

ПРЕОДОЛЕНИЕ ФОРМАТА

МОЖЕТ ЛИ РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК ВЫЙТИ
ЗА ГРАНИЦЫ НИШИ *EMERGING MARKET*?

Финансовая академия при Правительстве РФ предоставила известным российским экспертам, аналитикам и рыночным практикам (они же – ведущие авторы «Вестника НАУФОР») возможность обсудить за «круглым столом» текущие проблемы российского фондового рынка. В обсуждении участвовали: председатель Совета директоров компании «Еврофинансы», завкафедрой ценных бумаг Финансовой академии, д.э.н., профессор Яков МИРКИН; профессор Финансовой академии, д.э.н. Борис РУБЦОВ; исполнительный директор компании «Церих кэпитал менеджмент» Александр ЩЕГЛОВ; старший аналитик ИК «АК Барс финанс» Владимир РОЖАНКОВСКИЙ; советник по стратегии компании «Атон-лайн» Александр АБРАМОВ; главный аналитик компании «Еврофинансы» Евгений БЕРСЕНЕВ; замруководителя аналитического департамента ООО «Совлинк» Ольга БЕЛЕНЬКАЯ, а также главный редактор «ВН» Ирина СЛЮСАРЕВА. Дискуссия организована совместно с компанией «Еврофинансы».

Я. МИРКИН: Положительные изменения, происходящие сейчас на российском рынке ценных бумаг, еще не являются гарантией того, что он в состоянии перерастить свой нынешний статус развивающегося. По этой причине хотелось бы поговорить о структурных проблемах рынка, мешающих его дальнейшему развитию, о возможных методах их решения, а также попытаться сделать прогноз на будущее.

В журнале «Вестник НАУФОР» (2007, № 3) опубликована моя статья, в которой я попытался поставить обозначенные проблемы. Основные идеи статьи – инфраструктурные. К желаемым результатам, с моей точки зрения, могло бы привести не какое-либо однократное действие, а целый комплекс мер.

Во-первых, необходимо преодолеть фрагментарность рынка, создать интегрированную биржевую инфраструктуру «Русская биржа» по модели, аналогичной моделям ОМХ, бирж Испании, Гонконга. Понятно, что дальнейшее расчленение биржевого пространства, в том числе создание сырьевой биржи в СПб, иные расчленения на эту точку зрения не работают.

Во-вторых, построение национальной депозитарной расчетно-клиринговой корпорации, чему есть примеры на многих рынках (Бразилия, Китай, Гонконг, Швейцария, Финляндия и так далее).

Третий вопрос – реструктурирование отрасли и ее операторов. Речь идет о повышении капитализации и введении пруденциального надзора. Идея, которая при прошлом руководстве ФСФР получила некоторое развитие, но не была воплощена в жизнь.

Четвертая проблема – извечное несоответствие статуса регулятора его операционной способности и ресурсам, здесь же рядом находится вопрос о мегарегуляторе.

Пятый вопрос, также требующий решения, – это создание инфраструктуры, защищающей от системных рисков. Прежде всего это компенсационные фонды. Известный пример – Корпорация по защите инвесторов в ценные бумаги в США, аналоги которой существуют также в Канаде, Великобритании. Затем – создание каналов обратной связи «инвестор – регулятор», поскольку эти каналы (служба финансового омбудсмена) у нас сейчас совсем не работают. Такие структуры существ-

уют в Великобритании, США, Канаде. В этой инфраструктуре должен также существовать элемент, связанный с предупреждением системных рисков. Уже сложилось общее мнение о перегретости рынка (движения рынка мы рассматриваем в рамках долгосрочных циклов, и в таком ракурсе очевидно, что моменты экстенсивной волатильности не за горами).

Следующая инфраструктурная идея – диверсификация инвесторов, их классов. Только что осуществилась одна из идей – введение налоговых льгот для эндаументов. Но и здесь можно еще сделать массу вещей, от индивидуальных пенсионных счетов до внутрикорпоративных планов, которые не существуют в России институционально. В 2002 году мною был проделан анализ систем непримененных налоговых льгот, непримененного налогового режима для инвесторов. С 2002 по 2007 год эти дороги так и не были пройдены.

Еще одна институциональная идея, которая впервые была выявлена в конце 90-х годов, особо не обсуждалась, но была очевидна для России, – создание финансового центра в России хотя бы

применительно к СНГ и Восточной Европе, и набор институциональных мер, которые бы к этому могли привести. Они очень просты. Даже начальные меры, связанные с открытием рынка для инвесторов стран СНГ, типа введения единого паспорта для инвесторов стран СНГ, могли бы привести к сильным подвижкам в сторону российского рынка даже без особых налоговых льгот.

Последняя проблема (институциональная, но одновременно макроэкономическая) – это проблема долгосрочного цикла. Цикла, как нам кажется, близости времен экстенсивной волатильности и отсутствия при том системы мониторинга и противодействия системным рискам как инфраструктурного элемента. Абсолютно непонятно, как будет себя вести в момент волатильности государство. Отсутствуют институциональные элементы, которые бы внушали рынку уверенность, что государство позитивно (в отличие от 1998 года) вступит на финансовый рынок с тем, чтобы погасить любые финансовые инфекции и любые спекулятивные действия крупных институтов, прежде всего иностранных.

Возникла идея собраться и обменяться мнениями по перечисленным вопросам.

А. ЩЕГЛОВ: Фактически у нас очень велика роль государства. Нельзя сказать, что отрасли экономики развиваются совершенно самостоятельно, исходя из рыночных потребностей. Всегда велика роль государственного участия, и многие из названных задач могут быть решены при существенном участии государства.

Государство (я имею в виду верхние эшелоны власти) долгое время вообще не обращало внимания на фондовый рынок. Показательный пример – выбор премьера в ФСФР проходил, по официальной информации, на уровне председателя Правитель-

ства РФ, хотя обычно в решении всех ключевых кадровых вопросов участвует Президент РФ.

Но у нас без участия высших политических кадров хорошие идеи реализуются с большим трудом. Тот же центральный депозитарий: сами участники рынка договориться по этому вопросу не в состоянии. Проблема, к сожалению, может быть решена только путем проявления политической воли.

