Содержание

№1 январь 2009

Ни слова о гарантиях

Президент Национальной лиги управляющих Дмитрий Александров рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему стремление получать слишком высокий инвестиционный доход присуще людям, не понимающим природы денег.

14

КНИЖНАЯ ПОЛКА

Цыганок А. От спекуляций к инвестициям. Фондовый рынок для частных инвесторов

64

ТЕМА НОМЕРА: БУДУЩЕЕ — В НАСТОЯЩЕМ

6 **Расти от испуга**

Алексей Ведев, директор Центра стратегических исследований Банка Москвы, рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, в каком состоянии находится сейчас отечественный финансовый сектор и по каким сценариям он может развиваться в ближайшем будущем.

22 **Подъем без лифта?**

В Институте современного развития 12 декабря 2008 года состоялся круглый стол «Прогноз развития экономики России на 2009 год».

34 **Сырье дешевеет, капитал уходит**

Аналитики ING Wholesale Banking дали свои прогнозы того, что будет происходить в 2009 году в мировой и российской экономике.

51 **Все-таки рост?**

Инвестиционная компания «ФИНАМ» представила свой прогноз индекса РТС на конец 2009 года.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

38 **Пишем сценарии**

Российский рынок акций: рекордное падение за последние 10 лет, в 2009 году аналитики ждут отскока.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

42 **Вопреки кризису?**

Биржевой срочный рынок в России на протяжении последних пяти лет — один из наиболее динамично развивающихся сегментов.

48 **Уроки кризиса – не только для профучастников**

Ни брокеры, ни их клиенты не смогут обыграть ситуацию до того момента, когда рынок достигнет дна. Не получится! Построение локальных успешных стратегий в этой ситуации невозможно. Профучастникам пора перестать гнаться за валовыми показателями. Во главу угла теперь следует ставить только эффективность.

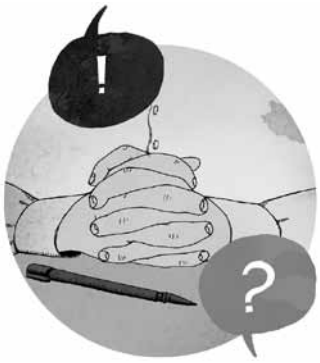
52 **ППП: стандартно, удобно**

При использовании такой схемы перевод ценных бумаг осуществляется только при условии перевода денежных средств покупателя на счет продавца. Это устраняет риски потери актива при расчете сделок.

МЕРОПРИЯТИЕ

61 **Финансовый аналитик — это звучит гордо**

В России появилась премия, которую вручают за научные результаты в области изучения финансов.



ПРОФСООБЩЕСТВО

НАУФОР консультирует

На вопросы профессиональных участников отвечают специалисты Управления контроля за деятельностью членов НАУФОР

4

Обещанного не ждать!

Группа «ОНЭКСИМ», принадлежащая Михаилу Прохорову, остановила оферту миноритариям ТГК-4 за несколько дней до ее завершения.

56

Будущее — в настоящем

Традиция финансового анализа имеет глубокие и давние корни на Руси.

Собственно, еще знаменитый русский поэт Жуковский описывал прогнозную практику своего времени в известной балладе «Светлана». («Раз в крещенский вечерок / Девушки гадали: /За ворота башмачок, / Сняв с ноги, бросали; / Снег пололи; под окном / Слушали; кормили / Счетным курицу зерном; / Ярый воск топили» и так далее). Из цитаты можно видеть, что уже тогда, в самом начале Х1Х века, методы аналитической работы были довольно разнообразными (хотя справедливости ради следует признать, что практика современного финансового анализа восходит к этим методам все-таки не однозначно прямым образом).

Заметим, что и гадать было принято примерно в то же время, что сейчас — в начале года.

Стремление человека попытаться узнать о будущем, находясь в настоящем, неистребимо.

Стремление это присуще многим людям, ничего криминального. Мы — не исключение. Именно поэтому текущий номер журнала отдан аналитикам. Они строят сценарии, выдвигают гипотезы, предлагают конструкции будущего.

А мы получаем возможность узнать, насколько усовершенствовались техники прогнозов за 200 лет.

Вестник НАУФОР

Издание зарегистрировано в Комитете РФ по печати
Свидетельство о регистрации № 018649 от 31.03.99
Издается ежемесячно с октября 1996 г.

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакционный совет
Анатолий Аксаков, заместитель председателя Комитета Государственной думы по кредитным организациям и финансовым рынкам
Сергей Васильев, заместитель председатель Внешэкономбанка
Анатолий Гавриленко, председатель наблюдательного совета группы компаний «АЛОР»
Геннадий Марголит, заместитель генерального директора ЗАО «ФБ ММВБ»
Григорий Марченко, председатель правления Национального банка (Республика Казахстан)
Яков Миркин, директор Института финансовых рынков и прикладной экономики Финансовой академии при Правительстве РФ, председатель Совета директоров ОАО «ИК «Еврофинансы».
Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР
Дмитрий Шацкий, вице-президент РТС

Редакционная коллегия
Евгений Данкевич, управляющий директор ОАО «Брокерский дом «Открытие»
Александр Ермак, директор департамента аналитических исследований ГК «Регион»
Олег Иванов, эксперт Комитета ГД по кредитным организациям, вице-президент Ассоциации российских банков
Владислав Кочетков, пресс-секретарь компании «Финам»
Ольга Кудинова, заместитель председателя правления НАУФОР
Юрий Минцев, вице-президент ИК «Брокеркредитсервис»
Александр Трегуб, советник председателя правления НАУФОР
Борис Черкасский, вице-президент ДКК
Александр Щеглов, генеральный директор ИК «Церих Кэпитал Менеджмент»

Редакция
Шеф-редактор **Владимир Кузнецов**
Ответственный секретарь **Лидия Ни**

Фото на обложке и в интервью **Павел Перов**
Иллюстратор **Евгений Тонконогий**

Учредитель **НАУФОР**
109147, Москва, Воронцовская ул., д. 35Б, стр. 1
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75
vestnik@naufor.ru

Издатель **КЦ НАУФОР**

Автор макета **Петр Пирогов**

По вопросам подписки и приобретения журнала обращайтесь по телефонам +7 (495) 730-53-52, 730-53-17.
www.dex.ru

Отпечатано в типографии ООО «Офсет-экспресс»
119620, г. Москва, Солнцевский пр-т, д. 11, кв. 236
Заказ №
Тираж 1500 экз.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. Все права защищены. Перепечатка допускается только по согласованию с редакцией.

Единым антикризисным фронтом

На борьбу с мировым финансовым кризисом брошены новые силы.

США

Новый, 44-й, президент США Барак Обама и его команда анонсировали драфт новой программы спасения американской экономики. Она получила название «План восстановления американской экономики» (American Recovery and Reinvestment Plan) и должна стать следующим этапом после «плана Полсона». Объем программы составит 825 млрд долларов. Возможные меры по спасению таковы:

- избавление банковской системы от «токсичных» активов путем их передачи специальному банку плохих долгов;
- льготы на налог физических лиц в размере 500 долларов на одного человека, или 1000 долларов на семейную пару;
- снижение числа отчуждений по ипотечным кредитам на сумму 50 млрд долларов;
- новые инъекции капитала в банковскую систему;
- создание 3–4 млн рабочих мест к 2010 году.

Германия

Федеральное правительство Германии тоже разрабатывает очередной план по спасению банков. Новая программа поддержки финансового сектора Германии предполагает так называемую модель Bad Bank Light: государство скупает высокорисковые активы, а банки возмещают возможные убытки в долгосрочной перспективе.

По сведениям немецкой деловой газеты Handelsblatt, новая программа поддержки финансового сектора должна помочь банкам справиться с последствиями кризиса таким образом, чтобы государство при этом не скупало сразу все высокорисковые активы и не национализировало банки. "Ежеквартальное обесценивание рисковых банковских активов не прекращается, несмотря на уже имеющуюся государственную программу помощи. «Сейчас,— пишет газета, — «необходимо вернуть утраченное взаимное доверие между банками».

Фактически государство скупает у банков, попавших в затруднительное финансовое положение, так называемые «токсичные» ценные бумаги, или выскорисковые активы. Таким образом, оно берет на себя убытки финансового института. Однако такой выход из положения кажется приемлемым не всем. Согласно сведениям Handelsblatt, обсуждаемая сейчас программа предполагает модель так называемого «облегченного варианта плохого банка» (Bad Bank Light). Ее суть заключается в том, что государство скупает высокорисковые активы в обмен на гарантию банка вернуть убытки в долгосрочной перспективе. Таким образом, государству не нужно делать срочных вливаний, чтобы обеспечить ликвидность банка, и в течение 40-50 лет оно получает часть банковской прибыли в качестве компенсации.

Великобритания

Глава ЦБ Англии Мервин Кинг заявил, что Банк Англии в ближайшие несколько недель начнет широкомасштабную покупку корпоративных бондов.

Россия

Ну а в России помощник Президента РФ по экономическим вопросам Аркадий Дворкович сообщил агентству «Рейтер», что существенная девальвация курса рубля подходит к концу, отметив, что в дальнейшем движения курса будут более спокойными.

НАУФОР консультирует

На вопросы профессиональных участников отвечают специалисты Управления контроля за деятельностью членов НАУФОР

Одной из целей НАУФОР является развитие и повышение эффективности бизнес-процессов в сфере профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. В этом номере специалисты НАУФОР отвечают на вопросы по заключению сделок и расчету суммы доходности.

Консультации специалистов НАУФОР см. в №№ 2, 3, 5, 6, 7-8, 10 2008 года

В каких случаях возможно заключение сделок между клиентами одного брокера?

При совершении сделок между своими клиентами профессиональному участнику необходимо учитывать виды договоров, заключаемые между клиентами и брокером. Рассмотрим все возможные варианты.

1. Поручение-поручение

Пунктом 3 статьи 182 Гражданского кодекса Российской Федерации закреплено положение, согласно которому представитель не может совершать сделки от имени представляемого в отношении другого лица, представителем которого он одновременно является, за исключением случаев коммерческого представительства.

В пункте 1 статьи 184 Гражданского кодекса Российской Федерации указано, что «коммерческим представителем является лицо, постоянно и самостоятельно представительствующее от имени предпринимателей при заключении ими договоров в сфере предпринимательской деятельности». Гражданский кодекс императивно определяет круг лиц, в отношении которых возможно коммерческое представительство, — юридические лица и индивидуальные предприниматели без образования юридического лица.

Таким образом, выступать представителем обеих сторон по сделке брокер вправе только в случае коммерческого представительства.

2. Поручение-комиссия

В соответствии с положениями статьи 990 Гражданского кодекса комиссионер действует от своего имени, сам приобретает права и становится обязанным по сделке, совершенной в рамках договора комиссии.

В данной ситуации в сделке с одной стороны выступает брокер (по договору комиссии), а с другой — брокер как представитель от имени представляемого — клиента. Получается, что брокер, являясь представителем, совершает сделку от имени представляемого в отношении себя лично, что противоречит пункту 3 статьи 182 Гражданского кодекса, который императивно запрещает представителю совершать сделки от имени представляемого в отношении себя лично. Таким образом, в данной ситуации существует риск признания сделки недействительной по иску заинтересованного лица.

3. Комиссия-комиссия

В соответствии с положениями статьи 990 Гражданского кодекса комиссионер действует от своего имени, сам приобретает права и становится обязанным по сделке, совершенной в рамках договора комиссии.

В данной ситуации и продавцом, и покупателем выступает брокер. То есть обязательство не может быть исполнено, потому что одновременно с возникновением в соответствии со статьей 413 Гражданского кодекса оно прекращается совпадением должника и кредитора в одном лице.

