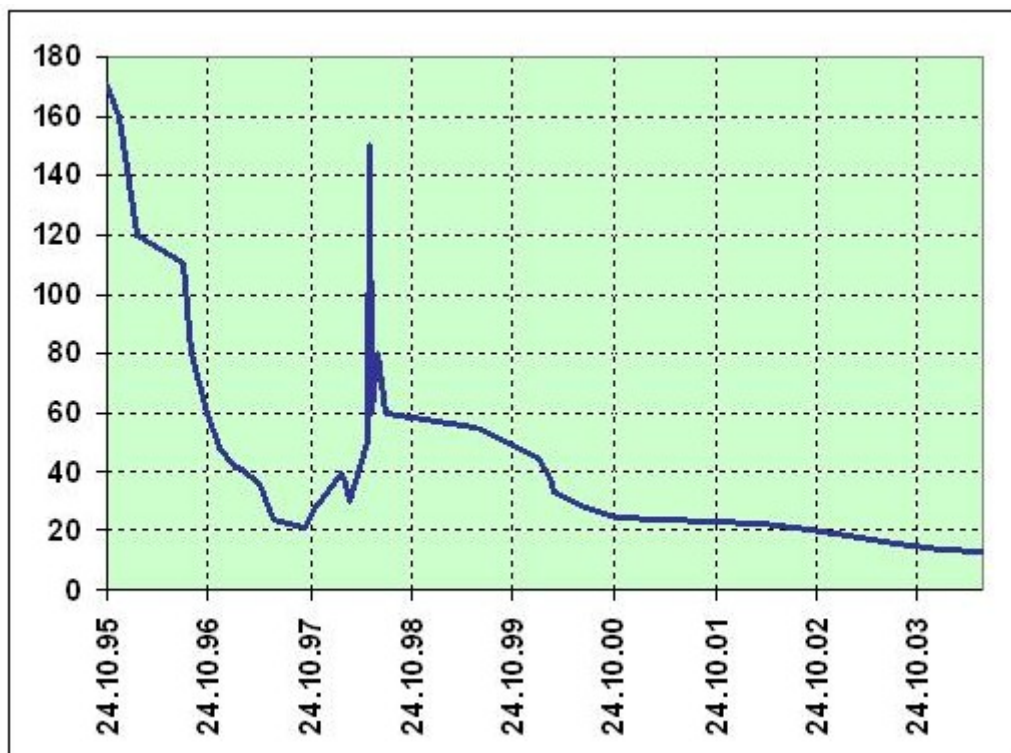


Рис. 18. Ставка рефинансирования ЦБ РФ, % годовых. 24.10.1995 – 15.06.2004 г. Источник: www.cbr.ru.

Наоборот, такие условия кредитования вынуждают держателей ценных бумаг в спешном порядке с ними расставаться, чтобы погасить платежи по кредитам. В результате фондовый рынок лихорадит, и периоды роста и относительной стабильности сменяются периодами падения. Такая ситуация была характерна для российского финансового рынка 90-х годов XX в.

При низкой ставке рефинансирования дела в экономике обстоят более-менее хорошо. Промышленные предприятия охотно пользуются дешёвыми кредитами для обновления основного производства. Деньги даются «в долгую», поэтому возникает возможность финансирования отраслей с длительным производственным циклом. Низкие ставки и длительные сроки предоставления кредитов стимулируют инвесторов часть денег вкладывать в ценные бумаги. При этом у торговца нет необходимости при первом же случае продавать бумаги и выводить деньги с рынка. Так как кредит долгий, то инвестор может и переждать период неблагоприятной конъюнктуры. Поэтому рынок становится более устойчивым. Подобная ситуация доминировала в российской экономике в начале XXI в.

Следует отметить, что резкие колебания ставки рефинансирования в основном характерны для неустойчивых экономик, к которым до недавнего времени западные эксперты относили и российскую. В индустриально развитых странах ставки рефинансирования уже давно держатся на очень низком уровне. Так, например, в мае 2005 г. учётная ставка ФРС США находилась на уровне 3% годовых, а европейского Центрального банка – на уровне 2% годовых. В таких условиях изменение уровней ставок даже на 0,25% воспринимается участниками рынка довольно серьёзно. Увеличение ставок, как уже выше было сказано, приводит к падению рынка, а уменьшение – к росту. В данном процессе, помимо соображений макроэкономического характера, о которых речь шла выше, важную роль играет переток денежного капитала между сегментами финансового рынка. При росте ставок понижаются цены облигаций, и они становятся более доходными. Кроме того, в этом случае растёт ставка привлечения денег на депозиты коммерческих банков. Поэтому часть денег уходит с вторичного рынка акций и попадает на рынок облигаций и на рынок

банковских депозитов. При понижении ставок вырисовывается следующая картина. Любители высоконадёжных инвестиций по-прежнему покупают дорогие облигации и размещают временно свободные деньги на банковских депозитах. Однако некоторые любители острых ощущений начинают переводить свой капитал на рынок акций, поэтому они растут.

Вам, уважаемый читатель, следует знать, что ставка рефинансирования устанавливается Центральными банками соответствующих стран и является важнейшим инструментом регулирования рыночной экономики. На конкретную величину ставки оказывает влияние большое количество макроэкономических показателей, среди которых в первую очередь следует упомянуть об инфляции и росте цен.

С точки зрения экономической науки инфляцией называется снижение покупательной способности денег, которое проявляется в повсеместном повышении цен. Низкая инфляция – это низкие процентные ставки, а высокая инфляция – это высокие процентные ставки. Это вам скажет любой банкир. Следует различать инфляцию и рост цен, который может быть неинфляционным. Например, промышленное предприятие освоило выпуск новой модификации продукции, в производстве которой были использованы новые, более дорогие технологии. В то же время по сравнению со старыми образцами новая продукция обладает повышенными характеристиками. Рост цен на этот товар, вызванный использованием новой технологии, будет неинфляционным.

В масштабах всего общества цены могут расти как вследствие инфляции, так и вследствие причин, описанных выше. Отличить одно от другого бывает очень сложно. Поэтому современные экономисты, фактически, приравнивают инфляцию и рост цен, хотя, строго говоря, это не совсем правильно с точки зрения, как формальной логики, так и макроэкономики.

Авторы придерживаются точки зрения, согласно которой инфляция вызывается в основном увеличением денежной массы, находящейся в обращении. В буквальном переводе с латинского “inflatia” означает «вздутие», то есть, переполнение каналов денежного обращения избыточными деньгами. Таким образом, конечную ответственность за инфляцию несёт Центральный банк. Однако эта мысль не совсем верна, так как, помимо инфляции спроса (инфляция покупателей) существует и инфляция предложения (инфляция продавцов). Она возникает из-за того, что производители и продавцы товаров и услуг начинают поднимать цены на свою продукцию, так как их издержки растут по независящим от них причинам. Например, цены на сельскохозяйственную продукцию могут быть повышены из-за роста цен на бензин и дизельное топливо. На инфляцию влияют также курсы иностранных валют. Если они растут, то импортёры вынуждены повышать рублёвые цены на импортную продукцию, чтобы «отбить» свои затраты.