С другой стороны, интерес высшего руководства страны, конечно, усиливается в связи с тем, что фондовый рынок выбран в качестве одного из источников получения денег для внутренней перестройки экономики. Вначале отрасль берется под операционный контроль, а потом с помощью денег с фондового рынка (как это было с «Роснефтью», ВТБ) получает деньги для развития. Поэтому, возможно, в части усовершенствования рыночной инфраструктуры что-то будет сделано.

Очень важно решить вопрос о введении пруденциального контроля. Участники рынка постепенно начинают оперировать достаточно большими финансовыми потоками, в основном клиентскими, поэтому финансовый контроль должен быть более четким. Но те проекты по пруденциальному контролю, которые было предложено рассмотреть участникам рынка, на мой взгляд, слишком калькированы с банковского пруденциального контроля; фактически все банковские нормативы переписаны один в один. Это не совсем правильно, потому что риски все-таки другие.

В банковской деятельности активы клиентов принимаются на баланс банковской организации и по большому счету даже не разделяются. А брокерская деятельность связана с тем, что (в идеале) активы клиента отделены от активов компании, это два разных баланса.

Серьезные риски возникают только там, где активы клиентов используются для собственной позиции, когда компания входит в рынок, используя не только собственный капитал. А вот этот момент, кстати, никак не прописан в пруденциальном контроле. Причем непонятно, как разделить риски, потому что формально сейчас это в балансе не разделяется. Нужно немного менять финансовый учет в том направлении, в каком его хочет видеть регулятор: как разделены активы клиента и собственный капитал компании, и как они пересекаются.

Понятно, конечно, что активы клиента могут использоваться и для собственных позиций, но, на мой взгляд, нужно, чтоб в пруденциальном контроле было четко прописано, что это не просто кредитные риски. Надо понимать природу этих рисков. Если активы клиента совсем обособлены, то риски минимальны. Если активы клиентов используются для кредитования, риски возникают, но они несопоставимы с банковскими. Потому что банковский риск – это кредит в чистом виде, высокая вероятность его неисполнения, поэтому и существуют системы, связанные с анализом заемщика. На фондовом рынке система уст-

При такой структуре собственности, как сейчас у нас, не должно быть никаких IPO, никакого размывания капитала и так далее. А мы даже в этой модели рынка видим растущий класс компаний средней капитализации, где в голове у собственников возникли слова IPO, «управление капитализацией», «продажа стратегическим инвесторам» и так далее. В результате происходит коррозия модели государственной экономики, потому что меняется система интересов.

роена так, что кредит закрывается при достижении определенных уровней. То есть это всегда кредит, обеспеченный высоколиквидными активами, закрывается он без всякой процедуры предъявления требований к заемщику.

Серьезные риски возникают только там, где активы клиентов используются для собственной позиции, когда компания входит в рынок, используя не только собственный капитал. А вот этот момент, кстати, никак не прописан в пруденциальном контроле. Причем непонятно, как разделить риски, потому что формально сейчас это в балансе не разделяется. Нужно немного менять финансовый учет в том направлении, в каком его хочет видеть регулятор:

как разделены активы клиента и собственный капитал компании, и как они пересекаются.

Я. МИРКИН: Стоит заметить, что многие инвестиционные компании заводят собственные банки. Это проблема регулирования рисков финансовых конгломератов, которая у нас вообще не рассматривается.

А. ЩЕГЛОВ: Она рассматривается. Это проблема мегарегулятора, но его создание, на мой взгляд, на данном этапе очень сомнительно, потому что мегарегулятор должен обладать, *во-первых*, большими полномочиями, а *во-вторых*, неким запасом технологий. Реально такие технологии есть только у Центрального банка. Все остальные регуляторы – узкоспециальные и по-настоящему контролировать финансовый рынок не могут в силу того, что у них нет этих технологий, не хватает кадров, нет опыта. А Центральный банк замкнут на своей системе, он очень большой, у него свои задачи. Большой вопрос, захочет ли он разбираться в нюансах или применит банковскую систему рисков ко всем остальным финансовым организациям, что было бы неправильно, как я уже сказал.

Е. БЕРСЕНЕВ: Риски финансовых компаний увеличиваются с каждым днем. Например, ввели понятие «квалифицированный инвестор», с помощью которого клиент брокерской фирмы может получить большее кредитное плечо.

А. ЩЕГЛОВ: Маржинальное кредитование устроено таким образом, что на более-менее нормальном рынке (исключая ситуации форс-мажора) компания не может потерять деньги в процессе маржинального кредитования, а вот клиент – может.

У меня создается впечатление, что регуляторы и специалисты, участвующие в подготовке соответствующих документов, пере-

оценивают риски на компанию. При маржинальном кредитовании они минимальны, их нельзя сопоставлять с рисками коммерческого кредитования.

Природа коммерческого кредитования состоит в том, что банк выдает деньги некой организации, они, грубо говоря, уходят наружу, а банк мониторит эту компанию. Залог просто так реализовать нельзя, существует целая процедура: при просрочке надо выставить требования и так далее. При маржинальном кредитовании деньги, *во-первых*, никуда не уходят, они превращаются в бумаги, которые находятся на балансе той же компании. *Во-вторых*, бумаги в любой момент могут быть мгновенно реализованы. Соответственно, увеличение плеча – это увеличение рисков клиентов.

Я. МИРКИН: На самом деле есть еще одна точка зрения. Она много раз освещалась регуляторами на Западе. И состоит в том, что инвестиционный банк по самой своей природе должен принимать на себя более высокие риски, потому что он финансирует более волатильные части бизнеса (в том числе те, которые относятся к новой экономике, к инновациям и так далее). И для того чтобы он мог принимать эти риски, инвестбанк должен регулироваться в меньшем объеме, чем коммерческие банки. Дело не только в кредите, а еще и в том, что коммерческий банк – часть платежной системы. Поэтому, безусловно, любая попытка создать кальку с регулирования коммерческих банков, с пруденциального надзора коммерческих банков ляжет на брокерскую отрасль очень тяжелым грузом.