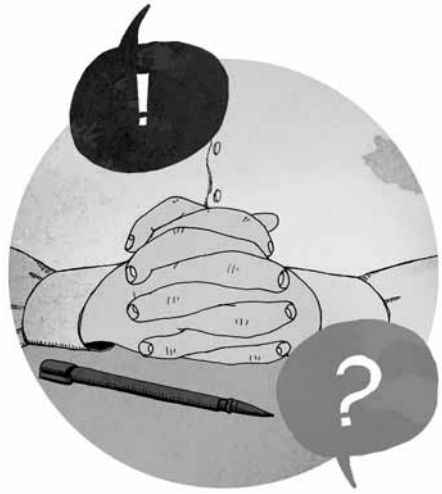
При расчете доходности по доверительному управлению в целях рекламы согласно действующему Порядку ФСФР России об осуществлении деятельности по управлению ценными бумагами возник следующий вопрос. Пункт 5.2 Порядка не указывает, считать ли сумму доходности вместе с НДС и НДФЛ или же после вычета указанных налогов?

В вопросе речь идет о расчете СОДn — оценочной стоимости принадлежащих учредителю управления объектов доверительного управления по состоянию на последний рабочий день расчетного периода — согласно методике, согласованной в соответствии с пунктом 2.15.8 настоящего Порядка, за вычетом расходов, начисленных управляющему, но еще не произведенных им, при управлении ценными бумагами учредителя управления, а также за вычетом вознаграждения, удерживаемого управляющим (начисленного управляющим) из имущества учредителя управления, находящегося в доверительном управлении, за расчетный период.

Из данного определения четко не следует, производить ли расчет доходности по управлению ценными бумагами в целях рекламы с учетом налогов или без них.

Доходность в целях рекламы, согласно Порядку, будет определяться за вычетом расходов, вознаграждения. Причем сумма вознаграждения в целях вычета, на наш взгляд, должна использоваться вместе с НДС (так как составляет единое целое в целях определения расхода доверительного управляющего).

Относительно НДФЛ. На наш взгляд, эту сумму нужно оставить в доходности — как любой объявленный доход (выигрыш, приз), о котором заявляется на полную сумму. Но реально при расчетах с клиентом доход, конечно же,



будет перечисляться клиенту за минусом НДФЛ.

В самой рекламе, на наш взгляд, совсем не обязательно упоминать о дальнейшем взимании НДФЛ с суммы доходности. Но в отчете клиенту необходимо показать НДФЛ в качестве расхода и итоговую сумму денежного остатка за минусом НДФЛ. Также является целесообразным в договорах по доверительному управлению ценными бумагами указать обязанности налогового агента по отношению к физическим лицам — клиентам. ◻

Алексей Ведев
директор Центра стратегических исследований
Банка Москвы

Расти от испуга

Российская экономика уже демонстрировала способность преобразовывать внешние шоки в факторы роста. Но не следует думать, что это происходит само собой

Алексей Ведев, директор Центра стратегических исследований Банка Москвы, рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, в каком состоянии находится сейчас отечественный финансовый сектор и по каким сценариям он может развиваться в ближайшем будущем.

— Алексей Леонидович, каков генезис нашего нынешнего кризиса: имеет ли он заморское или же по преимуществу национальное происхождение?

— Воздействие внешней среды на российскую экономику в нынешней ситуации является достаточно опосредованным или даже минимальным. Мировой кризис не так сильно повлиял на масштаб и структуру наших собственных внутренних проблем, как это принято излагать в СМИ.

Собственно, мы ожидали возникновения кризиса достаточно давно и писали на эту тему уже начиная со второй половины 2006 года. По нашей версии, предполагалось, что в 2009 году произойдет обнуление сальдо счета текущих операций, которое, соответственно, должно было спровоцировать кризис. Примерно так и получилось: дефицит счета текущих операций — тема ближайшего будущего, только в придачу к этой проблеме добавилась еще внешняя нестабильность, которая усилила масштаб кризиса.

В целом российский кризис спровоцирован использованием модели экономического роста, основанной на расширении потребления, и эта модель породила основные сегодняшние структурные проблемы.

Россия, как известно, страна с развивающейся экономикой. Особенностями развивающихся экономик являются высокие риски и недостаток собственных ресурсов для развития. Именно в силу этих причин развивающиеся экономики привлекают «внешние» средства. Демонстрируя высокие темпы роста экономики, Россия по традиции искала собственный путь. Высокие цены на сырье обеспечивали значительный рост ресурсов, которые аккумулировались государством (в виде валютных резервов и фондов) и размещались за рубежом. Напротив, корпорации и банки активно осуществляли заимствования на внешних рынках, привлекая средства для наращивания экономической активности. В результате были построены два независимых контура движения финансовых ресурсов: государственные средства направлялись на внешние рынки, а банки и корпорации активно привлекали средства за рубежом.

Такая конструкция позволила увеличить темпы роста экономики, но могла стабильно функционировать лишь в краткосрочном периоде и только при крайне благоприятных обстоятельствах (со-

хранение высоких цен на сырье и постоянное расширение внешнего финансирования частного сектора). Однако сегодня внешние условия изменились. И частный сектор (внешний долг которого сопоставим с резервами правительства) столкнулся с нехваткой средств для обслуживания долга.

Внутренних же ресурсов недостаточно. Объем сбережений нефинансовых агентов (населения и предприятий) в России уже в 2006 году был меньше объема кредитной задолженности.

Ключевой проблемой этой модели стало отсутствие финансов для ее поддержки.

Соответственно, стала образовываться «кредитная яма». Финансировать ее можно из двух источников: либо за счет государства, либо за счет внешнего мира. Был избран второй путь, то есть привлекалось значительное количество внешних кредитов, и «кредитная яма» росла.

Ключевым фактором нестабильности при этом выступил даже не отток капитала из России (хотя он и наблюдается периодически), а резкое сокращение притока иностранного капитала в страну. Для многих банков и корпораций стало сложно рефинансировать уже сделанные долги.

И как только приток капитала прекратился, сразу начались проблемы.

— Они начались у банков?

— Сейчас реальностью стало распространение кризиса из финансовой сферы на всю российскую экономику.

Оперативные статистические данные Росстата и различных опросов свидетельствуют о резком снижении спроса, падении выпуска в ряде отраслей, росте задолженности по заработной плате и в расчетах между предприятиями.

— Кстати, о методологической стороне вопроса: каковы ваши собственные методы исследования? Учитываете ли вы аналитику коллег, и если да, то чью именно?

— Мы — одна из немногих структур, которые строят и считают математические модели для макроэкономических про-

гнозов. В России не так уж много мест, в которых это действительно делают. Это, без сомнения, Минэкономразвития, это экономический департамент компании «Тройка Диалог» под руководством Евгения Гавриленкова, Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, курируемый Андреем Белоусовым, ведомство Андрея Клепача (включая Центр развития) — и, пожалуй, все.

У нас разработан достаточно сложный модельный комплекс для прогнозирования, выходящий за пределы традиционного эконометрического подхода, и мы тратим много сил на его поддержание. У эконометрических моделей есть свои преимущества, они позволяют получать количественные оценки, но поскольку в российской экономике многие тенденции имеют свойство неустойчивости, то параллельно мы используем также и балансовые подходы. Мы используем подобные модели для прогнозирования не только реального сектора, но также — и даже в первую очередь — для прогнозирования финансовой сферы.

У нас разработана модель институциональных финансовых потоков: фактически всю российскую финансовую систему мы сводим к потокам между институциональными агентами и прогнозируем ее развитие на 1–3 года вперед, в том числе даем свои оценки по среднесрочному социально-экономическому развитию России.

В работе мы используем статистику Минэкономразвития, Центрального банка и практически не пользуемся никакой другой информацией извне. С коллегами, которые применяют близкие методы, мы время от времени обмениваемся оценками.

Два года назад в качестве основы мы использовали сценарии развития экономики, разработанные МЭР, потому что тогда от действий министерства экономического развития и ЦБ зависело гораздо больше, нежели сейчас.

Сейчас прогнозировать в каком-то смысле проще, поскольку и у Минэкономразвития, и у ЦБ возможностей влиять на ситуацию стало гораздо меньше.

Следует отметить, что разброс в оценках динамики основных макроиндикаторов России у различных аналитиков сегодня весьма значителен. Но общей тенденцией является прогноз снижения темпов роста этих значений на 2009 год.

Сейчас в России наблюдается структурный кризис.

— Как он будет протекать в ближайшем будущем?

— Если мы говорим о среднесрочном прогнозе (или как минимум о прогнозе на 2009 год), то в этот период российская экономика будет развиваться при сохранении умеренно негативного внешнего фона. В качестве базовых сценарных предпосылок предполагаются:

- снижение цены на нефть до среднегодового уровня 45–50 долларов за баррель;
- отсутствие притока внешнего капитала.

Развитие экономики России в 2009 году может происходить по двум сценариям, определяемым принципиально разными направлениями правительственной экономической политики.

Первый сценарий фактически предполагает сохранение действующей модели роста. Поддержка расширения внутреннего спроса будет осуществляться за счет масштабных финансовых интервенций государства. Этой ценой сохранятся положительные темпы роста. Второй сценарий — построение фундамента для роста, имеющего принципиально иное качество.

Очевидно, что использование прежней модели экономического роста сегодня крайне затруднительно. И сопряжено с рядом проблем. Для расширения внутреннего спроса, особенно в условиях падения мировых цен на сырье, необходим рост банковского кредитования. Предварительные оценки показывают, что для обеспечения даже нулевого реального роста ВВП в 2009 году кредиты нефинансовому сектору должны возрасти не менее чем на 30%.

— Откуда же возьмутся эти деньги?

— Поиск источника этих средств является ключевым вопросом.

Основной структурной проблемой российской банковской системы на сегодняшний день выступает, как мы уже сказали, возрастающий разрыв между объемом кредитов и сбережениями нефинансового сектора (та самая «кредитная яма»). Превышение кредитов над депозитами на 1 декабря 2008 года составило 4,7 трлн руб. Следует в непременном порядке отметить, что этот разрыв превышал весь капитал национальной банковской системы на 1,1 трлн руб. (с учетом выданных ВЭБом и ЦБР в октябре первых траншей субординированных кредитов на сумму 275 млрд руб.).

В случае достижения относительной стабильности в банковской сфере депозиты населения и предприятий в 2009 году возрастут на 2,0–2,2 трлн руб. При этом 30%-ный рост кредитов нефинансовому сектору (необходимый для неснижения реального ВВП) означает необходимость увеличения кредитов на 5,0 трлн руб. Таким образом, «кредитная яма» увеличится в 2009 году на 3,0 трлн руб.

Внешние рынки капитала для российских предприятий и банков в ближайшее время будут практически закрыты. Для погашения внешней частной задолженности (банков и корпоративного сектора) в 2009 году также понадобятся деньги — в объеме 4,5 трлн руб. (при условии среднегодового курса в 30 руб./долл.). В результате совокупную потребность банковского и корпоративного секторов в государственном финансировании можно оценить в 7,5 трлн руб. Здесь уместно напомнить, что совокупный объем Резервного фонда и Фонда национального благосостояния РФ на 1 декабря 2008 года составлял 5,8 трлн руб., из которых 360 млрд руб. было уже размещено в ВЭБе. Таким образом, стремление сохранить и экономический рост, и саму модель роста обойдется пра-

вительству в сумму, превышающую весь объем сырьевой ренты, накопленной за время «сырьевого процветания».

Кроме того, если события будут развиваться по первому сценарию, то никуда не исчезнут структурные перекосы российской экономики.