Экономисты считают, что умеренная, или, как её ещё называют, ползучая инфляция не опасна и даже полезна, так как повышает выручку предприятий и их способность возвращать кредиты. Такая инфляция в основном вызывается увеличением денежной массы – агрегата M2. Часть избыточных денег в этом случае оседает на фондовом рынке, что вызывает рост котировок.

А вот галопирующая инфляция и гиперинфляция, хотя также вызываются в основном ростом денежной массы, куда более опасны, так как они, в конечном итоге, разрушают и экономику, и фондовый рынок.

Государство использует разные инструменты борьбы с инфляцией. Наиболее парадоксальным из них является ... повышение процентных ставок. Вы можете спросить, как это так, ведь выше вы утверждали, что «низкая инфляция – это низкие процентные ставки, а высокая инфляция – это высокие процентные ставки»? Дело тут вот в чём. Если инфляция низка, то процентные ставки тоже низки. Но что делать, если инфляция начала расти? В этом случае, повышая ставку рефинансирования, Центральный банк уменьшает



спрос на кредиты. А раз так, то темпы прироста денежной массы уменьшаются, так как Центральный банк при выдаче кредита всё реже эмитирует новые деньги – спрос то на кредиты падает. В результате инфляционный рост цен стопорится.

Однако в целом механизмы образования инфляции и борьбы с ней достаточно сложны, и мы не хотим перегружать ваше сознание. Нам с вами надо знать, что любые меры по борьбе с инфляцией оказывают благотворное влияние на рынок. Исключение составляют лишь те варианты, при которых искусственно сдерживается или даже сокращается денежная масса – агрегат М2. В этом случае начинается вывод денег с фондового рынка с последующим падением котировок.

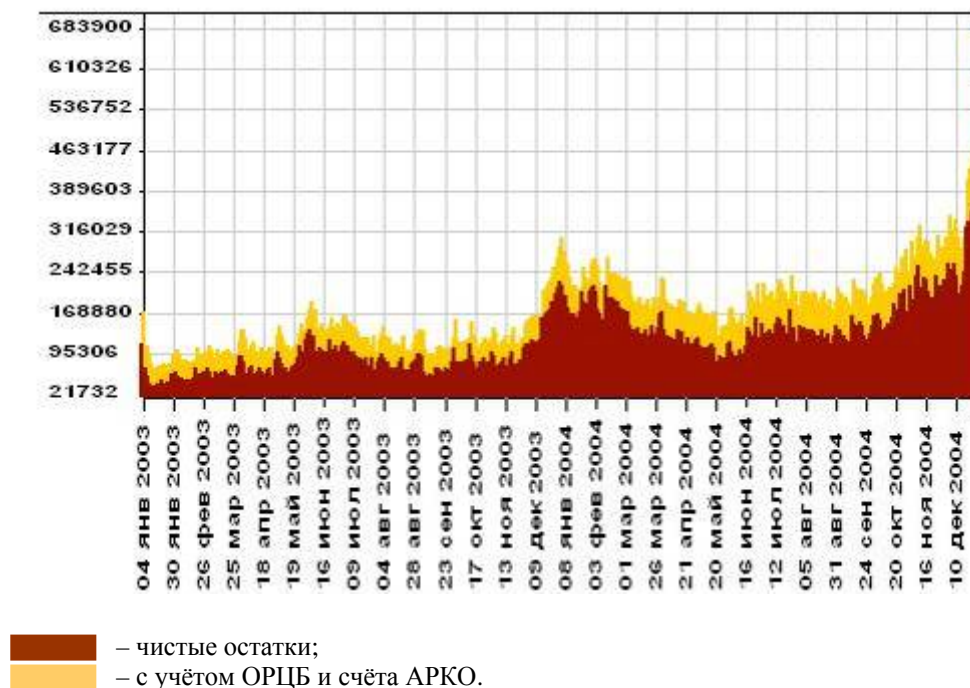
Выше мы неоднократно говорили о Центральном банке и его роли на фондовом рынке. Но нам нельзя забывать и о коммерческих банках, без которых, наверное, рынок не был бы рынком. Коммерческие банки достаточно широко представлены на фондовом рынке России. В основном они совершают операции на рынках векселей и облигаций. Их доля на рынке акций не так велика, однако и там в некоторых случаях они способны «делать погоду». Коммерческие банки связаны друг с другом разнообразными финансовыми отношениями. Благополучие одного банка зависит от положения дел в других банках. Почему это так? Дело в том, что в современной экономике банки очень часто кредитуют друг друга, а также осуществляют разнообразные межбанковские расчёты.

Взаимное кредитование банков осуществляется на рынке межбанковских кредитов (МБК) или, как его называют финансисты, на межбанке. Если по каким-либо причинам на рынке МБК начинается кризис, симптомами которого являются рост ставок, потеря взаимного доверия и проблемы с ликвидностью, коммерческие банки начинают изымать деньги из самых доступных активов, к коим принадлежат ценные бумаги (в особенности пресловутые «голубые фишки») и затыкать этими деньгами дыры на межбанке, что приводит к падению котировок ценных бумаг; кроме того, в таких условиях затрудняется кредитование агрессивных спекулянтов. Напротив, стабильная ситуация на межбанке, низкие проценты и высокая ликвидность являются благодатной почвой, на которой всходят свежие побеги восходящих тенденций.

Помимо межбанка, аналитик должен ещё смотреть на такой важный показатель, как остатки на корреспондентских счетах коммерческих банков в Центральном банке. Что это за остатки, и в чём их финансовый смысл? Дело в том, что часть собственных средств у коммерческих банков должно быть свободными. Эти деньги банк держит наготове, на всякий случай. За счёт этих денег банк может рассчитываться с другими банками. Как выше уже было сказано, эти деньги находятся на корреспондентских счетах в Центральном банке. Если взять и просуммировать все эти величины по всем коммерческим банкам, то мы и получим сумму остатков. Остатки на корсчетах являются одновременно и макроэкономическим индикатором наличия свободных денег у банков и своеобразным резервуаром. Следует помнить, что величина остатков на корсчетах считается с учётом стационарной денежной массы фондового рынка (остатки с учётом ОРЦБ – организованного рынка ценных бумаг).

Резкие рывки индекса РТС вверх (май-июнь 2003 г., февраль-март 2004 г.) происходили на фоне высокого уровня денег на корсчетах (см. рис. 10 и 19). С другой стороны, при высоких остатках в некоторых случаях рынок падал. Следует также отметить, что при низком уровне остатков рынок чаще падает или стагнирует, чем растёт. Почему это так? Дело тут в том, что чёткой взаимосвязи между уровнем остатков на корреспондентских счетах и динамикой фондового рынка не существует. Иногда между исследуемыми показателями прослеживается определённая зависимость, а иногда нет. При высоких уровнях остатков часть свободных денег может попасть на фондовый рынок, а может и нет. Если деньги выводятся с рынка, то они могут попасть на корсчета, а могут и нет. Если уровень остатков низок, то банки испытывают проблемы с денежной ликвидностью. В этих

условиях сомнительно, чтобы они начали лихорадочную скупку акций и облигаций. Скорее наоборот, они будут сбрасывать ценные бумаги.