А. АБРАМОВ: У меня нет серьезных возражений по мерам, предложенным в статье Я. М. Миркина, но есть комментарий по логике изложения материала. Прио-

ритеты в статье изложены логичнее, чем в только что прозвучавшем выступлении Якова Моисеевича. В составе необходимых преобразований рынка вряд ли нужно на первый план ставить реформу его инфраструктуры.

Мне кажется, что значимость инфраструктурных проблем не много преувеличивается. Чтобы телефон нормально работал, его устройство можно не знать: главное, чтобы услуги оператора были доступными и дешевыми для абонента.

Ключевые проблемы российского фондового рынка связаны не с инфраструктурой, а институциональным устройством экономики, с которой очень сложно совместить ликвидный и устойчивый рынок.

Посмотрим на механизм первичного распределения валового национального продукта (ВВП) и сравним две модели – американскую и российскую. В США основные доходы распределяются среди домохозяйств. В виде оплаты труда домохозяйства там получают 64% ВВП. Примерно 23% – доля прибыли корпораций. При этом примерно 40% прибыли корпораций составляют доходы фермерских хозяйств. То есть доходы корпораций очень сильно распределены среди частного малого бизнеса.

Теперь рассмотрим ситуацию в России. По данным Росстата, оплата труда у нас составляет 44% ВВП, причем четверть этой суммы, по оценке Росстата, составляют теневые доходы (например, «серая зарплата»). Это на треть ниже, чем в США. При этом даже эти доходы распределены среди населения крайне неравномерно. По показателю Джинни, отражающему отклонение фактического распределения доходов от кривой нормального распределения, Россия входит в группу развивающихся стран с крайне

неравномерным распределением дохода. И данная болезнь российского общества с каждым годом все более обостряется.

Я как-то попытался оценить распределение доходов в виде заработной платы по Москве по продававшейся на рынке базе данных Пенсионного фонда РФ за 2004 год. Естественно, там не учтены серые зарплаты, которые Росстат оценивает только по ему ведомым методикам. Но итоговые цифры по официальной заработной платы в диск совпали с официальной статистикой по Москве. Получалось, что доходы в сумме 3 тысяч долларов и выше, т. е. достаточные для инвестирования в ценные бумаги, в Москве получали всего 72 тысячи человек из почти 10 млн населения. Конечно, это очень немного для создания устойчивого внутреннего фондового рынка. При том, что наиболее состоятельные наши сограждане предпочитают держать сбережения в крупных пакетах акций, недвижимости и на счетах в офшорах.

Теперь возьмем корпорации. У нас реализована типичная модель государственного капитализма – основной доход концентрируется в крупнейших государственных корпорациях. Скорее всего, для финансирования «Газпрома», «Роснефти» и других государственных корпораций внутренний фондовый рынок не является приоритетом. Основные источники их внешнего финансирования – непрозрачные синдицированные международные кредиты и внешние рынки капиталов. Эта закономерность действует не только в России, но и в Китае, Бразилии, Индии и на других развивающихся рынках. Даже при всей позитивности народных IPO суммы, которые через них мобилизуются, не сопоставимы с суммами тех финансовых ресурсов, которые кон-

центрируются в государственных корпорациях.

В распределении ВВП России существенно более значимую роль играет и непосредственно государство – держатель золотовалютного запаса и стабилизационного фонда. Эти ресурсы также проходят мимо карманов домохозяйств и внутреннего фондового рынка.

Таким образом, современная модель формирования и распределения доходов приводит к тому, что у розничных и иных частных инвесторов оседает слишком мало доходов, чтобы сформировать развитый фондовый рынок. Добавим сюда проблему отсутствия гражданского контроля в обществе, без которой нерешаема более узкая проблема – устранения информационной асимметрии на фондовом рынке. В этих условиях российский фондовый рынок на долгие годы будет серьезно зависеть от склонных к риску нерезидентов и от государственных корпораций, поведение которых предугадать очень сложно. Он будет волатильным, с перепадами ликвидности.

В этих условиях рождаются две иллюзии, что может помочь сделать фондовый рынок России динамичным и стабильным: различные гарантии государства, а также современная инфраструктура. Боюсь, что это не совсем так. К сожалению, большинство финансовых кризисов в развивающихся странах исходят как раз от государства. А по поводу инфраструктуры, значимость которой, конечно, высока, характерен пример с воздержанием от инвестиций в Россию крупнейшего американского пенсионного фонда *Calpers*. По методикам оценок данного фонда Россия уже имеет высший бал по уровню развития фондовой инфраструктуры. Тот факт, что данный фонд не инвестирует в ценные бумаги рос-

сийских эмитентов, связан главным образом с низкими рейтингами развития рыночных институтов в нашей стране.

Я. МИРКИН: Огосударствленная модель экономики загоняет фондовый рынок. Но я наконец встал на позицию, что по-другому уже не будет, и нужно жить в реальном мире, какой он есть.

Хочу обратить внимание на одну интересную вещь. При такой структуре собственности, как сейчас у нас, не должно быть никаких IPO, никакого размывания капитала и так далее. А мы даже в этой модели рынка видим растущий класс компаний средней капитализации, где в голове у собственников возникли слова IPO, «управление капитализацией», «продажа стратегическим инвесторам» и так далее.

В результате происходит коррозия модели огосударствленной экономики, потому что меняется система интересов. Огосударствленная экономика – это соединение интереса экономического и административного. Когда интерес смещается в сторону экономики (в сторону денег, имущества, того, что можно передать по наследству), то система находит лучшее соотношение между административными и частными интересами.

А. АБРАМОВ: Система, где экономикой управляет государство, рано или поздно становится несостоятельной. В науке с этим уже никто не спорит. По крайней мере две Нобелевские премии были присуждены за исследования, доказавшие несостоятельность управляемой государством экономики. Пусть даже сейчас нам кажется, что все стабильно и устойчиво. Все равно в долине гейзеров горячая вода пробьется наружу.

В. РОЖАНКОВСКИЙ: Сегодня аналитиков и трейдеров тревожит слабость и непредсказуемость нашего рынка. Под слабостью рынка

в принципе следует понимать: а) низкие объемы; б) излишнюю волатильность; в) падение индекса на фоне роста производства и ВВП. В отношении нашего рынка все три пункта налицо. Как можно при этом говорить о государственной политике, о повышении уровня образования населения?