Они возникли по той причине, что в течение комфортного периода высокого внутреннего спроса в стране не была создана институциональная и правовая система, которая способствовала бы появлению новых производителей и стимулировала конкуренцию на товарных рынках. Напротив, деловой климат по-прежнему определяют высокие административные барьеры (имеющие весьма реальное финансовое выражение) и значительная коррупционная составляющая. Эти факторы серьезно ограничивают деловую активность, ухудшают инвестиционный климат. Наши производители в этой ситуации имели возможность повышать цены на свою продукцию, проигрывая при этом в эффективности, диктовать свои условия на товарных рынках. Все это опосредованно способствовало опережающему росту цен на отечественную продукцию по отношению к импортным аналогам. Ситуация усугубляется фактическим отсутствием механизмов контроля над монополизмом на товарных рынках.

Наконец, в течение этапа роста в экономике не формировались стимулы для увеличения вложений в модернизацию производства. В результате отечественная институциональная среда не способствует усилению конкурентоспособности отечественной промышленной продукции. Даже напротив — она в максимальной степени снижает мотивацию к эффективности, фиксируя технологическое отставание нашей промышленности.

Тот факт, что финансовый кризис тормозит рост реального сектора, безусловно, не является исключительно российской проблемой. Однако масштабы потерь национальных экономик

напрямую определяются внутренней устойчивостью этих экономик, их адаптированностью к внешним шокам, а также качеством институциональной среды.

Можно предположить, что, если будет реализовываться первый сценарий, то в среднесрочной перспективе отечественная экономика столкнется со всеми негативными проявлениями нерешенных институциональных проблем.

Есть все основания ожидать, что «качество» данного роста при этом не изменится.

Содержанием второго, альтернативного сценария должно быть стремление приступать к решению накопившихся структурных проблем. Необходимо повысить объемы сбережений, понизить темпы роста кредитования. Нужно ликвидировать структурные диспропорции в нефинансовой сфере.

— А существуют ли структурные различия у нашего и американского финансового кризиса?

— Основное отличие состоит в том, что в Америке совершенно другие финансовые рынки. Там совершенно другая банковская система — по капитализации, по возможности работать с государственными органами. Гораздо лучшее соотношение между задолженностью нефинансового сектора и сбережениями. Мы всегда совершаем методологическую ошибку, когда говорим, что у российского населения крайне низкий уровень задолженности. Отношение сбережений населения к кредитам, у нас будет равняться 2/3, тогда как в Америке оно составляет 1/3 (за вычетом ипотеки). Иными словами, там две трети населения кредитуют одну треть, тогда как в России наоборот.

Наша пропорция — гораздо более опасная. Наше население, имея крайне низкие объемы сбережений, за последние годы набрало чрезмерные объемы кредитов — на 4,5 трлн рублей. Это тоже одна из проблем 2009 года.

— Она будет проблемой населения или банков?

— Она будет проблемой банков и государства. Конечно, финансовый кризис в Америке связан с недостаточным уровнем пруденциального надзора. Но различия между нашей и их финансовой системами принципиальны. Различной поэтому будет и цена выхода из кризиса. О чем говорить, если объем ВВП США составляет 14 трлн долларов!

Причем вклад финансового сектора в ВВП — всего лишь 8%.

— Мне кажется достаточно очевидным, что сохранение прежней модели роста не представляется вам желательным. Тогда поговорим о втором сценарии?

— Содержание альтернативного сценария — не просто обеспечение роста внутреннего спроса. Фактически здесь следует говорить о необходимости провести ревизию качества роста.

Наш быстрый рост имел «неправильное» качество, он маскировал низкую конкурентоспособность наших предприятий. Кризис актуализирует вопрос эффективности очень остро.

Должен быть реализован селективный подход к поддержке реального сектора. Часть предприятий (как раз стремившихся повышать свою эффективность) проводила модернизацию основных фондов и реализовывала инвестиционные программы. Прекращение финансирования подобных проектов ставит под угрозу конкурентоспособность этих бизнесов. Они должны быть поддержаны.

Российский реальный сектор входит в зону стагнации. Предотвратить его торможение может только эффективная государственная политика, предусматривающая комплекс мер разумного протекционизма в виде защиты внутреннего рынка, формирования спроса на отечественную продукцию, ресурсной поддержки инвестиционных проектов, системы налоговых льгот. А также модернизацию институциональной среды.

— Кто же и как будет реализовывать такую программу? Все мы знаем, что качество государственного управления у нас, мягко говоря, небезупречно.

— Это, безусловно, основной вопрос. У нас мало кризисных управляющих, которые могут работать в государственном масштабе.

Скажем, когда осенью 2008 года начались проблемы в банковской системе, государство влило туда достаточно много денег. Но масштабные финансовые инъекции не улучшили жизнедеятельность финансовой системы: кредиты по-прежнему не выдаются, рынок межбанковского кредитования не работает. Понятно, что проблема лежит на микроуровне.

Исходя из того, что в Центральном банке работает 74 тысячи сотрудников, можно было в тот момент проанализировать работу и состояние каждого банка, подумать о том, как стимулировать банковские слияния и поглощения, оживить банковскую систему, «разрулить» ситуацию вручную.

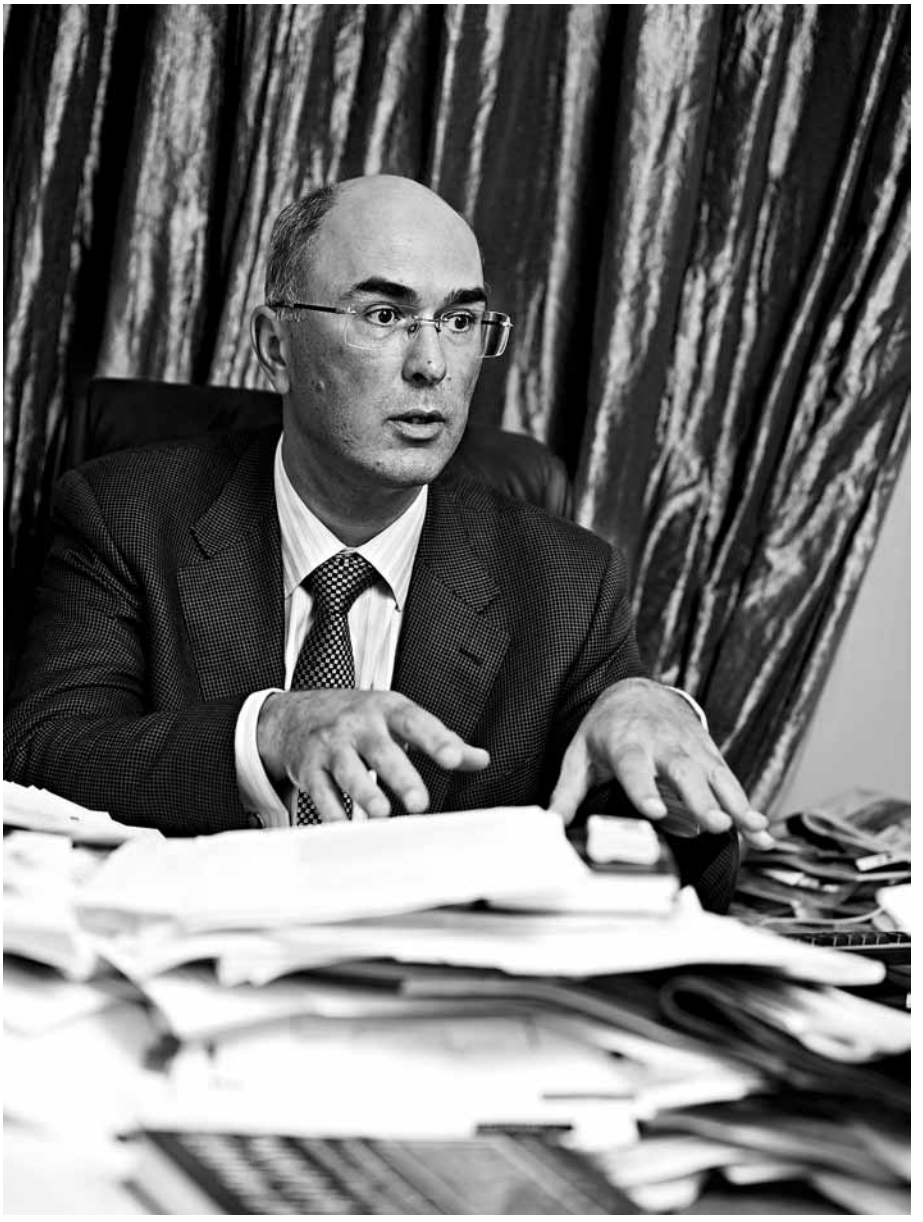
Надо было стимулировать каждый банк к эффективности. Или не давать ему денег.

— И ждать, когда банк умрет?

— А как иначе? Обобщать трудно, но в целом именно в этом заключается задача кризисного управляющего: отделить жизнеспособные бизнесы от «дохлых». Американские денежные власти сейчас так и действуют: они ведут переговоры с конкретными банками, работают на микроуровне. Так или иначе, но это работа государства: все равно денег сейчас нет нигде, кроме него.

Стабилизация ситуации на отечественных финансовых рынках в среднесрочной перспективе невозможна без решения наших структурных проблем. Проблема разрыва между объемами кредитования и внутренних сбережений является для нас сейчас определяющей. Разрыв этот настолько велик, что только за счет инструментов рефинансирования его не преодолеть. И особенно тревожным сигналом является то, что разрыв каждый месяц нарастает.

Наиболее сложна проблема синхронизации (как минимум) темпов роста



кредитов и депозитов или (как максимум) снижения разрыва между ними. Очевидно, что высокие темпы роста кредитов стимулируют инвестиционную активность и потребление и в нынешней ситуации являются значимым вкладом в российский экономический рост. Вместе с тем высокая инфляция (равно как и нестабильность на финансовых рынках), являясь во многом следствием «перегрева» кредитного рынка, сдерживает рост сбережений населения и предприятий.

— Что следовало бы сделать российскому государству с банковской системой?

— Необходима структурная перестройка банковской системы. Она крайне сегментирована: рассматривать ее целиком неправомерно. Кроме того, наша банковская система имеет низкий уровень капитализации. А также состоит из большого количества банков. Сейчас, когда каждый из существующих 1100 банков предъявляет свои требования для получения длинных ресурсов, система рефинансирования просто не работает.

Первый опыт рефинансирования, как мы уже говорили, это показал: затруднено доведение денег до предприятий, работа рынка межбанковского кредитования не налаживается.

Снизить социальные издержки финансового кризиса для населения с такой системой тоже не представляется возможным.

Словом, существующая структура не является рабочей.

— Как же можно ее структурировать?

— Следует стимулировать слияния и поглощения в банковской системе. Хотя это не просто и не быстро.

Одновременно с финансовой помощью кредитным институтам необходима ревизия их качества. Следует обеспечить прозрачные условия вывода с рынка наименее эффективных игроков, проведение банкротств неплатежеспособных банков. Которые, кстати, следует тщательно контролировать в целях недопущения вывода активов.

Если наши денежные власти хотят, чтобы в системе по-прежнему числилось

свыше 1000 банков, то им придется мириться с ней как с неизбежным злом с крайне низким уровнем ликвидности в ней. И с соответствующим высоким уровнем рисков. Я всегда выступал противником как беззалогового кредитования, так и политики смягчения требований к качеству залога: Центральный банк не может выполнять функции инвестиционной компании, бесконечно расширять свои полномочия по риск-менеджменту. Центробанк всегда должен быть кредитором в последней инстанции, и только им.

Отход от этой роли означает возникновение новых рисков, и в 2009 году аккумуляция рисков может дать негативный эффект.

Но я как аналитик лишь обрисовываю проблемы. Предлагать пути их решения — уже не наша задача.

— Кстати, мы совсем не обсуждаем проблемы фондового рынка — это принципиальная позиция?