**Примечание:** ОРЦБ – организованный рынок ценных бумаг; АРКО – агентство по реструктуризации кредитных организаций.

**Рис. 19.** Динамика остатков на корреспондентских счетах банков в ЦБ РФ (млрд. руб.) за 2003-2004 гг.

Источник: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).

Авторы книги никоим образом не хотят запутать читателя, посвящая его во все эти тонкости функционирования межбанковских расчётов. Просто мы придерживаемся следующего принципа: обо всех факторах, которые могут как-то повлиять на котировки ценных бумаг мы должны сообщить читателю. А уже его дело – принять эту информацию к сведению, или пропустить. Наше дело – предупредить.

При проведении фундаментального анализа рынка следует помнить о том, что сами по себе те или иные фундаментальные факторы из числа перечисленных выше не двигают рынок. Самое главное – поведение инвесторов, приток или отток капитала с рынка. Авторы книги солидарны с известным американским специалистом по анализу рынка Мартином Прингом, который в интервью журналу «Валютный спекулянт-Active Trader» высказался в том духе, что:

«Обычно рынки делают то, что, судя по состоянию среды, должно произойти, но так бывает не всегда.

Ценовые тренды приводятся в движение психологией толпы, и потому акции совсем не обязательно реагируют на фундаментальные факторы. Цены акций определяются восприятием фундаментальных параметров игроками рынка – а не самими фундаментальными параметрами. Иначе как вы объясните такую ситуацию, которая произошла с «пятидесяткой» (популярная группа акций, считавшихся голубыми фишками, которая обрушилась в начале 70-х годов)? Каждый год их прибыли росли – это акции, по которым нужно было принимать всего одно решение. Но в 1973 г. они достигли вершины и не смогли прийти к новым максимумам в течение десяти лет, несмотря на рост прибыли. Имело значение именно отношение рыночных игроков к прибыли, а не сама прибыль» [].

Вместе с тем, авторы считают, что «психология толпы» – дело тонкое. Пресловутая «толпа» порой сама не знает, чего она хочет. Метания «толпы» хорошо видны на графиках, отражающие поведение того или иного актива в прошлом. Однако её поведение в будущем – большая загадка. Графиков движение цен в будущем ещё не изобрели ... Поэтому целесообразно обращать внимание на приток и отток денег с рынка.

В этом плане очень важным показателем представляется чистый вывоз капитала частного сектора из страны. На рис. 20 вы видите его динамику с 1994 г. по 2004 г.

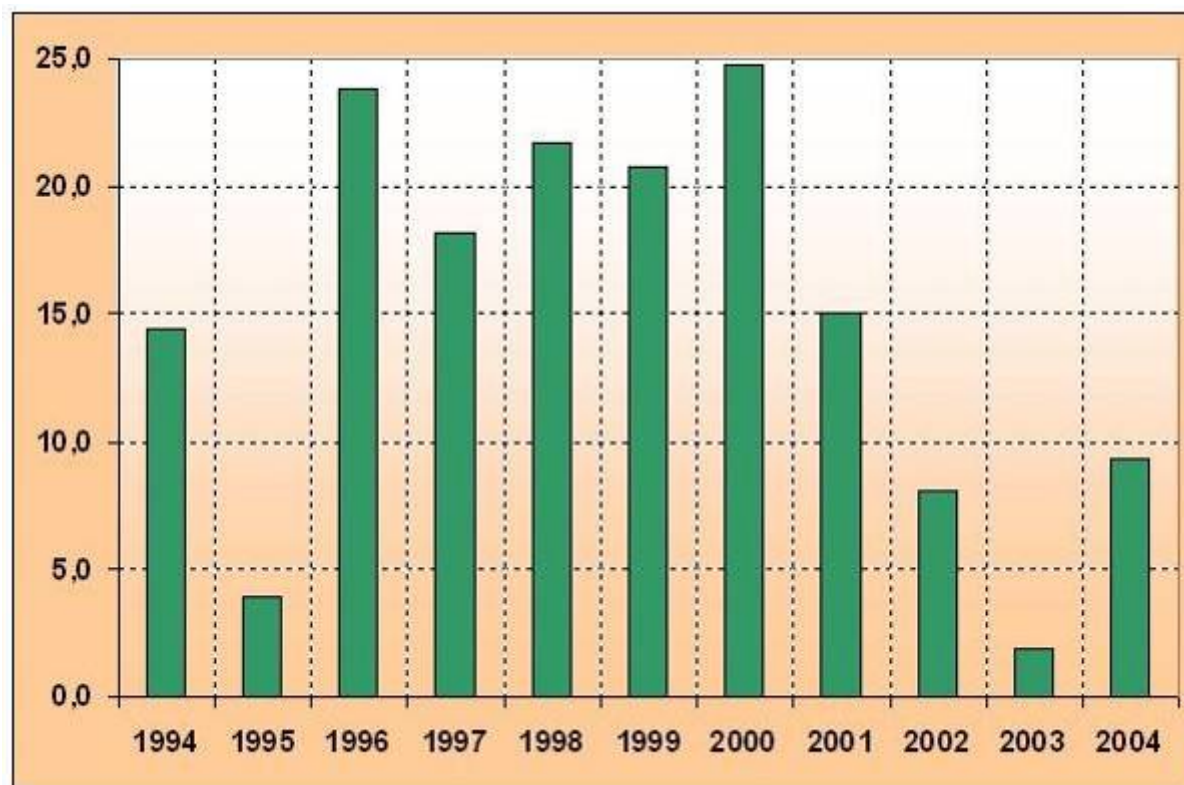


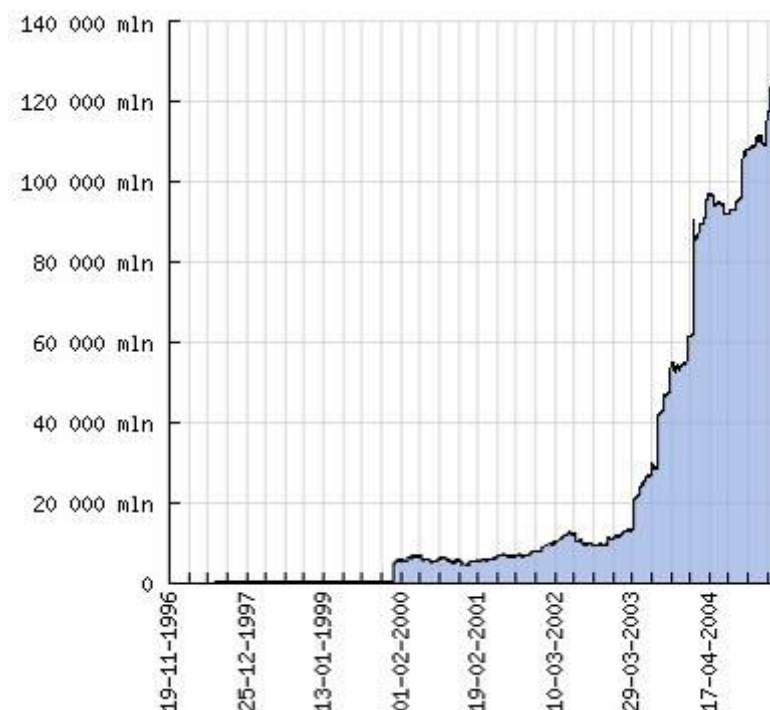
Рис. 20. Чистый вывоз капитала частного сектора, млрд. долл. США. 1994-2004 гг. Источник: www.cbr.ru.

