

СТРАНА ДИСКОНТА

Почему зарубежным капиталам так неуютно в России.



АНДРЕЙ ГРИЧЕНКО

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР ЗАО
«КАПИТАЛЪ УПРАВЛЕНИЕ
АКТИВАМИ»

Когда ругают российский инвестиционный климат, нужно помнить, что плох он не как-то абстрактно, а вполне осязаемо — и это можно измерить и оценить в конкретных цифрах. Взять хотя бы ситуацию с западными инвестиционными фондами, которые готовы покупать депозитарные расписки (GDR и ADR) на акции российских эмитентов в значительных объемах — и при этом категорически не согласны покупать сами локальные российские акции, хотя те, как правило, на 5–20% дешевле. То есть западному инвестору недостаточно даже дис-

Еще один точнейший барометр для национального инвестиционного климата — переоцененность или недооцененность бумаг «домашних» эмитентов по сравнению с зарубежными компаниями-аналогами. Тут тоже сразу же бросается в глаза специфический российский страновой дисконт, нехарактерный даже для наших товарищей по БРИК. Бумаги российских компаний, если судить по таким коэффициентам, как P/E и EV/EBITDA, недооценены в среднем на 50–60% по сравнению со среднемировым уровнем. Опять-таки — издержки климата! Из российских компаний, пожалуй, только ЛУКОЙЛ в лучшие времена приближался по этим показателям к своим мировым аналогам. И совсем уж трагически смотрится в России сектор электроэнергетики. Здесь дисконт сейчас составляет, если судить по коэффициентам, 90% от мировых цен. До такого состояния отрасль с начала года довели резкие заявления руководства страны по поводу «зажравшихся энергетиков», обострившаяся в предвыборный год регуляторная активность государства и непоследовательность властей при реализации программы дальнейшей приватизации.

Нас дисконтируют за многое, но ключевая причина практически всегда — *неопределенность*. Она у нас специфическая. В США, положим, в конце июля — начале августа тоже возникала ситуация огромной неопределенности с увеличением потолка госдолга. Однако переговорный процесс между президентом Обамой и сенаторами-республиканцами был абсолютно прозрачен. Любой инвестор мог прийти посмотреть на дебаты, которые велись в конгрессе.

Фондовый рынок из-за этого, конечно, лихорадило, однако на нем все равно кто-то продавал, кто-то покупал — в зависимости от того, как интерпретировал происходящее. В России же в аналогичные «роковые моменты», учитывая устойчивую привычку наших властей к принятию кулуарных решений, фондовый рынок валится как подкошенный. Инвесторы заранее дружно пугаются и продают. Тем более что можно спокойно пересидеть — хотя бы в китайских бумагах. Там с отсутствием прозрачности все примерно так же, как в России, зато наперед понятно, что ЦК КПК не станет играть на понижение целых отраслей, как это случается у нас.

Ворох прочих неопределенностей тоже вполне поддается оценке и взвешиванию. У нас есть неопределенность с исполнением бюджета, неопределенность с защитой прав собственности — у нас, в конце концов, меньше чем за девять месяцев до президентских выборов не проявилась главная интрига: кто будет президентом следующие шесть лет? Рискну предположить, что если бы только по последнему пункту возникла определенность, скажем, в середине июля, когда российский фондовый рынок болтался в «боковике» и в целом все было спокойно, то уже в течение следующей недели индексы выросли бы на 10%. Другие проблемы, к сожалению, разрешить словами и заявлениями не получится: придется как следует поработать. Благо есть ради чего. Ведь то, как нас дисконтируют, на самом деле нагляднее всего демонстрирует, насколько именно мы далеки пока от заветной цели — построения Международного финансового центра в Москве.

“ НАС ДИСКОНТИРУЮТ ЗА МНОГОЕ, НО КЛЮЧЕВАЯ ПРИЧИНА ПРАКТИЧЕСКИ ВСЕГДА ОДНА — НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ. ПРИЧЕМ ВЕСЬМА СПЕЦИФИЧЕСКАЯ: В «РОКОВЫЕ МОМЕНТЫ» ВЛАСТИ ПРИНИМАЮТ КУЛУАРНЫЕ РЕШЕНИЯ И — ФОНДОВЫЙ РЫНОК ВАЛИТСЯ КАК ПОДКОШЕННЫЙ ”

онта в 20%, чтобы примириться с суровостью российского инвестиционного климата: расписки ему милее, потому что в таком случае о защите прав собственности позаботился банк-депозитарий, который их выпустил. Частному западному банку тамошний инвестор отчего-то доверяет неизменно больше, чем государству российскому.