— Да, я полагаю, что роль фондового рынка в российской экономике невелика. С некоторыми коллегами мы дискутируем на эту тему много лет: ряд из них считает, что макроэкономическая роль фондовых рынков возрастает. Мне такие воззрения представляются экономическим романтизмом. Фондовый рынок — это узкий спекулятивный сегмент, не более того.

Хотя в последние несколько лет роль отечественного фондового рынка стала возрастать за счет того, что ряд предприятий получил опыт успешного проведения IPO.

— Мне кажется, некоторые частные инвесторы в принципе хотят выходить на финансовый рынок только через биржу: им неинтересно просто отдавать свои деньги в банк.

— Согласен. У фондового рынка есть и еще один плюс. Валютную нестабильность имеет смысл пересидеть в акциях. Я бы и сейчас посоветовал это делать на среднесрочную перспективу.

Я не верю в глобальный передел валютного рынка, в крах доллара. Более того, я не очень верю в новый мировой финансовый порядок. Существующая система создавалась эволюционно, она устойчива, она работает и устраивает очень многих игроков. Не могут же все они разом уйти в швейцарский франк!

Кстати, имеет смысл обратить внимание на то, что, несмотря на резкие движения валют, мировая валютная система работает и кризиса в ней не наблюдается.

Таким образом, я противник разговоров о конце доллара, но если к ним внимательно прислушаться, то одной из рекомендаций по минимизации последствий кризиса будет именно заход в рынок акций.

— Итак, ревизия качества роста, селективная поддержка предприятий реального сектора, изменение структуры банковского сектора — вот предлагаемые вами меры по реализации альтернативного сценария развития российской экономики. В этом сценарии есть еще какие-то важные пункты?

— Безусловно, очень важны меры поддержки малого бизнеса, о котором так много говорят и для которого реально не сделано ничего. Кстати, малый бизнес, будучи весьма слабо допущен к заемным ресурсам, пострадал от финансового кризиса в меньшей степени, чем крупный и средний. Он, как Незнайка, который спал одетым, и поэтому из его карманов ничего не пропало.

Текущий год — очень удачное время для поддержки малого бизнеса. Было бы уместно внедрение льготного банковского кредитования и субсидирования процентных ставок, создание фондов поддержки малого и среднего предпринимательства.

Для средних и крупных предприятий 2009-й будет «пропущенным» временем: это год падения инвестиций в основной капитал и, скорее всего, падения выпуска. Такова макроэкономическая горькая правда. Остается малый бизнес. Он может достаточно быстро реагировать на изменения конъюнктуры, а также снижать социальную нагрузку, создавая новые рабочие места.

Малые предприятия могут существенно улучшить в целом тяжелую картину кризисного года.

— Пока что очевидно увеличивается лишь количество государственных бюрократических структур, паразитирующих на кризисе.

— Привлекательность государственной службы в этом году, я полагаю, снизится: расцвет ее привлекательности обычно совпадает с высокими нефтяными ценами. Деньги у государства скоро закончатся. И, кроме того, государство не может процветать, когда бизнесу плохо, когда исчезает источник благосостояния.

Таким образом, с экономической точки зрения ситуация скоро должна поменяться.

Но параллельно надо максимально содействовать положительным изменениям: развивая малое предпринимательство, например. А также поддерживая инновационный сценарий развития. Хотя пока мы не сделали в этом направлении даже полшага.

Но инновационным развитием, с моей точки зрения, тоже лучше всего заниматься в кризис. Потому что эффективность предприятий, их конкурентоспособность все равно, так или иначе, связана с инновациями. С производством товаров с максимальной добавленной стоимостью, с поиском своего места в системе международного разделения труда.

Хотя пока мы мало что можем в этом плане предложить миру.

И вот еще что важно: должна реализоваться политика создания национальных героев в области технологий.

— Поддержание инновационного сценария путем создания государственной корпорации «Роснанотехнологии» видится вам перспективным путем?

— Как одна из составляющих инновационного сценария — да. Роль государства в инновационном процессе велика, иначе и быть не может. Фундаментальные исследования имеет возможность проводить и финансировать лишь оно, у частного бизнеса нет на это ресурсов. Но считать, что вопрос инновационного развития решается только путем создания государственной корпорации — это не только наивно, но даже нелепо. ◻

ИНВЕСТОР

Дмитрий Александров
президент Национальной лиги управляющих

Ни слова о гарантиях!

В России государство не сможет выступать глобальным спонсором пенсионной системы. Оно может быть только гарантом и регулятором

Президент Национальной лиги управляющих Дмитрий Александров рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему стремление получать слишком высокий инвестиционный доход присуще людям, не понимающим природы денег.

— Дмитрий, каковы в настоящий момент основные проблемы индустрии коллективных инвестиций?

— С января по май 2008 года многие люди, работавшие в финансовой индустрии, находились под сильным впечатлением от роста рынка. Тратить больше, чем реально зарабатываешь, — таков был общий и дружный настрой в нашем сегменте.

Когда я стал президентом Национальной лиги управляющих (практически это случилось как раз год назад), то составил для себя реестр существующих в индустрии проблем. Было очевидно, что одна из основных проблем рынка — взаимоотношения управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов. Скажем, проходили конкурсы по управлению средствами НПФов. Иногда их выигрывала крупная управляющая компания, которая в принципе была способна выполнить свои обещания, — и относительно сохранения активов, передаваемых под управление, и по доходности. Но в ряде случаев победителем конкурса становилась маленькая компания, которая просто обещала показать хорошие результаты.

Я считал, что с этим надо бороться: во-первых, потому что управляющая компания — не банк. Она в принципе не может давать гарантии по доходности в будущем, несмотря на результаты инвестирования, достигнутые в настоящем. И это даже прописано законодательно для инвестиционных фондов.

Мы предпринимали попытки договориться в этом вопросе с участниками рынка, добиться нужного результата силами саморегулирования. Если бы, например, крупные УК прекратили практику подобных обещаний, то маленькие игроки были вынуждены последовать их примеру. Однако на

волне общей эйфории по поводу грядущих высоких доходностей попытки НЛУ добиться подобных соглашений не увенчались успехом.

Получалось в результате, что компании, имевшие незначительный капитал, которого могло хватить на покрытие лишь незначительной части средств, находящихся под управлением, давали и гарантии сохранности управляемых средств, и плюс к тому еще гарантировали определенный уровень доходности.

И какое-то время все жили в этой красивой сказке. А потом кризис возник в полный рост.

В кризис управляющие компании сработали по-разному: кто-то получил доходность минус 20%, кто-то — минус 50%. На фоне пятидесятипроцентных убытков, конечно, даже минус 20 выглядит почти успехом, но в итоге любые потери надо будет компенсировать. А как это делать, если суммы потерь несопоставимы с объемами собственных средств?

Мы начали консультации с НПФами. Вначале они говорили лишь о том, что будут судиться. Но за то время, пока идет судебное разбирательство, могут обесцениться даже те активы, что еще остались у управляющей компании.

С этими доводами пенсионные фонды согласились. Тогда было предложено пересмотреть подходы к оценке стоимости активов пенсионных фондов.

Нормативная база, регулирующая отчетность НПФ в настоящий момент, требует переоценки стоимости пенсионных активов на конец каждого отчетного периода. В нынешних условиях следствием такой переоценки неминуемо будет фиксирование убытков, и только убытков.

В связи с этим 19 ноября НЛУ направила Президенту РФ и министру финансов письмо. Мы просили проработать с Минфином РФ возможность не применять для НПФ с 1 января 2008 года правила бухгалтерского учета, требую-

щие регулярной переоценки финансовых активов (ПБУ 19/02). Вместе с тем до утверждения новой редакции ПБУ учет финансовых вложений для НПФ осуществлять по их первоначальной стоимости, по которой они были приняты к бухгалтерскому учету.

Минфин согласился с нашим предложением, мы получили соответствующие рекомендации. После этого Национальная лига управляющих направила в Минфин и ФСФР предложение создать совместную рабочую группу по вопросу практического применения положений данного письма.

Безусловно, Министерство финансов заняло конструктивную позицию в вопросе переоценки: в противном случае в отрасли разразилась бы череда дефолтов.

Теперь судиться, вероятно, будет меньше компаний, а участники начнут искать консенсус, который так необходим всем!

— Сюжет с пересмотром нормативов на этом закончился?

— Дальше мы стали думать о том, что отечественное законодательство в принципе написано под растущий рынок. Это положение вещей одно время соответствовало реальности, но в какой-то момент, как мы теперь знаем, оно может меняться. Поэтому нужно соответственно изменить саму методику переоценки активов. А именно, портфели следует разделить — на долгосрочный (так называемый инвестиционный) портфель и краткосрочный (казначейский).

Более того. ПБУ 19/02 долгое время носило рекомендательный характер. И только в 2006 году оно стало обязательным по инициативе НПФ, которым было приятно отчитываться ежеквартально перед учредителями и вкладчиками об успехах, которые имели место в связи с упомянутым ростом рынка.

Но подобный подход неверен: нужно показывать не доход за отчетный период, а инвестиционный доход в целом за весь период инвестирования.

Компании, имевшие незначительный капитал, которого могло хватить на покрытие лишь незначительной части средств, находящихся под управлением, давали и гарантии сохранности управляемых средств, и плюс к тому еще гарантировали определенный уровень доходности.

В этом направлении мы будем работать дальше.

— Но предъявлять управляющим требования гарантированной доходности все равно ведь не перестанут?

— Эта проблема существует постоянно, причем не только в России. Решали ее по-разному. Например, некоторые компании считали, что решение — это, например, работа с компанией Lehman Brothers. Когда твоим контрагентом является глобальный инвестбанк с вековой историей, о рисках вроде бы нечего беспокоиться, правда?

— Жизнь проиллюстрировала этот тезис несколько парадоксально!

— Теперь крах ряда глобальных инвестбанков позади (а самым впечатляющим как раз был конец Lehman Brothers), и текущий кризис мы, надеюсь, переживем.

Но кризисы — явление циклическое. Пройдет лет десять, наши места займут молодые амбициозные люди. Они опять будут ориентированы на «очевидные» вещи: на то, что рынок всегда растет, что цена на московскую недвижимость не может падать в принципе, что в мире, где существуют новые финансовые инструменты, никакой кризис произойти не может. И тому подобные вещи, которые мы уже пережили.

Я скептически отношусь к идее, что можно жить с абсолютной страховкой.

Кстати, здесь как раз уместно заметить, что риски в нашем законодательстве по ПИФам прописаны очень качественно.

Я знаю, что сейчас ФСФР получает множество писем от участников так называемых народных IPO с требованием вернуть инвестированные в акции деньги, хотя бы по цене размещения. Но не написано НИ ОДНОГО письма от пайщиков ПИФов с аналогичными требованиями, хотя в индустрии коллективных инвестиций сейчас потери доходят до 80%. Это происходит потому, что вкладчики паевых фондов инвестировали сознательно, понимая, какие риски они на себя берут, и что в принципе происходит с их инвестициями сейчас.

Когда человек знает о своей ответственности, он реагирует на ситуацию адекватно.

На одной конференции я беседовал со старым швейцарским банкиром: первую крупную сделку он заключил в тот самый день, когда в космос полетел Юрий Гагарин. Он делился со мной своим опытом, в частности, рассказывал, что делит клиентов на три категории. Первая — это те, кто хочет, чтобы их инвестиции приносили процентов 10 прибыли, с учетом инфляции. По классификации швейцарца, это люди с ментальностью бедняков, не понимающие природы инвестиций. Вторая категория — те, кто просит сохранить средства от инфляционного «усыхания»; если получится еще и дополнительно заработать, они будут это расценивать как бонус, но управляющему такого условия инвестирования не ставят. Это грамотные клиенты, понимающие природу денег. Третья категория любой ценой хочет очень высокой доходности, как в хедж-фонде: «это люди, которые готовятся стать бедными», охарактеризовал их мой собеседник.