Частный капитал – субстанция весьма подвижная. Рыба ищет, где глубже, а частный капитал – где лучше. Годы с 1996 по 2000 характеризовались рекордными объёмами вывоза частного капитала. Уж очень неуютно было ему в нашей стране. На эти годы пришлось, наверное, самые драматические события на нашем рынке – обвальное падение и дефолт по государственным облигациям. В дальнейшем темпы вывоза капитала сокращались. Благодатный для фондового рынка 2003 г. характеризовался рекордно низким объёмом вывоза капитала. А вот в 2004 г. ситуация изменилась. Это сразу же отразилось и на котировках ценных бумаг. Механика действия этого показателя на рынок следующая. Когда частный капитал бежит из страны, его владельцы продают ценные бумаги и выводят деньги с рынка. Это приводит к падению цен. Когда наоборот, частный капитал ввозится в страну, некоторая его часть оседает на фондовом рынке, что приводит к росту цен. В случае же, если темп вывоза капитала из страны относительно невелик (как это было в 2003 г.), этот показатель на фондовый рынок практически не влияет, то есть, инвесторы не продают бумаги в массовом количестве. Это обстоятельство оказывает рынку существенную поддержку.

Следует помнить, что термины «ввоз капитала» и «вывоз капитала» являются весьма условными. В воображении неискушенного читателя возникает образ предпринимателя, протаскивающего через таможню в аэропорту «Шереметьево» чемоданы с долларами и евро.

Или, того хуже, чемоданы с рублями. На самом деле всё несколько прозаичнее. Дело в том, что капитал частных инвесторов не столько вывозится из страны, сколько не попадает в неё. Представим себе на минуту, что мы экспортируем за рубеж лес. Торговля ведётся в долларах. Следовательно, счета покупателя и продавца открыты в американских банках. Железнодорожный состав с лесом пересекает границу. На счёт продавца поступает некоторая сумма в долларах. Если он не хочет оставлять капитал в России, то он будет всеми правдами и неправдами стараться остаться в иностранной валюте. Состав с ценным сырьём уже ушёл, а деньги в страну обратно не пришли. Поэтому, говоря о чистом вывозе капитала частным сектором, надо понимать, что это вывоз не столько долларов или рублей, сколько вывоз широкой номенклатуры экспортных товаров.

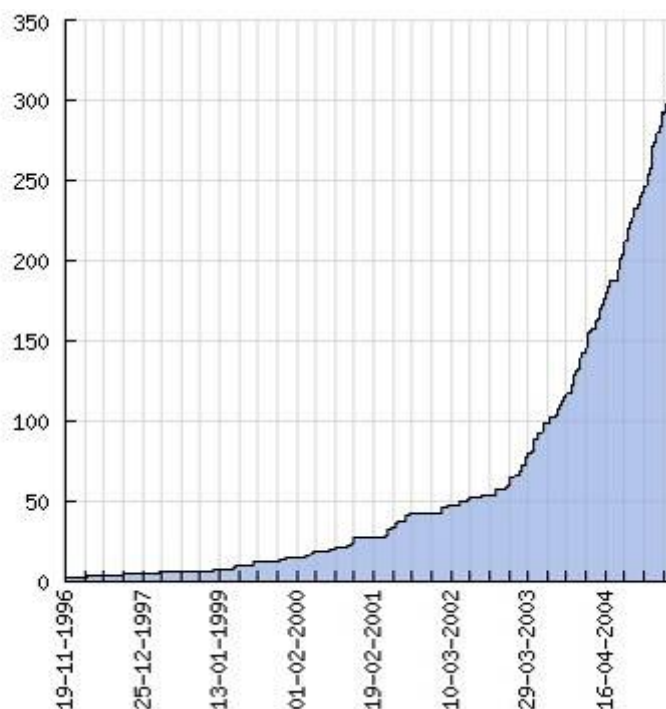
Фондовый рынок подпитывается не только за счёт трансграничного движения капитала частного сектора, но и за счёт внутренних источников, важнейшим из которых являются временно свободные денежные средства граждан и предприятий, попадающие на рынок через ПИФы и ОФБУ. На рис. 21 и 22 представлены две диаграммы, отражающие этот процесс.



**Рис. 21.** Динамика стоимости чистых активов ПИФов (в млн. долл.) с 1996 по 2004 гг.

Источник: [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru).

Даже при первом, поверхностном взгляде на эти диаграммы видно, что «эпоха ПИФов» наступила в 2003 г., хотя эти институты коллективного инвестирования работают на нашем рынке с 1996 г. Резкий рост количества ПИФов и их стоимости чистых активов совпадает с ростом индекса РТС в 2003 г. Здесь имеет место положительная обратная связь: рост исследуемых показателей вызывает рост котировок, а рост котировок, в свою очередь, подталкивает население к вложениям в ценные бумаги, что вызывает рост показателей. В 2004 г. рост стоимости чистых активов ПИФов затормозился, что, вне всякого сомнения, сказалось и на фондовом рынке.



**Рис. 22.** Динамика количества работающих ПИФов (шт.) с 1996 по 2004 гг.  
Источник: [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru).

Хотя две данные диаграммы способны оказать определённую помощь аналитику, следует понимать, что на динамику стоимости чистых активов ПИФов оказывает влияние не только приток/отток капитала инвесторов, но и рост или падение самого рынка. Было бы интересно отследить движение денег инвесторов отдельно от остальных факторов, то есть отследить динамику продажи и выкупа паёв ПИФов.

Говоря о страновых факторах, влияющих на рынок, необходимо также упомянуть о процессе реструктуризации собственности внутри корпораций. Если этот процесс интенсивен, то на фондовом рынке наблюдается хороший объём торгов и резкие колебания цен. Если этот процесс является вялотекущим, то на фондовом рынке тишь да гладь. Механика влияния этого фактора на рынок следующая. При реструктуризации собственности происходит процесс перераспределения акций между определённым кругом собственников. Кто-то покупает, кто-то продаёт. Часть сделок происходит на внебиржевом рынке (особенно это относится к крупным пакетам), а часть – на биржевом. Если с целью увеличения своей доли в уставном капитале потенциальные собственники начнут скупать акции на вторичном рынке, то это вызовет резкий рост котировок. Типичными примерами такого роста являются:

- ✓ рост обыкновенных акций «Мосэнерго» (июль-октябрь 2004 г., главный покупатель – ОАО «Газпром»).
- ✓ рост обыкновенных акций «ЛУКОЙла» (декабрь 2004 г. – август 2005 г., главный покупатель – американская нефтяная компания «Conoco Phillips»).
- ✓ рост привилегированных акций «Сбербанка» (июль-август 2005 г., главные покупатели – иностранные инвесторы).
- ✓ рост обыкновенных акций «Газпрома» (июль-август 2005 г., по сообщениям прессы, главный покупатель – структуры, близкие к жене мэра Москвы Елены Батуриной).