Понятно, что рынок не будет расти все время, в какие-то периоды он будет также падать, но падения должны получать авторитетные объяснения, которым люди будут верить. В Китае основные массы населения поверили, что фондовый рынок сделает их богатыми: там это некий национальный момент дня. А наши уважаемые финансисты жалуются, что у нашего населения финансовая грамотность низкая, но как-то не принимают в расчет, что у нас инфляция за полгода уже практически достигла уровня, прогнозирувавшегося как годовой.

В настоящий момент наша финансовая система состоит на службе бюрократии. Идеален вариант, когда она состоит на службе у экономики.

В 1996 году (я тогда работал в HSBC) рынок Польши очень сильно рос, все показатели стремились вверх по экспоненте. Через три года случились разные неприятности, и экономика по такой же траектории буквально за год спустилась вниз. Сейчас то же самое происходит в Венгрии – смута и экономическая нестабильность.

Потому что западные фонды инвестируют деньги, которые в любой момент готовы уйти с конкретного рынка туда, где прибыльней. И мы должны понимать, что либо развиваем национальный фондовый рынок, либо имеем рынок, слишком зависимый от западного.

Тут возможны варианты. Если у нас всем рулит государство, то это первый вариант. Тогда нужно вначале внедрять частное управ-

ление пенсионными накоплениями (я делаю ставку в основном на пенсионные фонды), дальше будут развиваться эндаументы, дальше – паевые фонды и так далее.

Как работает сейчас российский государственный пенсионный фонд? Раз в год гражданин РФ получает по почте бумагу, в которой написано, сколько денег поступило на его пенсионный счет. А куда они ушли, неизвестно.

Сравним с США.

Компания, в которой работает мой отец, сотрудничает с пенсионным фондом учителей восточного побережья США. По умолчанию средства автоматически отчисляются от зарплаты и переводятся в этот фонд. Мой отец получил от фонда извещение. В извещении описывалась возможная структура его портфеля. Что было бы, если бы он вложил все деньги в один портфель: *money market*, в *domestic equities*, в *fixed income* и, наконец, в *global domestic equities*. Он никогда не занимался инвестициями. Поэтому в первый раз выбросил извещение в мусорное ведро. Через месяц получил еще одно извещение. Он проигнорировал извещение еще раз, а потом *global domestic equities* начали проседать, а *fixed income*, наоборот, расти. Любой человек, наверно, обратил бы внимание, что в этом месяце заработал только 650 долларов на свой портфель, хотя мог заработать 930. И отец подумал: может, позвонить в этот фонд? У меня же есть опция, которая дает право позвонить менеджеру и проконсультироваться с ним.

Финансовая грамотность населения – это не камлание у костра, когда прыгают и заклинают: пусть у населения прибавится грамотности, пусть фондовый рынок поднимется. А есть такая вещь, которая называется *sales*. Если государство владеет наши-

ми пенсионными сбережениями, то пусть оно заведет при государственном фонде *sales department*. Там должен быть налажен процесс оповещения людей, куда их деньги направляются. Должны составляться те же самые отчеты. Скажем, сначала фонд инвестировал в госбумаги. Доходность по госбумагам не дотягивает до уровня инфляции? Хорошо, давайте поговорим о том, каким образом ее можно увеличить.

Мне кажется, что фондовый рынок должен строиться не сверху, а снизу, от людей.

Второй вариант – государство не будет монополистом на рынке сбережений. Это проще, потому что тогда возникнет конкуренция между частными структурами. Но если все-таки государство останется доминирующим финансовым учреждением в РФ, то нужно, чтобы мы заставили его работать на своих граждан, а не наоборот.

Е. БЕРСЕНЕВ: Нельзя говорить о том, что тренд на дальнейшее огосударствление экономики четок и однозначен. Налицо и обратное движение. Скажем, ВЭБу хотят предоставить возможность вложения в корпоративные облигации, а затем в корпоративные акции. Или проект перечисления средств из Стабилизационного фонда в банки развития под проекты, средства от которых также планируется перечислять на рынок акций. Это непосредственно окажет поддержку рынку, но при этом государство не станет монополистом.

Или, допустим, создание Петербургской сырьевой биржи – это полностью воля государства, полностью желание Министерства налогов увеличить сборы, увеличить пошлины. Но это ведет к развитию. В перспективе нескольких лет, когда компании будут торговать нефтью через биржу, это приведет к уменьшению издержек и расширению прозрач-

ности формирования налоговой базы.

Хотел бы сказать о прогнозе будущей динамики российского фондового рынка, подготовленном инвестиционной компанией «Еврофинансы». Прогнозы имеют краткосрочный, средне- и долгосрочный характер.

Анализ российского рынка акций проводился в сравнении с двумя основными группами стран. Это развивающиеся страны (преимущественно *BRIC* и Мексика) и развитые страны (США, Япония, Австралия и Германия).

Выводы базировались на финансовых мультипликаторах. Но не на обычных, а на совокупных финансовых мультипликаторах: *P/E*, *P/S*, рентабельность продаж, рентабельность активов и насыщенность экономики ценными бумагами (отношение капитализации к ВВП).

Хотел бы выделить три основных момента. *Во-первых*, мировой фондовый рынок за последнее десятилетие очень сильно раздулся, произошел большой скачок. Если мы возьмем насыщенность экономик ценными бумагами с 1992–1994 годов по сегодняшний момент, то у развитых рынков акций она выросла примерно на 70%. Это много, особенно учитывая, что в период с 1999 по 2002 год происходило сильное падение рынков, когда они вернулись на уровень 1994 года.

Второй и третий моменты касаются российского рынка акций. У российской экономики очень плохие абсолютные показатели. Мы сталкиваемся с этим даже когда берем показатели отдельных крупных компаний. Абсолютные совокупные показатели не сопоставимы с развитыми фондовыми рынками. Но при этом капитализация российского рынка (более триллиона долларов) вполне сопоставима.