Финансовые услуги — это сервис, ориентированный в первую очередь не на преумножение, а на сохранение средств: это относится к деятельности и банков, и управляющих компаний, и иных инвестиционных структур. Зарабатывать человек может исключительно в бизнесе: неважно, работает ли он учителем или руководит собственным

производством. Но если работа дает ему возможность часть средств не тратить на текущее потребление, то эти деньги он может сохранить путем инвестирования. Сохранение капитала — очень серьезная задача, и если финансист, которому инвестор доверяет решение этой задачи, справляется, то профессионализм такого финансиста делает ему честь и заслуживает достойного вознаграждения.

До кризиса многие отнеслись бы к такому утверждению скептически. А сейчас, думаю, эта мысль стала усваиваться легче.

И, конечно, инвестиции именно в фондовый рынок на долгосрочной дистанции дают возможность надеяться на более высокую доходность

— А зачем нужна регулярная переоценка пенсионных активов? Есть ведь несколько категорий подобной оценки: одна — чтобы посчитать эффективность работы управляющих; другая — вычислить обязательства НПФ по выплате пенсий, третья – сделать расчет будущих пенсий и т.д. Подход к каждой оценке, по логике вещей, должен быть свой, или я ошибаюсь?

— Необходимость в регулярной переоценке активов возникнет в зависимости от роста рынка, когда рынок вернется к уровням, на которых хорошие управляющие смогут закрыть убытки. Я не готов обсуждать конкретные даты.

— Мы говорим о стратегиях накопления. Но сейчас некоторые люди считают перспективы любых таких стратегий сомнительными. Скажем, поколение американских бэби-бумеров в значительной степени лишилось своих пенсионных накоплений, и даже на самом «бычьем» рынке их многомиллиардные потери отыграть не удастся — не тот горизонт инвестирования, во-первых. Можно ли продолжать утверждать, что правильная пенсионная система — это система накопительная?

— Тут уместно вспомнить Черчилля, который утверждал, что у демократии масса изъянов, однако лучшего политического строя, тем не менее, пока что не существует.

Россия в любом случае не может выступать глобальным спонсором пенсионной системы. Государство в целом может быть только гарантом и регулятором.

В Америке на фондовом рынке инвестируют, в том числе через индустрию коллективных инвестиций, 70–80% населения. В России, кажется, меньше 1%. Но до Второй мировой войны ПИФов не было в принципе (даже в США). Да и когда они появились, то до самого конца 70-х отрасль не процветала и наплыва пайщиков отнюдь не переживала. Но потом американское правительство стало бороться с инфляцией, с этой целью было принято решение ограничить доход по депозитам планкой 4%. А фондовый рынок США в это время рос. Притом хорошими темпами. Операция по обузданию инфляции длилась несколько лет. Все это время простые американские вкладчики и пайщики обменивались информацией об итогах своего инвестирования. В результате количество пайщиков взаимных фондов удвоилось, если не утроилось, пошла цепная реакция. И сейчас результат налицо.

Поэтому нам в России сейчас просто еще очень рано говорить о неудаче пенсионной реформы, об отсутствии интереса населения к фондовому рынку и тому подобных вещах. Надо работать, анализировать ошибки, исправлять их и снова работать. И по мере того как российское население будет становиться состоятельнее, его средства будут приходить на отечественный рынок все в большей и большей степени.

— Не наблюдаете ли вы, что отношение населения к отечественным финансовым институтам изменилось? Возможно, крах крупных заокеанских (и не только) игроков как-то поменял представления о возможностях своих и чужих финансистов?

— Во-первых, далеко не все заокеанские структуры погибли безвозвратно. Они сейчас реформируются, но существуют и будут, вне всякого сомнения, жить дальше.

Бизнес — это умение договариваться. Американские коллеги это умение хорошо освоили. Они договорятся и с регулятором, и с вкладчиками, они продолжат работать, пусть и потеряв немного в мощи и славе.

У европейских банков ситуация менее сложная, они меньше пользовались «плечами», да и государство их поддерживает.

А нашему рынку еще нет и 20 лет: бессмысленно сравнивать.

— Я не имела в виду сравнивать: я думала, что, возможно, сейчас выбор в пользу больших западных банков не будет предрешен априори.

— Да, в общем, я и прежде не наблюдал особой дискриминации в пользу западных структур.

В отечественной банковской системе сыграло роль создание Агентства по страхованию вкладов: люди стали больше доверять российским банкам. Что касается отрасли коллективных инвестиций, то здесь у отечественного пайщика в принципе нет особого выбора.

К тому же российские граждане пережили так много финансовых катастроф! В целом меня радует, что в России, несмотря ни на какие катаклизмы, все-таки появляется отечественный инвестор.

И я надеюсь, этот процесс будет идти с нарастанием.

— Вы упомянули, что несколько управляющих компаний смогли переиграть рынок. Мы можем назвать их?

— Соответствующий список по итогам года мы будем публиковать, скорее всего, в феврале. Так что есть смысл обсудить вопрос позже, после публикации.

— Российский срочный рынок не пережил сейчас, в период кризиса, системных крахов. Более того, идеологи российского срочного рынка (скажем, Роман Горюнов) уверены, что теперь инвесторы станут гораздо больше думать о хеджировании. В том числе о хеджировании путем использования деривативных инструментов. Разделяете ли вы это мнение?

— Нынешний кризис был ожидаем. Он угадывался по множеству примет. Например, в Москве вообще не осталось отечественных машин. Рынок труда был перегрет колоссально. И так далее. Меж тем люди не стали работать лучше.

Кризисы вообще ожидаемы.

И в будущем кризисы тоже непременно будут случаться. Уберечься от них нельзя. И защита инвестора — консервативность его стратегий. В целом выиграет консервативный инвестор, черепаха.

Поэтому, да, мы за развитие рынка. Нужно, чтобы рынок давал возможность диверсифицировать инструменты, особенно для вложений НПФ. Нужно расширять инвестиционные списки. В этом плане нас очень интересуют срочный рынок и — особенно — товарный рынок. Нефтехимия, зерно, сахар, лес.

Мы готовы работать здесь в контакте с биржами.

Мы и сейчас работаем с обеими главными российским биржами, поскольку поддерживаем расширение объемов биржевой торговли паями ПИФов.

— Что даст расширение обращения паев на организованном рынке?

— Пайщик может выйти из ЗПИФа одним путем: придя на общее собрание пайщиков фонда и голосуя против решений, принятых на этом собрании. Проведение общего собрания для фонда,

Нужно, чтобы рынок давал возможность диверсифицировать инструменты, особенно для вложений НПФ. Нужно расширять инвестиционные списки. В этом плане нас очень интересуют срочный рынок и — особенно — товарный рынок. Нефтехимия, зерно, сахар, лес.

имеющего большую численность, — процедура трудоемкая и затратная. (Мы пытаемся решить с ФСФР этот вопрос, в частности, перейти на электронные средства оповещения.)

Кроме того, если пайщик выходит из фонда, то ему следует выплатить денежную компенсацию.

Сейчас рынок недвижимости замер, наметилась даже небольшая рецессия, которая в ближайшем будущем, скорее всего, усилится. Таким образом, реализация недвижимости для выплаты средств пайщику существенно затрудняется. Выход большого количества пайщиков одновременно вообще чреват разорением фонда.

Вот именно для того чтобы избежать подобного негативного развития событий, паи и должны продаваться на бирже.

Это тем более целесообразно делать сейчас, когда на отечественном рынке появляется новый класс инвесторов — квалифицированные инвесторы. Неквалифицированный инвестор вряд ли станет покупать такой инструмент, как пай закрытого фонда недвижимости, а вот для квалифицированного пайщика такая операция вполне имеет смысл.

Соответствующим образом прописанные биржевые регламенты помогут брокеру проследить за тем, чтобы покупатель относился именно к категории квалифицированных инвесторов.

Сейчас активно обсуждаются технические процедуры вывода этих инструментов на биржу. Регулятор предлагает как вариант организацию специальной биржевой секции, но, как показывает опыт, дробление ликвидности практически никогда не бывает правильным решением.

И наш, и мировой опыт показывает, что ликвидность должна собираться в одном месте.

— Существуют ли у Национальной лиги управляющих другие приоритетные направления деятельности, помимо уже названных вами?

— Я являюсь участником наблюдательного совета за средствами «военной ипотеки». С учетом того, что наш рынок таков, каков есть, в настоящих условиях нет смысла проводить конкурсный отбор управляющих: правильнее было бы продлить действующие договоры. И мы работаем в этом направлении.

Есть проекты создания единых требований для проведения конкурсов по управлению государственными средствами (ЖКХ, военная ипотека). Нет смысла каждый раз придумывать новые правила в соответствии с пожеланиями разных чиновников. Единообразная конкурсная процедура упрощает работу управляющих компаний и снижает коррупционную составляющую подобных проектов.

Еще одно приоритетное направление — важно, чтобы на нашем рынке труда появилась профессия «финансовый консультант». Соответствующая работа ведется, в обозримом будущем Министерство здравоохранения и социального развития должно утвердить появление такой квалификации.

Считается, что девушка-операционист, продавая продукты своего банка, попутно может консультировать клиентов также относительно продуктов других финансовых учреждений. Но жизнь показала, что эта схема не очень эффективна. Правильнее внедрять институт независимых финансовых консультантов. Они смогут продавать, в том числе, паи паевых инвестиционных фондов. Хотя, наверное, пока рано говорить о том, что именно они будут продавать: сначала следует внедрить профессию.

Еще один достаточно масштабный проект — мы пытаемся создать адекватную единую методику рейтингования ПИФов (открытых и интервальных). Мы ведем соответствующую работу с отечественными рейтинговыми агентствами. ◻

Есть проекты создания единых требований для проведения конкурсов по управлению государственными средствами (ЖКХ, военная ипотека). Нет смысла каждый раз придумывать новые правила в соответствии с пожеланиями разных чиновников. Единообразная конкурсная процедура упрощает работу управляющих компаний и снижает коррупционную составляющую.

Не раскачивать лодку

Среди разных подходов имеет смысл выбирать конструктивный. Именно с таким выбором столкнулись сегодня участники рынка пенсионных накоплений

Финансовый кризис существенно уменьшил капитализацию российского фондового рынка. В частности, изменилась стоимость ценнобумажных активов, находящихся под управлением. В этой ситуации требование любого негосударственного пенсионного фонда вернуть переданные в управление средства может стать опасным прецедентом.

Ситуация резкого падения капитализации российского фондового рынка чревата многими рисками. В ряду прочих, существовала опасность того, что негосударственные пенсионные фонды начнут требовать от управляющих возврата переданных в управление средств. Но управляющие не в состоянии вернуть деньги, они могут вернуть, по преимуществу, ценнобумажные активы, которые обесценились в разы, — ведь рынок упал за 2008 год не менее чем на 70%.

И эти риски стали реализовываться. Уже 31 декабря 2008 года НПФ «ТНК-Владимир» подал иск на ЗАО «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент» в Арбитражный суд города Москвы, требуя возврата активов, находящихся под управлением «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент», — возврата в полном объеме с денежным покрытием отрицательной переоценки за 2008 год.

Однако, как отмечается в заявлении Национальной лиги управляющих, снижение стоимости активов НПФ «ТНК-Владимир» произошло вследствие падения котировок ценных бумаг на волне мирового финансового кризиса. Таким образом, удовлетворение судом иска по возмещению снижения стоимости активов, вызванного объективными причинами, став прецедентным, может вызвать серьезные проблемы у других управляющих компаний, что будет иметь негативные последствия для финансовой системы России в целом.