В случае, если крупные собственники начнут в массовом порядке избавляться от принадлежащих им бумаг, то котировки акций падают. И причём очень сильно. Типичный пример – падение акций «Норильского никеля» в ноябре-декабре 2004 г.



А теперь настало время поговорить о влиянии на наш рынок внешних по отношению к России экономических и политических факторов. Ещё во времена СССР наша экономика зависела от конъюнктуры мировых рынков, тем паче в день сегодняшний такая зависимость своё влияние оказывает. Реалии настоящего времени таковы, что экономика России является частью мировой экономики, хотя выход нашей страны на просторы интернациональных рынков был не совсем удачным. В мировой системе разделения труда нашим предприятиям уготована незавидная роль поставщиков минеральных ресурсов для нужд более развитых в технологическом отношении стран. И пусть читателя не смущает то обстоятельство, что цены на эти сырые товары в последнее время очень сильно росли – такое положение вещей не есть прочный фундамент для благосостояния общества, ибо ценовая конъюнктура на сырьевых рынках есть величина переменная, и периоды бурного роста сменяются периодами не менее сильного падения. Справедливая и законная гордость наших читателей за Отечество своё утверждением авторов о том, что «нашим предприятиям уготована незавидная роль поставщиков минеральных ресурсов» весьма сильно могла быть задета, однако ж, в таком положении вещей мы сами виноваты.

Здесь авторам хотелось бы немного пофилософствовать о судьбах Отчизны многострадальной нашей. Во времена достославного Союза в нашей стране был накоплен огромный опыт строительства и эксплуатации самых современных в технологическом плане производств (особенно это относится к сфере военно-промышленного комплекса). Однако последовавший распад сверхгосударства и общая системная дезинтеграция привели к тому, что многие сии производства весьма быстро в полнейший упадок пришли. А наоборот, бурное развитие мы наблюдать стали там, где раньше, образно выражаясь, бурьян да полынь цвели – то есть, в сфере услуг, розничной торговли, жилищного строительства, развлечения и досуга. Постепенно наша страна выпала из технологической гонки. Мы просто сошли с дистанции. Наши люди махнули рукой на все эти высокие технологии. Те же, кто очень сильно хотел этим заниматься, просто уехали на Запад. Таким образом, в настоящий момент, по большому счёту, у нас в стране по-настоящему работает в полную силу упомянутые выше отрасли сферы услуг, торговли, домостроительства и индустрия развлечений плюс всё то, что ориентировано на экспорт.

Более того, наше правительство совершенно смирилось с таким положением вещей, занимаясь переделом собственности в свою пользу и мелкими интригами. Как орган макроэкономического регулирования и стимулирования оно практически не выступает. Такое положение на руку крупным западным (и восточным) корпорациям, которые волею судеб оказались избавлены от опасных конкурентов. Соответственно, этот макроэкономический фон (бэкграунд, как говорят американцы) дымится за спиной нашего фондового рынка, в немалой степени определяя его своеобразие.

Важнейшим внешним фактором, влияющим на наш рынок, является мировая цена на нефть. Если она растёт, то котировки акций российских нефтяных компаний, а заодно с ними и весь рынок, растут. Если цена на нефть падает, то котировки падают. В некоторых случаях наблюдаются отступления от этого правила, однако, это происходит очень редко. Механика этого процесса такова. Нефть является важнейшим экспортным товаром России. Выручка от её реализации на мировом рынке подпитывает не только бюджеты нефтяных компаний, но и государственный бюджет. Поэтому рост цен на нефть приводит к росту доходов корпораций и к росту доходов государственного бюджета. А эти обстоятельства являются очень сильными положительными факторами. Не следует также сбрасывать со счетов следующее обстоятельство. Если после уплаты налогов нефтяная компания решит продать на валютном рынке часть выручки и получить рубли, то при отсутствии адекватного рублёвого предложения Центральный банк будет вынужден эти самые рубли эмитировать, что приведёт к увеличению денежной массы (макроэкономического агрегата №2 – о нём мы уже

говорили выше). На рис. 23 изображён график цен фьючерсов на светлую сырую нефть, которые торгуются на Нью-Йоркской коммерческой бирже:



Рис. 23. Динамика фьючерсных цен на светлую сырую нефть. Месячный масштаб, 1996-2005 гг., NYMEX.

Корреляция с динамикой индекса РТС (см. рис. 15) налицо. Цены на газ, топочный мазут и бензин тоже важны, но их влияние на российский рынок не столь существенно, как цены на нефть. Следует помнить о важном правиле: если вы торгуете акциями какого-то предприятия, относящегося к сырьевой группе, обязательно отслеживайте динамику мировых цен на соответствующее сырьё. На рис. 24 вы видите динамику мировых цен на никель (по данным Лондонской биржи металлов – мирового центра по торговле цветными металлами) за период с августа 2003 г. по август 2005 г., а на рис. 25 – динамику цены акций «Норильского никеля» за тот же период. Заметна достаточно сильная корреляция между этими двумя ценами. Особенно сильной она была в период с августа 2003 г. по январь 2004 г.

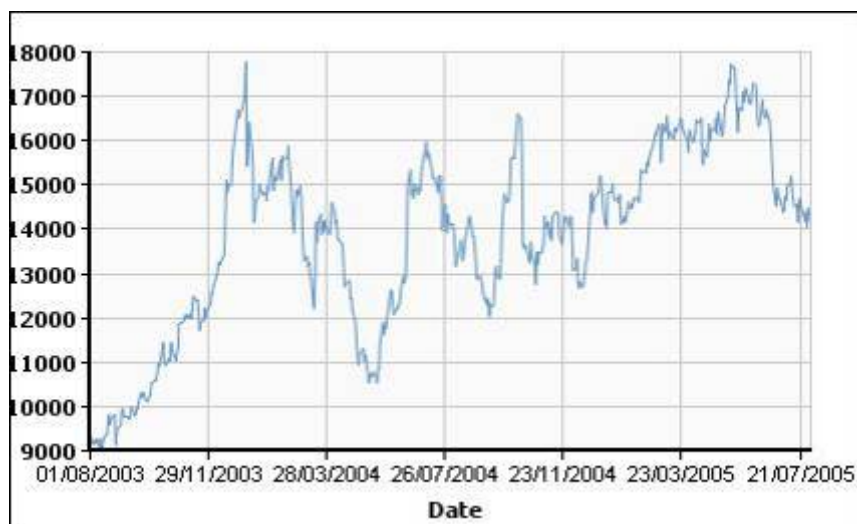


Рис. 24. Динамика цен на никель. ЛБМ, август 2003 г. – август 2005 г.