Это очевидно при сравнении России с США, Японией, Германией, Францией, Великобританией. Активы у США в десять раз больше, выручка – в 14 раз. При этом по выборке у США участвует более тысячи компаний (и это не все публичные компании), у России – 349 предприятий, причем они охватывают почти всю долю российской экономики (более 90%) и почти 97% капитализации отечественного фондового рынка.

Сравнивая различные экономические системы, мы видим, что российские кривые *P/E* и *P/S* находятся на уровне развитых стран, а так не должно быть.

И это большая проблема.

Основные выводы, которые можно сделать в краткосрочной, средне- и долгосрочной перспективе. В *долгосрочной* перспективе инвестирование в российские акции и российские предприятия обеспечивает положительную доходность, несмотря на любые другие циклические изменения и движения.

В *среднесрочной* перспективе российский рынок акций с высокой вероятностью будет показывать **отрицательную** динамику, подтверждая сверхвысокие уровни риска. И эта отрицательная динамика будет с большой вероятностью выражаться в глубоких отрицательных коррекционных движениях с последующими положительными, слабыми коррекциями.

В *краткосрочной* перспективе до 2007 года у российского рынка акций есть реальный потенциал к каким-либо локальным всплескам цен. Стоит отметить энергетический и нефтяной секторы в качестве драйверов рынка. Консолидированное мнение рынка о перспективе нефтяного сектора достаточно позитивное.

А. ЩЕГЛОВ: По-моему, консолидированное мнение рынка – это куда вкладываются управляющие,

Нельзя говорить о том, что тренд на дальнейшее огосударствление экономики четок и однозначен. Налицо и обратное движение. Скажем, ВЭБу хотят предоставить возможность вложения в корпоративные облигации, а затем в корпоративные акции. Или проект перечисления средств из Стабилизационного фонда в банки развития под проекты, средства от которых также планируется перечислять на рынок акций. Это непосредственно окажет поддержку рынку, но при этом государство не станет монополистом. Или, допустим, создание Петербургской сырьевой биржи – это полностью воля государства, полностью желание Министерства налогов увеличить сборы, увеличить пошлины. Но это ведет к развитию.

а они объективно сейчас вышли из нефти и перешли в другие секторы – в банковский сектор, ту же энергетику.

Б. РУБЦОВ: При средней заработной плате 14 тысяч рублей ожидать на рынке ценных бумаг массового инвестора, конечно, не приходится. Три тысячи долла-

ров – действительно та сумма, с которой начинается инвестор.

А. АБРАМОВ: База данных Пенсионного фонда РФ за 2004 год показывает, что даже в Москве это всего 72 тысячи человек. Пусть за 2,5 года в доходах произошли существенные перемены, но несправедливость в распределении доходов остается. Это препятствует приходу на рынок массового инвестора.

Б. РУБЦОВ: Чтобы наша экономика работала нормально, чтобы она стала инновационной, нужны инвестиции именно в отрасли, которые определяют научно-технический прогресс. Чтобы средства устремились в эти отрасли, в частности, должен работать рынок ценных бумаг, и в целом финансовый рынок.

Откуда взять деньги? Мы видим, что деньги населения сюда пойти пока не могут: их очень мало.

Единственная альтернатива в данный момент – это приход на рынок государственных денег путем создания тех же инвестиционных фондов с государственным участием, и направление средств этих фондов на приобретение ценных бумаг компаний, в первую очередь, инновационной сферы. Уже говорилось, что на приобретение ценных бумаг российских компаний должны идти также средства Стабилизационного фонда. Возможно, в таком же направлении должен действовать не только Стабилизационный фонд.

Государственные инвестиционные фонды существуют во многих успешных странах. Например, в Сингапуре государственный инвестиционный фонд является одним из крупнейших инвесторов. Его можно отнести к институциональным инвесторам: он приобретает акции или долю участия у себя в стране и за рубежом, в девелоперских объектах, в капитале сингапурских и зарубежных компаний, и реально оказывает

воздействие на их деятельность. Аналогичную ситуацию мы наблюдаем в арабских странах: там колоссальные инвестиционные программы именно у государственных инвестфондов.

Еще один момент. Обращаю ваше внимание на материалы, которые Александр Абрамов публиковал в «Вестнике НАУФОР» (№ 4, 6, 7–8 за 2007 год). Там приводятся очень любопытные данные о том, как крупнейший пенсионный фонд мира, консервативный американский *CalPers*, определяет, в какие ценные бумаги следует инвестировать средства фонда. Его политика строится исходя из двух групп факторов: страновых и рыночных. Под рыночными имеется в виду состояние инфраструктуры фондового рынка, качество защиты инвесторов, открытость рынка капиталов, эффективность системы расчетов и уровень транзакционных издержек. Эти показатели в России оказываются на неплохом уровне.

А что касается страновых макрофакторов – политической стабильности, прозрачности и так далее, то здесь мы как раз проседаем. Так что по критериям *CalPers* рынок ценных бумаг России для его инвестиций закрыт.

Я. МИРКИН: А для Стабилизационного фонда Норвегии открыт.

Б. РУБЦОВ: Тем не менее доля России в нем во много раз уступает тому же Китаю, и она вообще очень мала.

Я. МИРКИН: Китай – это фантом, призрак, это повод поговорить о шизофрении на фондовых рынках.

Б. РУБЦОВ: Основная моя мысль проста: в нашем случае именно государство в состоянии улучшить ситуацию путем создания инвестиционных фондов, направления средств стабилизационного фонда на рынок ценных бумаг. На улицах появляются дорогие машины, строятся дорогие

здания, но экономика не продвигается в том направлении, в каком хотелось бы.

В. РОЖАНКОВСКИЙ: Количество дорогих машин на улицах растет именно потому, что фондовый индекс падает. Если б фондовый индекс рос, люди бы подумали, покупать ли последнюю модель «Инфинити» или, как в Китае, принести деньги на фондовый рынок и обеспечить будущее своим детям.

А. ЩЕГЛОВ: Для того чтоб прийти на фондовый рынок, о нем надо знать, а информационная прозрачность нулевая.

В. РОЖАНКОВСКИЙ: А насчет того, что у людей денег не хватает, я попрошу высказаться мою коллегу из «Совлинка» Ольгу Беленькую: сколько нам занесли частные лица на IPO ВТБ?