По словам генерального директора «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент» Сергея Сурова, управляющая компания готова вернуть активы в виде ценных бумаг или пролонгировать договор доверительного управления до исправления ситуации, что позволит в дальнейшем компенсировать временное снижение стоимости активов.

Президент НП «Национальная лига управляющих» Дмитрий Александров заявил: «Мы призываем пенсионные фонды не раскачивать лодку российской финансовой системы в этот критический момент. Только консолидированная ответственная позиция всех финансовых институтов, умение находить компромиссные решения и здравый смысл помогут нам пережить финансовый кризис».

Национальная лига управляющих с начала кризиса проводила мероприятия по принятию превентивных мер для предотвращения негативных последствий кризиса на финансовом рынке. В том числе, НЛУ направила Президенту и министру финансов Российской Федерации письмо с информацией о сложившейся ситуации и предложениями по решению проблем.

Государственные органы откликнулись на эти предложения, и НЛУ получила соответствующие рекомендации Минфина России.

Министерство финансов, как отмечает НЛУ, заняло позитивную позицию в решении вопроса о переоценке: в противном случае в настоящее время не осталось бы платформы для конструктивных переговоров НПФ и управляющих.

Вместе с тем всегда существует немудрый и неконструктивный путь, в нашем случае это обращение НПФ в суд на действия УК. Данная мера не противоречит закону, но противоречит здравому смыслу. Управляющие компании, как правило, добросовестно выполняли свои обязанности, и только финансовый кризис не позволяет им удовлетворить сегодня требования НПФов.

НЛУ в качестве отраслевого профсоюза призвал пенсионные фонды «не раскачивать лодку», в которой вместе находятся все участники рынка.

Подъем без лифта?

В Институте современного развития (ИНСОР) 12 декабря 2008 года состоялся круглый стол «Прогноз развития экономики России на 2009 год»

Эксперты обсудили сценарии развития мировой и российской экономики в 2009 и последующих годах. В центре внимания присутствовавших находились, главным образом, качественные показатели и прогнозные сценарии. В итоге, похоже, получилась картина предстоящего года на уровне структурных изменений.

Андрей Блохин, ИНСОР.
Тема сегодняшнего круглого стола вполне традиционна для декабря, поскольку в конце уходящего года всегда хочется заглянуть на год вперед. Сейчас жизнь дарит нам уникальную возможность прогнозирования не посредством старого доброго метода экстраполяций, построения математических моделей, когда получить прогнозный сценарий мы можем, пролонгируя существующие тренды.

В кризис метод экстраполяции работает не всегда безупречно, мы видим, что ситуация меняется динамично, через разрывы и разломы. Поэтому нужно понять, что в экономике меняется принципиально.

Прошу акцентировать внимание не столько на количественных показателях, сколько на гипотезах, закладываемых сегодня в прогнозы. Что будет происходить в экономике — быстрый и глубокий спад? резкий подъем? вялотекущая рецессия? Каким мы видим предстоящий год на уровне структурных экономических изменений?

Валерий Миронов, главный экономист Фонда экономических исследований «Центр развития».
Можно попытаться охарактеризовать тип текущего кризиса.

К данному моменту уже проявилась глубина падения экономики. В октябре оказалось, что снижение оптовых цен составило почти 7%, причем с падением цен на энергоносители это было связано не более чем на 1%, а все остальное — это снижение спроса. Тем не менее, по данным опросов, падения производства в октябре не было, потому что запасы не были пополнены до уровня, который имелся в период кризиса 1998 года. Разница составляла около 9%, поэтому можно предположить, что запасы примерно на 9 процентных пунктов демпфируют падение промышленного производства. В ноябре промышленность, по-видимому, вышла на тот уровень падения (около 8%), который продлится в ближайшие полгода.

Это видно по октябрьским данным. Хотя относительно сентября рост составил 2,5%, но это гораздо ниже значений роста октября по отношению к сентябрю за последние семь лет. Пролонгирован-

ные данные на ноябрь-декабрь (учитывая, что макроэкономическая ситуация в ноябре нисколько не лучше октябрьской, а с точки зрения падения цен на нефть даже хуже) показывали падение 5–10%. По данным Росстата, за две недели ноября падение промышленного производства составляет порядка 8%.

В декабре ситуация может несколько улучшиться за счет оживления покупательского спроса перед Новым годом. Но, тем не менее, траектория падения промышленного производства сохранится на уровне 5–10% в течение полугода.

Почему именно полгода? Потому что на восстановление кредитования в мире можно будет рассчитывать только тогда, когда выйдет банковская статистика за первый квартал 2009 года и прояснится ситуация на мировых финансовых рынках. Происходящие в мире процессы сразу же начнут распространяться и на Россию, поскольку мировая экономика глобализована.

Глобальная экономика плоха тем, что кризисы в ней быстро развиваются. Но зато и выход из них происходит достаточно быстро. Скажем, с точки зрения посткейнсианцев Хаймана и Мински, современная финансовая система характеризуется высокой степенью хрупкости; причем экономика, которую она (финансовая система) обслуживает, быстро входит в кризис, но зато при выходе из кризиса реальный сектор начинает получать деньги по финансовым каналам очень быстро. Поэтому многие западные эксперты полагают, что не следует стремиться к зарегулированности финансовой системы.

По этой причине все обсуждавшиеся на саммите G8 проекты изменения мировой финансовой системы, связанные с усилением регулирования по четырем направлениям, будут пока лишь предметом дискуссии. Какие-либо реальные изменения начнут происходить только после выхода мировой экономики из кризиса.

Возвращаясь к теме текущего кризиса, хочу сообщить, что Центр развития провел большую работу по изучению экономических циклов 70-х годов. Выявилось несколько интересных моментов. С одной стороны, сейчас мы находимся в заключительной фазе среднего десятилетнего цикла мировой конъюнктуры. С другой стороны, возможно, этот же период является заключительной частью длинного кондратьевского цикла, начавшегося в 50-х годах прошлого века. Этот цикл продлится до 2015 года. (Дата эта, конечно, достаточно условна). Окончание данного кондратьевского длинного цикла связано с переходом от доминирования авиационных, ракетных и компьютерных технологий к неким новым технологиям. Гипотетически — к био-, нано-, инфотехнологиям. Какое это имеет отношение к переживаемому нами кризису? Изученные кризисы часто начинались с ухудшения потребительских ожиданий, сокращения потребительских расходов. Имел место опережающий рост почасовой оплаты труда по сравнению с ростом почасовой выработки, что приводило к росту удельного веса трудовых издержек и падению доли прибыли в цене.

То же самое происходило в нашей экономике в последние годы. Основная

диспропорция — это опережающий рост зарплаты (в валютном выражении) над производительностью труда. Удельные трудовые издержки росли беспрецедентными темпами. В евродолларовом выражении (50 на 50%) — в темпе 20% в год. Такого не было ни в одной стране мира. Сейчас эта диспропорция будет устраняться. Мы проигрывали по этому показателю всем странам, так что кризис назревал. И он созрел!

Помимо реального валютного курса, теперь нужно таргетировать трудовые издержки относительно основных торговых партнеров. Такое таргетирование осуществляется в ОЭСР, в США, но не в России.

Изучение кризисов показало, что они были связаны с надуванием разного рода пузырей. Периодичность кризисов (7–10 лет) определяется не столько временем обновления основного капитала, сколько временем образования пузырей на разных рынках. Иногда ФРС удавалось спасти американскую экономику от кризиса, как это было, например, в 1998 году, иногда ее действия лишь усугубляли ситуацию.

Сейчас тоже имел место пузырь, — в частности, на сырьевых рынках. Утверждения, что высокие цены на нефть связаны со спекуляциями на деривативах, не подтвердились. Мы провели эконометрические исследования. Результат таков: по тесту причинности Грейнджера для сырьевых товаров (кроме рынка меди) связь между спекуляциями деривативами и ценой не прослеживается. Скорее, цена на нефть оказывала влияние на операции с деривативами. Рост цен на нефть был связан с другими факторами. Этот всплеск аномален и он не повторится в ближайшее время. Наиболее вероятен прогноз цены на нефть порядка 50 долларов за баррель. Хотя и могут быть некоторые флуктуации, связанные, например, с последним решением ОПЕК.

Из нашего исследования кризисов вытекает и одна положительная новость. Существует тенденция к сокращению продолжительности рецессии в американской экономике, а также к увеличению интервалов между ними. За 46 лет (с 1855 по 1900 год) экономика США находилась в состоянии рецессии 255 месяцев, то есть 40% периода. С 1901 по 1950 год рецессия занимала 35% периода. За последние 58 лет (как раз кондратьевский цикл) США находились в рецессии 106 месяцев, или всего 15% периода. То есть имеется некоторая тенденция к сокращению продолжительности кризисов. Можно предположить, что если и текущий кризис не выйдет за пределы этой тенденции, то его продолжительность будет составлять 1–1,5 года.

Мы сделали стресс-сценарий продолжительного L-образного мирового кризиса, который будет охватывать экономику в 2009–2015 годах. При этом предполагается, что в 2009 году цена на нефть составит 50 долларов за баррель, а затем 30. Мировая экономика находится в стагнации. В этом случае требуется 2,5–3-кратная девальвация рубля по отношению к бивалютной корзине за 2–3 года. Ставка рефинансирования вырастает до 17–20%, что существенно затормозит темпы роста банковской системы. Рост ВВП в 2009 году составит ±1% под влиянием резкого сокращения экспорта. Поскольку дальнейшее падение экспорта маловероятно, то при его стабилизации, даже в условиях стресс-сценария, темпы роста отечественной экономики будут положительными, 2–4% в год.

Таким образом, говоря о кризисе, надо отметить, что, во-первых, он может быть коротким. Во-вторых, даже при самом плохом сценарии будет иметь место рост российской экономики. В любом случае ситуация будет лучше, чем в начале 90-х. В-третьих, как писал Н. Д. Кондратьев, на начальном этапе новой длинной волны наблюдаются значительные изменения в основных условиях хозяйственной жизни. Они выражаются в глубоких изменениях техники производства и обмена, в изменениях условий денежного обращения, в усилении в мировой хозяйственной жизнедеятельности новых стран.

Это значит, что текущий кризис будет способствовать усилению попыток всех стран перейти к новой технико-экономической парадигме (по терминологии К. Фримена и К. Переса в теории конкурентоспособности). Такая ситуация позволяет странам, находящимся на более низком уровне развития, совершить скачок. Как это сделала Финляндия в 80-е годы и Ирландия в 90-е прошлого века.

Борясь с кризисом, нам необходимо продолжать анализировать детерминанты долгосрочного развития мировой экономики. Следует акцентировать внимание на развитии ресурсных рынков (энергетика, продовольствие, пресная вода), реорганизации мировой финансовой системы на основе преобразования ее конфигурации в связи с изменениями потоков сбережения–инвестиции, на изменении соотношения сил ключевых игроков (разных стран и социальных групп). Не надо забывать и о развитии инноваций и новых технологий, так как актуальным является переход к новой технико-экономической парадигме.

Дмитрий Белоусов, руководитель направления Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования.

Вначале о текущей ситуации.

ЦМАК тоже делал расчеты по U-кризису и V-кризису. С учетом нынешней ситуации ясно, что даже в рамках наиболее благоприятного сценария теряется порядка одного процентного пункта роста ВВП. Это по сравнению с наиболее активным инвестиционным сценарием, просчитывавшимся до кризиса. Пик роста при этом смещается в сторону 2015 года. Не решенные к данному моменту задачи, связанные с инфраструктурой и технологическими заделами, дают снижение роста на один процентный пункт и дальше.