Рис. 25. Динамика курса обыкновенных акций ГК «Норильский никель». ММВБ, август 2003 г. – август 2005 г.

Помимо цены на сырьё, вторым важнейшим фактором, на который следует обращать внимание, являются цены на АДР на российские акции и облигации, торгуемые за рубежом. В начале книги мы уже обращали внимание читателей на то, что наш рынок фактически расколот на два сектора по географическому принципу. Для большинства наших участников динамика АДР является важнейшим ориентиром. Куда цена АДР, туда и цена наших бумаг. По нашему мнению, этот феномен с одной стороны психологический – сказывается потребность в лидирующем индикаторе, а с другой – феномен сугубо финансовый, так как на

рынках действует правило арбитража, которое гласит, что на двух географически разделённых площадках цены имеют тенденцию к схождению (если, конечно же, не существует препятствий для свободного передвижения бумаг от одной площадки к другой, как то было, например, до либерализации акций «Газпрома»). Надо также понимать, что на динамику отечественных акций и облигаций большое влияние оказывает общий настрой западных инвесторов, а также их позиция по отношению к развивающимся рынкам, куда зарубежные специалисты отнесли и наш рынок. В этом плане весьма характерный пример являют нам события осени 1997 г., когда в странах Юго-Восточной Азии разразился финансовый кризис, сопровождавшийся падением курса национальных валют и масштабной эвакуацией инвестиционного капитала. Этот кризис затронул и российский рынок, хотя, казалось бы, между нами и Юго-Восточной Азией тогда не было сколько-нибудь ощутимых финансовых и экономических связей. Однако именно в этот период наш рынок акций и облигаций вступил в фазу затяжного пике, которое закончилось августом 1998 г. Многие аналитики сошлись во мнении, что российский рынок начал падать «за компанию» с азиатскими, и в этом падении большую роль сыграла психология инвесторов, поддавшихся панике.

В настоящее время наблюдается определённая корреляция между динамикой ведущих западных фондовых индексов и состоянием российского рынка. Нередко даже незначительное изменение индексов семейств “Dow-Jones” и “S&P” вызывает аналогичную ответную реакцию индексов РТС и ММВБ. А уж если начинается какая-либо сильная тенденция на рынках ценных бумаг развивающихся стран, то тут экстремальной волатильности нашему рынку не избежать. Можно также констатировать некоторую связь нашего рынка с европейским рынком; впрочем, несмотря на то, что Европа ныне – единый континент с единой валютой, понятие «европейский рынок» остаётся плюралистичным и говорить о какой-то устойчивой связи между нами и Европой пока не приходится.

Важным фактором являются также разнообразные рейтинги – кредитные, инвестиционные, страновые и прочие, которые присваиваются эмитентам, ценным бумагам и стране в целом тремя международными агентствами: “Standard&Poor’s”, “Moody’s” и “Fitch”. Эти рейтинги отражают динамику совокупности самых различных факторов. Рейтинг представляет из себя некоторую оценку соотношения доходности и рискованности вложений в ту или иную ценную бумагу, основанную на статистике прошлых периодов и на прогнозе на будущее. Правило здесь очень простое: чем выше рейтинг, тем выше цены, и наоборот. Следует отметить, что повышение или понижение рейтингов влияет в основном на западных инвесторов.

Ценные бумаги с наивысшим рейтингом (категория “А”), как правило, отличаются чрезвычайно высокой степенью надёжности и приемлемым уровнем доходности. К категории “А” обычно относят государственные облигации, а также корпоративные облигации и привилегированные акции «голубых фишек». Ценные бумаги, занимающие в рейтингах наивысшие строчки, охотно покупают крупные и консервативные инвесторы, такие, как банки, пенсионные фонды и страховые компании.

Рейтинг “В” чаще всего присваивается обыкновенным акциям и некоторым облигациям. Эти ценные бумаги имеют более высокую степень риска, но и большую доходность; они представляют интерес как для консервативных инвесторов, так и для агрессивно настроенных спекулянтов.

И, наконец, категория “С”. Это бумаги с очень большой степенью риска, но иногда на них можно крупно заработать. К ним относятся акции и облигации молодых, быстрорастущих компаний, фирм представляющих развивающиеся страны, а также государственные облигации стран «третьего» мира.

Рейтинги ценных бумаг периодически пересматриваются. Тот или иной актив может перемещаться внутри рейтингового списка как вверх, так и вниз. Так, например, облигации

ряда компаний из стран Юго-Восточной Азии после кризиса 1997 года переместились из категории “В” в категорию “С”. В середине 90-х годов XX в. российские ценные бумаги (как корпоративные, так и государственные) очень редко поднимались до категории “В”; в основном они входили в категорию “С”. А после дефолта на рынке гособлигаций и катастрофы на рынке акций в августе 1998 года, «нижний этаж» стал постоянным местом нашей прописки в международных рейтингах. В последнее время, правда, ситуация начинает понемногу меняться к лучшему – бумаги отечественных эмитентов медленно, но верно ползут вверх.

В настоящее время очень много говорят и пишут о глобализации и о том месте, которое в ней должна занять (или уже занимает) Россия. Следует сразу же разобраться в вопросе о том, что такое глобализация? Несмотря на то, что это слово уже буквально стало магическим, мало кто задумывается, а какой же процесс этим словом обозначается. По мысли авторов, глобализация – это процесс создания на планете абсолютно нового экономико-политического устройства, в основе которого лежит идея о доминировании крупных интернациональных корпораций над национальными правительствами. Последние обрекаются на выполнение чисто административных и бюрократических функций. В эпоху глобализации основное предназначение того или иного национального правительства – создание для «акул капитализма» комфортных условий обитания и ведения бизнеса в той или иной стране. Возникает своеобразная «конкуренция» правительств за финансовые ресурсы и даже за дружеское расположение финансово-промышленной элиты мира. При этом центр руководства, с функциями выработки и принятия решений, влияющих на весь планетарный экономический механизм, переносится в наднациональный орган власти, известный как «глобальный предиктор» или «мировое тайное правительство». Для читателей, более-менее эрудированных, эти утверждения не будут звучать так же пугающе, как для остальных. Дело в том, что классики марксизма-ленинизма ещё на рубеже XIX-XX вв. в своих работах показали, что современное им буржуазное государство фактически превратилось в служаку крупного капитала. В настоящее время эта тенденция достигла своего апогея, однако с той лишь разницей, что сейчас между элитой США, Европы и Японии нет прежних противоречий, которые в своё время привели к двум мировым войнам. Напротив, у них есть одна общая цель, во имя которой они «закрывают глаза» на то возникающие, то исчезающие трения по поводу дележа рынков сбыта, конкурентной борьбы и т.д. Эта общая цель – построение на Земле нового мирового порядка. Мы хотим сказать, что эта перспектива превращает, скажем, владельцев “Boeing” и “Airbus Industry” просто в союзников. Это, однако, не устраняет соперничества и конкуренции – куда ж им без них, но нам нужно понимать, что в своих попытках подавить и подмять под себя национальные правительства все эти «гиганты» и «монстры» будут действовать заодно.