О. БЕЛЕНЬКАЯ: Порядка полутора миллиардов долларов.

В. РОЖАНКОВСКИЙ: Немало!

Вторая вещь, с которой я не могу согласиться, что положение можно исправить, если улучшить качество работы регулятора. Дескать, если упразднить инсайдер-трейдинг, то сюда хлынут западные деньги.

Я. МИРКИН: Никто так не упрощает.

Маленький комментарий по поводу того, что говорил Борис Рубцов. Несколько лет назад впервые (кстати, в стенах Финансовой академии) прозвучали предложения вложить деньги Стабилизационного фонда хотя бы в корпоративные облигации российских эмитентов (не говоря уже о поддержке акций). Тогда один высокопоставленный представитель регулятора высказал мысль, что поддерживать рынок акций деньгами Стабилизационного фонда – нереально.

Так что польза таких встреч, как сегодня, в идеях. Через пять-шесть лет эти идеи, если и не станут практикой, то получают

общее признание и находят дорогу в жизнь.

И второе. По статистике Центробанка, доля средств населения Москвы и Московского региона на корсчетах в коммерческих банках и на корсчетах в Центробанке достигает сейчас порядка 70%. Это достаточно устойчивый показатель. Он означает, что, к сожалению, Москва – это 60–70% наличных ресурсов всего населения страны. Жалобы на недостаток средств населения неуместны – мы находимся в кипящем финансовом котле.

В. РОЖАНКОВСКИЙ: Это феномен всего BRIC. Буэнос-Айрес, Бомбей плюс Дели, Пекин плюс Шанхай – это соответственно каждый раз 80% национального капитала. Тем не менее это не мешает китайскому и индийскому фондовому рынку иметь намного более здоровый вид, чем российскому.

А. ЩЕГЛОВ: Рынок надо анализировать не в прошлом, а апроксимировать в будущее. Мы прекрасно знаем, что доходы растут опережающими темпами. И реально сейчас у населения денег много. Это видно и по вкладам в банках, которые растут каждый год процентов на 30. И многие из них долгосрочные – свыше года.

А. АБРАМОВ: А размер потребительского кредита как растет?

А. ЩЕГЛОВ: Извините, это разные слои населения. Кредит на холодильник берут одни, а надолго вкладывают деньги в банк другие. Слой населения, который вкладывает, большой, и денег там много. И будет еще больше.

О. БЕЛЕНЬКАЯ: Получается некий замкнутый круг. Низкое качество рынка обуславливает его высокую зависимость от иностранных инвесторов и, соответственно, высокоспекулятивный характер. То есть имеет место высокая зависимость нашего рынка от счета капитала, от конъюнкту-

ры рынка, от притока спекулятивных краткосрочных ресурсов. Мы хотим этого избежать, привлекая частных инвесторов. Государство сейчас делает все, чтоб вовлечь в рынок розничных инвесторов. Это и тактика «народных» IPO, и кампании по финансовому просвещению. И предложение (от которого на сегодня отказались) поддерживать рынок средствами Стабилизационного фонда, чтобы показать населению, что фондовый рынок растет, и можно в него вкладываться дальше. Это достаточно опасная тактика, поскольку население, даже покупая акции таких компаний, как «Роснефть», Сбербанк, ВТБ, не представляет себе уровень рисков, которые на себя принимает. Вклад в акции – не депозит, здесь есть риск потерять если не все, то большую часть инвестиций. Стимулировать такое инвестиционное поведение нужно с оглядкой на рискованный характер вложения.

В. РОЖАНКОВСКИЙ: Но ведь люди, которые играют на игровых автоматах, понимают, что могут не только выиграть.

О. БЕЛЕНЬКАЯ: Игроки на автоматах сознательно идут на риск. А те, кто приходят на фондовый рынок, о его рисках не знают.

А. ЩЕГЛОВ: В этом никто не виноват. Это объективная ситуация, и нужно ее переламывать. Государственная программа образования населения – это не так глупо, это надо делать. Тот факт, что население не готово, не означает, что его не надо привлекать на рынок. Иначе оно никогда не будет готово. Единственный способ обучения здесь, к сожалению, – собственные ошибки. Просто надо соблюдать правила игры: если мы привлекаем население, то должны его предупредить о рисках.

У нас есть потребитель, а массового инвестора пока нет. И придет он, я думаю, только в следующем поколении. Чудес не бывает.

Президент не может изменить менталитет населения. Есть, конечно, очень гибкие люди, но население в массе своей ведомо, оно меняется очень медленно.

О. БЕЛЕНЬКАЯ: У меня есть некие сомнения в том, что розничные инвесторы смогут обеспечить стабильность и более справедливый уровень ценообразования на рынке, поскольку мы видим и на примере, скажем, рынка недвижимости, и того же китайского рынка, что там велика доля именно физических лиц, именно внутренних инвесторов. И они раздувают пузырь, не понимая реальной стоимости тех активов, за которые платят деньги.

Но должно ли государство принудительно подстегивать диверсификацию за счет вложения средств Стабфонда в акции неких приоритетных предприятий? На мой взгляд, государство должно прежде всего вкладываться в приоритетные проекты, помогать их формулировать и создавать. Но не входить на фондовый рынок с крупными деньгами, что действительно может привести к искажению рыночного ценообразования.

А. ЩЕГЛОВ: Регулятор тратит много сил на то, чтобы биржевой рынок стал основным центром ценообразования. И чтоб там проходили основные объемы сделок. И это правильно, потому что только открытый рынок создает справедливую цену.

Я. МИРКИН: Вот мы и вернулись к вопросу об инфраструктуре. Для внебиржевой сделки достаточно иметь систему раскрытия информации – и цены становятся открытыми.

В России при концентрированной собственности базовый рынок – это на самом деле рынок корпоративного контроля. Он априори не может быть биржевым.

В. РОЖАНКОВСКИЙ: На рынке есть деньги длинные и короткие.