Для долгосрочного развития наиболее жесткий выбор предстоит сделать между инновационным и инерционным (энерго-сырьевым) вариантами. К последнему нас тянет инерция институтов и

крупных игроков. При энерго-сырьевом сценарии в долгосрочной перспективе рост ВВП составит 3–4% в год.

Такие темпы не дают возможности одновременно поддерживать инфраструктуру, технологические заделы, бороться с бедностью, то есть не допускать образования застойных зон и поддерживать на необходимом уровне вооруженные силы России. Любой выбор в таких условиях — это образование зон неразвития. По нашим расчетам, критическим является значение темпов роста ВВП в диапазоне 5,2–5,7% в год. Следует отметить, что даже при быстром восстановлении рынков по модели U-кризиса Россия в этот диапазон не вписывается. Теперь по поводу выбора между моделями U- и L-кризиса.

Тип кризиса зависит от скорости восстановления мировой финансовой системы и, тем самым, быстрого или медленного восстановления потока капитала. Ключевая проблема состоит в том, что в мире не очень прорисовывается технологическая парадигма для новой волны роста.

Существующий набор сводится к нано-, биотехнологиям, новой энергетике и третьей волне ИКТ. Ситуация с биотехнологиями, где все непрозрачно, лично мне напоминает пузырь. По нанотехнологиям практический выход первой волны ожидается в районе 2015 года, а по медицинским технологиям — к 2025 году, то есть за пределами нынешнего кризиса. Несколько лучше обстоит дело с новой энергетикой, что дает шанс на формирование, по крайней мере, в развитых странах ядра роста и капитализации.

Поскольку в мире долговой кризис не закончился, на некоторое время наступит дефицит сбережений и инвестиций. Как в этой ситуации будут финансироваться проекты далекой перспективы, не вполне понятно. Экономия в первую очередь будет осуществляться на вещах, которые связаны с технологическим переходом. Но неясно, удастся ли создать в развитых странах зону привлечения ресурсов.

Модель выхода из кризиса зависит от того, насколько быстро США выйдут из рецессии. Как будут реагировать Китай, Саудовская Аравия, отчасти Россия, на ситуацию в мировой экономике? Произойдет ли регионализация инвестиционных систем? Насколько далеко зайдут попытки формирования в каждом из центров силы своих моделей сборки по полному кругу: сбережения — инвестиции — национальная инновационная система производства. В зависимости от вышесказанного, произойдет либо достаточно быстрый выход из кризиса в течение 2–3 лет, либо нахождение в таком состоянии продлится примерно до 2012-2015 года.

Что касается России, то в 2009 году ожидается отрицательный рост ВВП. Главное ядро кризиса — инвестиционное, так происходит уже сейчас. С экспортом ситуация относительно понятна, основные игроки определились и цены более или менее просматриваются.

В качестве источника роста остается потребительский сектор, состояние которого определяется динамикой потребления населения, товарооборота и т.п. Здесь проблема в том, что в условиях финансового дефицита компании будут стремиться подтягивать оплату труда к росту производительности труда.

Раньше в этой сфере наблюдался двойной перегрев. Реальная зарплата росла в два раза быстрее производительности труда, а потребительские расходы за счет кредитования росли быстрее доходов населения. В следующей трехлетке мы ожидаем, что рост реальной зарплаты будет отставать от роста производительности труда в силу финансовых ограничений для компаний.

Это означает, что даже с учетом нового потребления и снижением уровня сбережений, рост товарооборота составит 3%, максимум 4%. Такой рост товарооборота не вытягивает ВВП, поэтому в следующем году ВВП сокращается на 1%, даже при условии 20%-ной девальвации рубля. Девальвация к 2010 году дает позитивный импульс, и рост ВВП

составит 3%. С 2011 года российская экономика выйдет на восстановление динамики инвестиций. То есть впереди два очень тяжелых года.

Расчеты эти делались в конце ноября, до выхода ноябрьских данных по промышленности. А с учетом ноябрьских данных оценка падения ВВП в 2009 году на 1% выглядит оптимистичной.

Георгий Афанасьев, директор Экспертного клуба промышленности и энергетики.

У меня несколько разных по направленности мыслей.

Первая касается оценки ситуации с кризисом в целом. Я согласен с рядом экспертов, которые утверждают, что нынешний кризис противоположен кризису 1929 года. Тогда был кризис перепроизводства, а сейчас - кризис перепотребления.

Рассмотрим механизмы выхода из прошлого кризиса. Если коротко суммировать, то это была специальная работа, занявшая 10–15 лет.

Во-первых, были предприняты меры по ухудшению качества промышленной и потребительской продукции для того, чтобы она, продукция, быстрее выходила из обращения. Реализовались специальные программы для того, чтобы лампочки перегорали, ботинки рвались и так далее.

Во-вторых, был введен институт дизайн и моды для обеспечения не физического, то есть гораздо более эффективного вывода вещей из оборота. Методы эти продолжают действовать и сейчас. Ноутбук физически перестает работать через год, а морально устаревает уже через полгода. То есть методы, созданные в 30-е годы и завершенные в 40-е, продолжают действовать.

Не менее значимой (в том числе в части создания новых институтов) должна быть программа выхода из кризиса перепотребления.

Есть оценки, что средний американец на заработанный доллар потреблял на 1 доллар 15 центов. Это длительное потребление, не обеспеченное реальным производством, напоминает российскую экономику. У нас потреблялась сырьевая рента, а американцы построили финансовую инфраструктуру, которая давала возможность потреблять благодаря финансовой ренте, собираемой со всего мира. Таким образом, была создана рентная экономика, а любой рантье потребляет больше, чем привнес изначально в создание инфраструктуры.

Сейчас ситуация может улучшиться быстро, но это первый сигнал, который говорит о необходимости решения проблемы перепотребления.

Вторая часть моего выступления связана с прямой оценкой нынешней ситуации.

Мы беседовали с рядом экспертов, которые утверждают, что от заявленных инвестиционных планов будет реализовано не более 30%. У энергетиков созданы большие инвестиционные программы, но реализовываться будут только те, которые невозможно не финансировать. Во-первых, это начатые проекты, выход из которых дороже завершения. Во-вторых, проекты в зонах энергодефицита, поскольку они связаны с социальными проблемами.

В разных отраслях уровень свертывания инвестиционных программ различается.

Третья часть моей речи связана с анализом осуществляемых проектов. Назову несколько из них. В апреле 2009 года Toshiba и SanDisk построят в Японии завод по выпуску флеш-карт по технологии 43 нанометра, инвестиции составляют 6,6 млрд долларов. Intel строит на юге Израиля завод по производству изделий по технологии 45 нанометров. Инвестиции составляют 4,6 млрд долларов с предполагаемым сроком введения в строй в июне 2009 года. Ежегодный объем производства — 3 млрд долларов. Эти проекты не отменяются.

Для сравнения, инвестиционные проекты, которые заявлены в металлургии, имеют стоимость порядка 60 млн долларов, самые крупные — не более 500 млн долларов. Есть очень крупный проект создания металлургического куста на севере Китая

с производством около 40% от российской черной металлургии, но неизвестно, будет ли он сейчас осуществляться.

Четвертый раздел моего анализа связан с поведением отечественных корпораций. КАМАЗ объявил программу из трех пунктов: десятипроцентное сокращение персонала (около 5000 человек на 30 заводах корпорации); перенос платежа подрядчикам на 90 дней (сейчас 30). Таким образом, стимулируется возникновение цепочек неплатежей; приостановка материалоемких проектов, новые разработки ведутся только на бумаге.

Это типовое поведение, так же поступает ряд металлургических заводов. Они тоже объявили о программах увольнения.

При анализе последствий сокращения надо иметь в виду два обстоятельства. Крупные предприятия расположены в полузакрытых городах или городах с доминированием градообразующего предприятия. Таким образом, увольнение работника воздействует еще примерно на двух зависимых от него членов семьи. Но при этом в значительной мере сокращаются вакансии, а не живые люди. Заметим, что при пообъектном анализе выясняется, что на целом ряде металлургических предприятий свертывания инвестпрограмм не наблюдается, они считают, что спрос на металл восстановится.

Сегодняшний спад в известной мере связан с формированием запасов. Так, в энергетическом машиностроении, по экспертным оценкам, сформированы запасы металла на 1,5 года. Это результат страхования от имевшегося роста цен на металл, то есть запасы были сформированы на пике цены. То же самое сделали строители. Получается, что спад в металлургии вызван не снижением потребления у заказчиков, а игрой заводских финансистов и экономистов.

Лилия Овчарова, заместитель директора Независимого института социальной политики.
Вопрос к господину Миронову. Вы сказали, что кризис на фондовом рынке, в том числе на рынке деривативов, не связан с ростом цен на нефть. С чем же он связан? Вопрос к Дмитрию Белоусову: почему нет резервов роста производительности труда?

Дмитрий Белоусов.
В следующем году производительность труда вырастет на 2%. В долгосрочной перспективе рост производительности труда связан со сценарием развития. При энергосырьевом сценарии для производительности труда существует два или три переключателя. Первый сценарий — организационно-экономические изменения — требует для реализации несколько лет. Второй сценарий, смена структуры производства и отраслевой структуры, — это, в значительной мере, вопрос участия России в глобальных цепочках и интеграции в рамках СНГ. Условно говоря, это вопрос того, сможем ли мы вывести часть металлургии в Казахстан. Третий сценарий — технологическая модернизация.

В рамках энергосырьевого сценария поток инвестиций идет в ТЭК и атомную энергетику. Инвестиционное ядро формируется вокруг атомной промышленности и транспорта, так как в инерционном сценарии высока транспортная нагрузка. Будут развиваться также металлургия и машиностроение, связанное с ТЭК.

Инвестиционная емкость проектов у газовиков, нефтяников и транспортников будет расти по понятным географическим причинам. Поэтому поток инвестиций в другие обрабатывающие отрасли будет существенно ниже. Рост производительности труда, если он не статистический фокус, зависит от технологического перевооружения, а последнее при инерционном сценарии будет замедленным.

Инновационный сценарий хорош не по причине появления суперджета, бороздящего просторы Венесуэлы, а по той причине, что ведет к запуску процесса обновления фондов и быстрой адаптации к ограничению трудовых и энергетических ресурсов. При этом сценарии снижается энергопотребление, растет производительность труда.

Что касается кризиса перепотребления, то была выстроена модель, которая всех устраивала. США потребляли, занимая у всех. Их пассивы обеспечиваются активами нашими, саудовскими, китайскими и японскими. При этом китайцы имеют большой расширяющийся рынок сбыта, который обеспечивает в США физическое перепотребление, а в Китае — рост зарплат и жизненного уровня.

В результате в мире образуется избыток денег, который и по-честному (через китайцев) и спекулятивно (через финансовые рынки) разогревает нефтяной рынок. Так что и мы здесь имеем свою долю доходов.

Экономики всего мира пользуются тем, что долларов хватает для обслуживания международных расчетов. Доллары выпускаются в одной стране, но для всего мира.

Такая конструкция могла быть устойчивой при наличии очень сильного наднационального регулирования. Поскольку не было ни регулирования, ни желания поддерживать баланс, то ситуация схлопнулась.

Надо также учитывать, что реальный сектор США значительно задействован на финансовых рынках. Кроме того, Китай и Япония не очень склонны наращивать долларовые активы.

С учетом всех этих факторов, возможны два варианта действий. Первый — L-кризис. Идет попытка восстановить действовавшую до кризиса модель, постепенно разруливается ситуация с долгами и восстанавливается доверие в финансовых системах. Одновременно ищутся реальные опоры для финансовых инструментов.