На примере сегодняшней России мы можем воочию наблюдать последствия политики глобализации. В сфере экономики это почти полное разрушение высокотехнологических отраслей, прозябание на задворках мирового рынка некогда могущественного ВПК, дефицит внутренних ресурсов для инвестиций, крайне нерациональное использование средств стабилизационного фонда и золотовалютных резервов, которые используются не на благо собственного народа, а для рефинансирования пирамиды американских гособлигаций и многое, многое другое. В сфере внешней политики это генеральная линия на уступки всем и вся по всем направлениям. Венец всего этого – планируемое вступление России в ВТО, которое окончательно свяжет нашу страну по рукам и ногам и бросит к подножию трона новой планетарной верхушки. Нет смысла дополнительно указывать, что вся эта политика проводится «ими» через наше правительство вполне сознательно и целеустремлённо, что эта политика определённым образом проплачена – это и так видно.

Когда дракон глобализации проглотит Россию, точнее то, что от неё осталось, то население нашей страны обнаружит, что ему отведено место потребителя иностранных



товаров, получаемых в обмен на сырьё. При этом страна фактически потеряет свою независимость, так как будет очень сильно зависеть от импорта. Сельское хозяйство придёт в упадок, и чтобы не погибнуть с голода, мы вынуждены будем покупать продовольствие за границей; в это же время огромные сельскохозяйственные площади внутри страны будут незасеянными.

На примере отечественного фондового рынка мы уже сейчас можем наблюдать воплощение всех этих тенденций. Вкрапленный в общую систему мировых финансовых рынков, он потеряет всякую способность к самостоятельному движению и развитию, демонстрируя почти полную зависимость от заокеанских манипуляторов. Среднестатистический инвестор на таком рынке, как правило, будет терять деньги, ибо он не будет обладать доступом к инсайдерской информации, которая циркулирует «там», а не «здесь». Следует отметить, что уже сейчас информационная прозрачность рынка и его зависимость от новостного потока из-за рубежа превратилась в проблему №1 для российского инвестора. Привезли ли партию палладия в Японию из России? Повысят ли «ЛУКойлу» рейтинг? Как настроение брокеров на ЛБМ? Договорятся ли Путин и Буш о том то и о том то ... Бесконечная цепочка этих вопросов выстраивается в уме инвестора, требуя ответов. Но ответов нет, потому что у инвестора нет инсайдерской информации. Он узнает о том, привезли ли партию палладия в Японию из России позже всех, когда цены уже «отыграют» эту новость. Дело доходит уже до анекдотических ситуаций, когда в курилке на Мясницкой, 26 трейдеры обсуждают перспективы Мичиганского индекса настроения потребителей или рассказывают друг другу о перипетиях межплеменной борьбы в республике Кот-Дивуар (оная республика поставляет на мировой рынок до 40% какао-сырца и от исхода этой борьбы зависит цена на этот продукт). В общем, как пел В. С. Высоцкий:

«В жёлтой, жаркой Африке,  
В центральной её части  
Как-то раз вне графика  
Случилось несчастье».

Торгуя на российском рынке, приходишь к мысли о необходимости быть в курсе новостей со всего мира. В пору обучения К. С. Царихина в Государственной Академии управления, на вопрос заведующего кафедрой информатики, профессора Черкасова «Где твоя предметная область»? студенты отвечали: «Земной шар и его окрестности».

Выше мы уже говорили о том, что головы фундаментальных аналитиков работают в режиме хронического перегруза. Ситуация осложняется тем, что на рынок даже какой-то одной акции одновременно может воздействовать несколько разнонаправленных фундаментальных факторов. В учебно-практическом пособии К. С. Царихина «Рынок ценных бумаг. Часть I» (М., 2002) есть такой пример, который мы хотим здесь привести:

«Представьте себе, что вы купили пакет акций российской нефтяной компании «ЛУКойл» по 320 руб. за одну акцию. На следующий день вы узнаете следующие новости:

1. На вторичном рынке курс акций НК «ЛУКойл» упал до 310 руб.;
2. Налоговая полиция предъявила иск к «ЛУКойлу», связанный с неуплатой налогов;
3. Правительство РФ собирается внести в Государственную Думу проект постановления об увеличении налоговых сборов за экспортируемую нефть;
4. Компания «ЛУКойл» построила две новые бензозаправочные станции и спустила на воду танкер класса «река-море»;
5. На рынке межбанковских кредитов учётные ставки упали с 11,2% до 10,8% годовых;
6. Курс доллара на ММВБ вырос с 27,78 руб./\$ до 27,81 руб./\$;

7. Цена облигаций банка России практически не изменилась;
8. Фондовый индекс РТС вырос на 0,24%;
9. Мировая цена на нефть сорта “Urals” выросла с \$21,5 до \$22,3 за баррель;
10. Нефтяные запасы США сократились до 280,72 млн. баррелей;
11. Метеорологические службы США выдали штормовое предупреждение в связи с надвигающимся тайфуном «Дебби»; нефтяные танкеры не рискнули выйти в Карибское море и остались в портах Венесуэлы;
12. Нефтеперерабатывающий завод “Novensa” на Виргинских островах (США) начинает испытывать перебои с поставкой сырья;
13. Курсы акций практически всех мировых нефтяных компаний испытали небольшой рост (от 0,1% до 0,3%);
14. Ваш коллега по работе, занимающийся анализом товарных рынков сказал, что по его подсчётам цена нефти сорта “Urals” на мировом рынке в течение ближайших двух месяцев вырастет до \$26 за баррель;
15. Ваш коллега по работе, занимающийся анализом российского фондового рынка сказал, что, по его мнению, цена на акции НК «ЛУКОЙЛ» в течение недели вырастет до 340 руб. за акцию;
16. На вторичном рынке прокатился слух, что «ЛУКОЙЛ» скоро национализуют.

Ваши действия? Продать или держать ранее купленные акции? Не можете сразу ответить? Не огорчайтесь: почти никто не может ...»

А ещё бывают вот такие ситуации. Приходит на рынок какое-то известие, причём достаточно важное. Но участники торгов не могут понять – к повышению оно, или к понижению. Вот, например, весной 2005 г. торговцы узнали, что группа шведских инвесторов подала в суд на российские власти по делу «ЮКОСа». Это хорошо или плохо? Куда пойдут котировки «ЮКОСа»? Что перед нами – слабый проблеск надежды, или свидетельство того, что дело совсем плохо?

Следует также помнить, что не всякий фундаментальный фактор поддаётся прогнозированию. Можно сколько угодно рассуждать о том, куда пойдут цены на нефть, или, скажем, на тот же никель, однако ни на шаг не придвинуться к проблеме генерации грамотного прогноза. Здесь авторы могут опять посочинить на то, что крупным коллективам, работающим на «финансовых тузов», сия задача частенько оказывается по плечу, между тем как для инвестора-одиночки она сложна, как многочлен Остроградского.