По моим представлениям, соотношение между ними должно составлять примерно 50 на 50, чтобы рынок был устойчив в динамике. Вопрос в том, как привлечь на рынок длинные деньги. Западные портфельные деньги априори не являются длинными для России, потому что западным портфельщикам здесь вкладывать не во что. Они ищут выгоду. Если сейчас более выгодны вложения в Бразилию, по сравнению с Россией, то они в России все, до последней крошки, сметут со стола и перенесут в Бразилию.

Е. БЕРСЕНЕВ: Иностранцы и российские инвесторы продолжают расширять потоки прямых инвестиций, как в качественном, так и в количественном аспектах, при этом срок инвестирования составляет 5 и более лет.

В. РОЖАНКОВСКИЙ: Они предпочитают закачивать сюда инвестиции через аффилированные компании, на развитие конкретных вещей, а не вообще в фонды прямых инвестиций

А. ЩЕГЛОВ: В любом случае доля нерезидентов, доля спекулятивных денег сокращается. Но чудес не бывает, внутренние ресурсы не придут быстро. Они, естественно, не придут через частного инвестора, напрямую играющего на бирже, потому что это тоже спекулятивные деньги.

Реально более-менее длинные деньги «физиков» – это фонды: или ПИФы, или пенсионные фонды. Но это не заработает быстро. И тут нельзя, на мой взгляд, винить государство. Оно честно попыталось сделать пенсионную реформу, как умело. Надо же понимать, что у государства уровень профессионализма не абсолютный: что могло в силу своей компетенции, то сделало. И оно не хочет контролировать этот рынок, а честно заявляет: создавайте частные пенсионные компании, создавайте частные управляющие

компании. Другое дело, что мы не можем привлечь население в частные пенсионные фонды.

Я. МИРКИН: А знаете, чего государство не сделало? Оно не сделало индивидуальных пенсионных счетов с налоговыми льготами. Население тут же бы пошло: оно не идет тогда, когда ему выгоды нет.

А. ЩЕГЛОВ: На индивидуальные счета государство не замахнулось опять-таки в силу своей компетенции, понимая, что не справится. Оно и предлагает частному бизнесу придумать.

Население не понимает, что пенсионные деньги – это его деньги, потому что с советских времен считается, что это деньги государства, которое распределит их как хочет. Оно не понимает, что у него может быть индивидуальный счет, на который деньги каплют только ему, оно не требует белой зарплаты, которая в том числе определяет пенсионные выплаты. Но это проблема не государства.

Я. МИРКИН: Представьте себе, что завтра открылась возможность создавать индивидуальные пенсионные счета с налоговыми льготами. Немедленно вся Москва пойдет их открывать. А за Москвой и регионы. А если бы еще при этом налоговые льготы возникли тогда, когда средства индивидуального пенсионного счета направлены на финансовый рынок!

А. ЩЕГЛОВ: Государство таково, каково оно есть. К сожалению, у нас нет партнерства с нашим политическим руководством. Политическое руководство не доверяет структурам фондового рынка в силу того, что мы постоянно твердим: в России влияние государства чрезмерно, государство не должно лезть в экономику, и так далее. Но надо понимать, что это объективная реальность, и партнерство все равно необходимо.

На мой взгляд, яркий пример неверия государства структурам рынка – создание нефтяной биржи с нуля. Ведь есть очень неплохая инфраструктура! Нет, будем создавать биржу в чистом поле.

Я. МИРКИН: Это не отражение неверия, это абсолютная несочетаемость административных и имущественных интересов.

А. ЩЕГЛОВ: Ну, так надо пробовать их сочетать. И даже понятно, как.

О. БЕЛЕНЬКАЯ: По поводу менталитета населения. К сожалению, сложилась негативная практика именно в плане сохранности пенсионных накоплений. Это будет давить на восприятие всех пенсионных реформ и пенсионных планов еще длительное время. Налоговые льготы – это, конечно, хорошо, и, на мой взгляд, главное, что должно сделать государство, – гарантировать, по крайней мере, сохранность накоплений и минимальный доход.

А. ЩЕГЛОВ: Но это противоречит идее частного пенсионного накопления, где не может быть гарантий в принципе.

О. БЕЛЕНЬКАЯ: Пусть тогда не для частных, а только для государственных управляющих компаний.

Я. МИРКИН: А смысл? Тогда мы просто законсервируем существующую ситуацию. Население будет воспринимать государство как некоего гаранта минимальных прожиточных уровней. Но это неправильно!

Если говорить о российской финансовой истории, то она учит именно тому, что в гарантии государства население верить не должно, оно должно полагаться на свои собственные силы. Потому что в каждом поколении население получало некие государственные гарантии, и каждое поколение с этими гарантиями в один прекрасный момент просчитывалось.

О. БЕЛЕНЬКАЯ: Другим не верить еще больше.

Я. МИРКИН: О ком мы говорим? Предположим, инвесторы народного IPO: какая это часть населения? средний класс?

А. ЩЕГЛОВ: ФОМ проводил опрос населения, которое пришло на IPO «Роснефти» (см. «Вестник НАУФОР» № 8, 2006. С. 38–43). Там очень высока (60–70%) доля тех, кого называют социальным населением: пенсионеры, учителя, интеллигенция и так далее. И только 30% – то самое активное.

Я. МИРКИН: Я бы не делил людей на рабочих, преподавателей, а делил бы на средний класс, класс с более высокими доходами, с менее высокими. Потому что именно объем имущества и доходов определяет социальную стратификацию.

У нас в Финансовой академии профессор кафедры экономической теории Андрей Юданов провел очень интересное исследование. Он изучал класс так называемых «газелей» в российской экономике – компаний, растущих темпами 50–60–70%. Наши «газели» оказались похожи, с точки зрения Юданова, на западные. Формула их успеха такова: они создали торговые сети и сумели привлечь в них сегмент массмаркета, то есть группу людей с доходами средними и чуть ниже среднего.

Этот вывод во многом опровергает наши сегодняшние рассуждения о недостатке средств населения.

Но он не опровергает одну очень важную вещь: какие бы чудесные институты мы ни строили, какие бы налоговые льготы ни создавали, мы все равно за эти 15 лет обрели форму типичного *emerging market*. Параллелей сколько угодно – и с точки зрения структуры собственности, и с точки зрения позиции государства, и

с точки зрения приватизации, и с точки зрения волатильности, и влияния внешних инвесторов, и узости внутреннего финансового рынка, и источников финансирования крупнейших компаний, и менталитета населения и так далее. К этому надо привыкнуть.

Emerging market – это типичный рынок, он имеет очень жесткие границы, из которых сложно выбраться. То есть рынок не может сам по себе, тем более в краткосрочном периоде, разрушить эту модель. Но я все-таки призываю его улучшать.

А. ЩЕГЛОВ: Более того, рынок во многом сопротивляется улучшениям.

Я. МИРКИН: Да, рынок может сопротивляться, размывать эту модель, подвергать ее коррозии. И хорошо, что огосударствление происходит через покупку блоков акций, а не иными способами. Потому что тот, кто купил блоки акций, и тот, кто ими распоряжается, все равно имеет частный интерес. И все это происходит в более-менее рыночной экономике. Поэтому, кроме инфраструктурных проблем, есть проблема того, как можно усиливать частное начало в огосударственной экономике, сохраняя при этом ее наименьшую волатильность.

А. АБРАМОВ: Я говорил не о том, что денег мало, а о том, что они распределены не так, как нужно для устойчивого, развитого рынка. Они концентрируются у неэффективных субъектов, а не у населения.

Если мы возьмем Америку, то там стоимость финансовых активов у населения в четыре раза выше, чем стоимость таких активов у корпораций. А это 44 триллиона долларов. Чтобы выбраться из колеи, в которую мы попали, нужно заимствовать опыт других стран по перемещению ликвидности к населению, в том числе и через индивидуальные счета, и прочее.

Я. МИРКИН: Сырьевая экономика, в которой существует концентрированная собственность и где основные денежные потоки связаны с добычей сырья, не очень нуждается в населении. И все финансовые потоки централизованы так же, как инвестиции, и дальше растекаются к конкретным собственникам вне зависимости от того, где эти собственники находятся, внутри России или вовне. Все остальное уже является предметом торга крупного собственника (неважно, является ли им государство или прямой иностранный инвестор) и населения. Поэтому модель очень жесткая, и нет опыта других стран по перемещению ликвидности и доходов, потому что в крайних формах это делается насильственными методами.

А. АБРАМОВ: В голову приходит аналогия с градусником: должен быть инструмент, который измеряет температуру больного. Таким градусником на фондовом рынке является отрасль финансового планирования.

Российский рынок отличается от большинства рынков отсутствием специалистов, профессионально занимающихся финансовым планированием. Ситуацию очень образно можно сравнить с фармацевтическим рынком – когда докторов нет, и больной покупает лекарство в аптеке по своему выбору. На фондовом рынке это еще более гипертрофированно, потому что у аптекарей есть своя корпорация, а президент страны выступает и говорит: «Покупайте гербалайф или эти витамины, потому что они у нас есть в наличии, а не потому, что они вам нужны».

Аналогия ярко проявляется еще и в том, что пока люди живут, они должны сберегать на пенсию, образование и так далее. Как бы мы ни относились к ним как к придачку сырьевой экономики, но, думаю, миллионов 130 из 140 с та-

кими проблемами сталкиваются. И для того чтобы их не обманули (а в развитии государственных институтов инвестирования всегда есть обман, и все финансовые крахи в России происходили тогда, когда государство создавало эти институты) нужны финансовые планировщики.

Я бы не стал сейчас говорить о самостоятельности этой отрасли, но как о неком критерии – вот, например, дохнет микроб в данной среде, значит, она кислотная, если живет – среда соответствует жизни. Такой микроб и есть финансовый планировщик применительно к российскому рынку.

В. РОЖАНКОВСКИЙ: Начать бы с простого пенсионного фонда, к которому привыкли наши родители, бабушки, дедушки; с этих денег, которые есть у каждого гражданина РФ.

А. АБРАМОВ: К сожалению, в России пенсионная реформа к настоящему моменту провалена. Это очень больно ударило по устоям государства.

Мне кажется, что большинство людей в нашей стране должно усвоить простую истину: сбережения – это их проблема. И не надо ждать большой фонд, начните с себя, а чтобы начать с себя, нужен финансовый планировщик. Пока индустрии финансового планирования в России нет. Почему? Это не только проблемы законодательства, менталитета и так далее. Представьте себе, что мы создали большую корпорацию финансовых планировщиков и, положив руку на сердце, скажите, сегодня вы можете дать совет среднему москвичу, как сохранить деньги на внутреннем рынке, возьмете на себя ответственность за то, что ваш совет на 10–15–20 лет оправдается при том рынке, который мы имеем?

При волатильном финансовом рынке давать ответственный совет, глядя в глаза человеку, слож-

но. Для меня лично появление отрасли финансовых консультантов с высокими стандартами профессиональной этики будет означать, что внутренний фондовый рынок стал действительно зрелым и приносит реальную пользу населению страны.

Я. МИРКИН: Институт планировщиков уместен, но только катастрофических. Финансовое планирование в условиях катастроф – это новое слово в мировой финансовой практике.

Впрочем, если быть серьезным, то каждый из нас ощущает, (не хочется говорить, более зрелый характер рынка, потому что эта зрелость может быть сметена моментально), но все-таки возросшую сложность финансовых инструментов, финансовых технологий, мышления людей, которые работают на финансовом рынке, – словом, всего того, что характеризуется словом «зрелость».

Мы говорили о государстве, но государство решает многие свои задачи формальными способами, хоть и за этим есть жесткая административная рука. Но есть и процветающий приватный интерес при усложняющейся структуре рынка. И это факт 2007 года в сравнении с 1995 годом или даже 2000-м. Вместе с тем основной вопрос, как показала наша дискуссия, таков: как вырваться за формат *emerging market* в существующей социальной, административной и экономической среде? Как при этом сохранить устойчивость рынка, не подвергая его и общество финансовым катастрофам? Насколько фундаментальны ограничения, делающие эти задачи невыполнимыми (или выполнимыми)?

И какова должна быть программа частных мер, более полная, чем существующая «Стратегия развития финансового рынка», которая бы приближала – шаг по шагу – решение этих задач. ■