Резюмируя всё вышесказанное, можно отметить, что проведение фундаментального анализа – дорогостоящая и трудоёмкая процедура. К сожалению можно констатировать, что простой «батрак рынка» зачастую оказывается отрезанным не только от грамотно составленных прогнозов, но даже и от более-менее точной информации, касающейся предприятия-эмитента. Такой игрок бредёт по дороге рынка почти вслепую.

Если остановиться на российской специфике, то здесь мы наблюдаем весьма прискорбный факт: «привязка» отечественного рынка к американскому лишает отечественных инвесторов возможности проводить грамотный фундаментальный анализ своего национального рынка. Сколько ты не анализируй состояние дел и перспективы развития предприятия-эмитента, рынок всё равно двинется вслед за Доу-Джонсом ... Впрочем, мы несколько драматизируем ситуацию, хотя, во многих случаях так оно и есть.

Очень часто фундаментальный анализ даёт неточные прогнозы: ошибаются аналитики, сказывается несовершенство прогностических методик. К некоторым методикам, используемым фундаментальными аналитиками, можно применить прилагательное «вульгарный». Например, аналитик пытается установить взаимосвязь между ценой – Y и набором макроэкономических показателей – X1, X2, X3 и т.д. Путём исследования

закономерностей поведения этих параметров в прошлом, строится регрессионное уравнение вида

$$Y = A \cdot X_1 + B \cdot X_2 + C \cdot X_3 \dots$$

Потом аналитик берёт прогнозные значения  $X_1$ ,  $X_2$ ,  $X_3$  и других переменных, подставляет их в уравнение и получает прогноз цены  $Y$  на какую-то определённую дату в будущем. Совершенно очевидно, что такой прогноз не может считаться до конца обоснованным, ибо с течением времени прогнозная среда меняется и зависимость, выраженная уравнением, также претерпевает изменения. Кроме того, реальные значения входных переменных могут существенно отличаться от спрогнозированных. Следует также понимать, что такого рода уравнения не учитывают самого главного – поведения инвесторов и перетока инвестиционного капитала на рынок, а ведь именно эти два фактора, в конечном итоге, определяют ценовую динамику.

Одним словом, учёным ещё предстоит серьёзная работа по доведению методов фундаментального анализа «до ума», а нам с вами стоит не пренебрегать фундаментальным анализом, даже несмотря на все те трудности, о которых упоминалось выше.

#### **Что почитать:**

Для получения достаточно полного представления о влиянии разнообразных фундаментальных факторов на российский рынок в целом, мы рекомендуем прочитать книгу Я. М. Миркина «Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития», изданную в 2002 г. издательством «Альпина Паблишер».

Тем же, кто интересуется западными рынками, могут найти немало полезной информации в книге Э. Наймана «Трейдер-инвестор» (Киев, 2000), а также в других монографиях этого автора, например в «Малой энциклопедии трейдера» (М., 2002).

#### **Где искать:**

Богатые возможности для получения как исходного материала, так и готовых аналитических сводок предоставляет Интернет. Ниже приведён список источников с краткими комментариями. Первая группа – это источники, которые генерируют исходные данные и первичные прогнозы:

1. Центральный банк РФ: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru). По нашему мнению – аналитический ресурс №1. Самый ценный раздел сайта – это «Статистика» [http://www.cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/](http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/). Здесь мы находим исходные данные для анализа. Данные по агрегату М2 приведены в подразделе «Денежная масса». Готовая аналитика представлена в разделе «Информационно-аналитические материалы» <http://www.cbr.ru/analytics/>. Рекомендуем просматривать ежемесячные бюллетени «Россия: экономическое и финансовое положение».
2. Министерство финансов РФ: [www.minfin.ru](http://www.minfin.ru). Кое-что можно выудить и из сайта Министерства финансов. Это «кое-что» в основном относится к государственному бюджету.
3. Министерство экономики и торговли (МЭРТ): [www.economy.gov.ru](http://www.economy.gov.ru). Хотя минэкономразвития по большей части занимает в отношении собственной экономики позицию стороннего наблюдателя, тут можно найти свежие документы о планах этого регулирующего и наблюдающего органа.
4. Госкомстат: [www.gks.ru](http://www.gks.ru). А это – аналитический ресурс №2. Или №1-бис. Единственный недостаток данных Госкомстата – их расхождение с реальностью (в некоторых, правда случаях. Особенно это касается темпов инфляции). А в остальном это место, где можно найти массу полезных сведений.

5. Экономическая экспертная группа: [www.eeg.ru](http://www.eeg.ru). Есть архив отчетов, много информации по методологии прогнозирования, аналитические материалы.
6. Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования: [www.forecast.ru/mainframe.asp](http://www.forecast.ru/mainframe.asp). Много графиков, архив по макроэкономике и прогнозы.

Вторая группа – это источники, которые занимаются в основном распространением уже готовой аналитики, присовокупляя к ней свои собственные разработки. Здесь вы найдёте в основном информационно-аналитические порталы, ориентированные на массового пользователя:

1. Агентство «Росбизнесконсалтинг»: [www.rbc.ru](http://www.rbc.ru), [www.quote.ru](http://www.quote.ru). Самый мощный информационно-аналитический портал. Сайт [www.rbc.ru](http://www.rbc.ru) общего назначения, а [www.quote.ru](http://www.quote.ru) ориентирован на инвесторов и спекулянтов. На этих сайтах есть всё. В глубь этого информокеана можно нырнуть и не вынырнуть. Здесь вы встретите материалы по макроэкономике, ленту фондовых новостей, базу данных по эмитентам, календарь слияний и поглощений, информацию по АДР и много всего прочего.
2. Агентство «Финмаркет»: [www.finmarket.ru](http://www.finmarket.ru). Конкурирующий портал. По содержанию – родной брат «РБК». Эти замечания справедливы в отношении и остальных сайтов, которые перечислены ниже.
3. «Прайм-ТАСС»: <http://www.prime-tass.ru>.
4. «АК&М» – [www.akm.ru](http://www.akm.ru).
5. «S&P» – [www.standardandpoors.ru](http://www.standardandpoors.ru).
6. «Интерфакс» – [www.interfax.ru](http://www.interfax.ru).
7. «Рейтер» – [www.iscreen.ru](http://www.iscreen.ru).
8. «СКРИН» – [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru).

Все эти сайты можно просматривать в режиме бесплатного доступа, однако, для получения некоторой, особо ценной информации вам придётся оформить платную подписку.

И, наконец, в третью группу мы поместили аналитические разделы сайтов брокерских фирм. Авторы книги пользуются аналитикой компании «Церих» (<http://www.zerich.ru/analytics/>) и «Риком-траст» (<http://www.ricom.ru/analit.shtml>). Вы же можете воспользоваться аналитикой любой компании, в том числе той, в которой обслуживаетесь.