США будут стремиться решить проблему рецессии через ослабление доллара, удержав свою экономику и подарив инфляцию остальному миру. Вновь укрепив доллар, они затем станут проявлять

внимание к цепочкам недооцененных реальных активов, так во всем мире будет иметь место долговой кризис и инфляция. К тому же, как говорил коллега Миронов, американцы будут стремиться к созданию новых центров инвестиционной активности. Но это сценарий медленного выхода из кризиса.

Второй вариант — ускоренная регионализация. В этом варианте проблемы снимаются отчасти за счет более высокой инфляции, отчасти за счет торможения темпов роста. Будет идти создание более или менее замкнутых макрорегиональных систем. Для США это означает, что они возьмут «под себя» Латинскую Америку как сферу ресурсов и производства. Для китайцев это означает достройку полного цикла НИС. Для Европы и России — свои варианты. Между этими пространствами отношения выстраиваются на договорной основе.

В этом сценарии в США произойдет скачок инфляции, потому что долларовая масса соответствует не мировому ВВП, а только ВВП американского пространства. Возникнет проблема социального контракта, так как дешевая китайская еда и одежда закончатся. Зато выстроится система полного цикла.

Для России этот сценарий — хороший вариант, так как возникнет конкуренция за дорогие ресурсы и дорогие технологические решения. Это вариант, на мой взгляд, более быстрого выхода из кризиса.

Валерий Миронов. Что стимулировало беспрецедентный рост цен на нефть?

Мы эконометрически показали, что не развитие рынка производных инструментов влияло на цены на нефть, а скорее, наблюдалось обратное воздействие. Рост цен на нефть стимулировал развитие рынка производных инструментов.

Что же повлияло на рост цен, самый сильный за всю историю? В постоянных ценах нефть стоила дороже, чем в 70-е годы. В последние пять лет наблюдались самые высокие темпы роста мировой экономики начиная с XIX века (за исключением конца 60-х годов). Происходил перенос обрабатывающих производств из стран запада на восток на основе вовлечения в производство достаточно квалифицированной и дешевой рабочей силы в Юго-Восточной Азии.

Этот перенос сопровождался созданием энергоемких производств, необходимых для обеспечения обрабатывающей промышленности. Создавались химические и металлургические предприятия. Мы, являясь сырьевым придатком индустриального Китая, который в свою очередь являлся индустриальным придатком постиндустриальной Европы, воспользовались этим скачком цен на нефть.

Скачок цен, видимо, произошел из-за того, что разные факторы наслаивались друг на друга. Ожидания также стимулировали рост. Повысилась «военная премия», во многих нефтедобывающих регионах усилилась перманентная нестабильность. Произошла атака на США. Возник один из основных трендов, которые будут формировать будущее развитие мировой экономики и политики в ближайшие 25 лет, новый глобальный политический вызов. Наднациональные силы — религиозные, транснациональные корпорации, преступные сообщества — зачастую оказываются сильнее национальных правительств, что усиливает нестабильность.

Лилия Овчарова. Когда начался текущий кризис, Независимый институт социальной политики обратился к анализу данных за 1998 год. На основе имеющихся баз данных мы пришли к выводу, что реальные доходы населения тогда упали примерно на 10–12%.

На этот показатель надо ориентироваться и сейчас. Чем отличались стратегии формирования доходов тогда и сейчас? В прошлый кризис был большой потенциал роста доходов в бюджетном секторе, сейчас его нет. В 2005 году произошел восстановительный рост доходов, доходы населения составляли 100% от уровня 1991 года.

Мы считаем, что сейчас надо приостановить начатую министерством образования ликвидацию вузов. Сейчас лучше сохранить даже не очень хорошие высшие учебные заведения, это дает возможность занять население, сдержать выход на рынок труда.

Что касается развития малого бизнеса – это в основном риторика. Было всего два мощных импульса для его развития — первый в 1991–1992 годах, когда малым бизнесом реально можно было заниматься, и второй, когда была либерализована внешнеэкономическая деятельность.

Каковы плюсы нынешней ситуации? Проводимые нами с представителями среднего и малого бизнеса фокус-группы показали, что препятствием для развития этого бизнеса является не только неуважение к институту частной собственности, но также высокие зарплаты в других секторах экономики, которые выстроили барьер для привлечения работников. Кризис создает возможности для роста.

По данным анализа, разъехавшиеся семьи будут стремиться удержать жилье. Дети, которые живут отдельно от родителей, даже не создав семью, не хотят возвращаться к родителям. Они будут стремиться удержаться в съемном жилье и таким образом удержать уровень доходов.

Еще один положительный фактор. Если в 1994–1995 годах в кризисной ситуации женщины были готовы вернуться в семью, то теперь критическая их масса не хочет оставлять работу. То есть женщины также будут стремиться создавать сервисную экономику, а не сидеть дома.

Алексей Ведев, Банк Москвы.
Сейчас у нас имеет место вполне предсказуемый институциональный финансовый структурный кризис. Совершенно не важно, в какой стадии делового цикла или длинных волн мы находимся. Равно не имеет значения, какое состояние мировой экономики сейчас наблюдается.

Первое. Российская экономика находится в состоянии кредитного разрыва или кредитной ямы — таково содержание институционального финансового кризиса. Сбережения нефинансового сектора меньше, чем его внутренняя задолженность. Этот разрыв постоянно нарастал, финансировался он внешним миром. Когда внешнее финансирование закончилось, начались проблемы в банковской системе — и с кредитом, и с ликвидностью.

Модель форсированного роста 2005–2006 годов закончилась, так как в основе она имела пирамидальную структуру. Сейчас мы видим частичное замещение внешнего долга внутренним, но проблему это не снимает, потому что кредитный разрыв нарастает.

В следующем году ситуация обострится, кредитный разрыв, который будет предъявлен государству, составит 7,5 трлн рублей. Если этот кредит не будет предоставлен, то произойдет переход в отрицательную область роста ВВП. Далее произойдут последствия в виде банкротства банков и дефолтов по обязательствам предприятий.

(В этом номере опубликовано интервью с г-ном Ведевым. Поэтому мы сочли возможным часть его выступления на круглом столе изложить тезисно. *Прим. ред.*)

Эта структурная проблема накладывается на проблемы банковской системы — ее сегментированность, низкую капитализацию, абсолютную неготовность денежных властей к рефинансированию и передаче сбережений государства в реальный сектор.

Дополнительно существует (обсуждаемая с 2005 года) проблема 2009 года, когда мы выйдем на отрицательный счет по текущим операциям и неизбежно упремся в необходимость девальвации рубля.

Мы видим два базовых сценария.

Первый. Государство в следующем году заливает экономику деньгами, происходит замещение внешнего долга внутренним.точной степени фронтальная.

Второй сценарий предусматривает ревизию качества роста.

В этом сценарии в 2009 году произойдет спад с надеждой на рост уже в 2010–2011 годах. В случае реализации первого сценария прогнозировать 2010 год мы не беремся. поскольку счет в 7,5 трлн рублей превышает объем стабилизационного фонда, и в этом случае к концу 2009 года государство подойдет к банкротству.

Новая проблема — просроченная задолженность по кредитам населения. Мы не знаем, как ее решать.

По состоянию на 1 ноября 2008 года банковская задолженность населения составляет 78% от всех банковских сбережений (4,1 трлн рублей задолженности против 5 трлн рублей банковских сбережений). Мы изучили статистику примерно по 60 странам — такого положения нет нигде больше. С учетом того, что количество безработных в России увеличилось на 1–2 млн человек, и только за ноябрь в 2,3 раза выросла задолженность по зарплате, эта проблема переходит в 2009 год.

Проблема плохих долгов для банковской системы на следующий год — одна из основных. Государство и здесь анонсировало свое участие.

В целом в 2009 году мы видим минус — прежде всего, по инвестициям, по товарным запасам, а также падение темпов роста реальных доходов населения до 2%.

Единственно, что непонятно, — это насколько падение цен производителей может скомпенсировать номинальное падение инвестиций. Все инвестиции в номинальном выражении будут существенно ниже.

Гиви Мачавариани, руководитель группы координации и методологии прогнозирования ИМЭМО РАН.
Впервые слышу, чтобы качество ухудшали специально, тогда решалась другая проблема — снижение издержек любым способом. Срок службы изделий при этом действительно сокращался, но последовательность была обратной.

Сейчас ситуация противоположная: снижение издержек сопровождается резким повышением качества. На всех рынках свирепствует жесточайшая конкуренция, поэтому снижение качества не может быть выходом. Если обратиться к рынку электроники и компьютерной техники, то за десять лет производительность этой техники настолько повысилась (цены при этом снизились), что статистически даже невозможно сравнить удельные цены.

Ключевой вопрос следующего года — инвестиции. Если посмотреть на динамику инвестиций с начала 2008 года по октябрь и сравнить с изменениями цен на инвестиционные товары, то реального роста инвестиций нет. Норма накопления в России и США была одинаковой, разница в том, что в США — самые эффективные инвестиции в мире, а у нас имеет место значительное недоинвестирование.

Норма накопления в России — 18% ВВП, она стабильна в течение нескольких лет. В США норма накопления составляет 18–20% ВВП, а в производственной сфере около 14% за весь огромный послевоенный период. В Китае — около 40%, в Японии в период быстрого роста — около 30%.

Сейчас ведущие европейские страны и Япония подтягиваются к уровню США, так как растет эффективность капиталовложений, норма накопления составляет там 22–23%. Но до США им еще далеко. Так что проблема следующего года в России — сможет ли государство преодолеть падение инвестиций.

Вторая проблема, о ней уже говорили, — это исчерпание опережающего роста зарплаты по сравнению с ростом производительности труда. Мы посмотрели на эту проблему с другой стороны. Доля зарплаты в ВВП по источникам доходов в России существенно ниже, чем доля наемных работников в странах Запада. В России доля зарплаты — 45%; 45% составляет прибыль и смешанные доходы. В США последний показатель составляет 19–21%, а заработная плата — свыше 60%. Мы считали, что в России еще лет десять надо поддерживать опережающий рост заработной платы по сравнению с ростом производительности труда.

Если же обратиться к микроуровню, то во всех отраслях материального производства заработная плата наемных работников в издержках производства составляет около 10%. В ведущих странах мира этот показатель составляет 45-60%, таким образом, заработная плата является основной составляющей издержек материального производства. Главный источник спроса – население, так что при снижении зарплаты сложно говорить о росте спроса и производства.

Ключевым является развитие мировой экономики. Не секрет, что в случае кризиса первыми страдают сырьевые отрасли. В России сложилась в этом плане ненормальная ситуация. У нас экспортируется более 70% нефти и нефтепродуктов, 25% газа, около 60% черных металлов, 80% удобрений, 90% цветных металлов и алюминия. Даже при восстановлении мировой конъюнктуры проблемы для этих отраслей будут усугубляться.

Существовавшие цены на нефть — типичный пузырь. Сейчас ситуация напоминает начало 80-х годов. Меры по экономии, предпринимаемые на Западе, приносят первые результаты. Третий год подряд потребление нефти в странах ОЭСР сокращается. По данным ОПЕК, в 2008 году сократится и общемировое потребление нефти. В 2009 году потребление нефти как минимум не вырастет. Главной причиной сокращения цен на нефть является падение спроса.

В следующем году можно все же ожидать небольшого роста цен, так как экономика США, по нашему мнению, будет достаточно быстро выходить из кризиса. Однако общая тенденция сокращения спроса на нефть продолжится. Динамика роста потребления нефти с 2000 по 2007 год увеличивалась на 1,5% ежегодно при росте мирового ВВП 4–5% в год. Далее потребление нефти будет расти, но очень медленно.

Теперь о черных металлах. Мощным конкурентом здесь нам стал Китай. Россия производит 75 млн тонн стали, СССР и США на пике производства выпускали 150 млн тонн стали в год, а КНР сейчас производит 500 млн тонн стали в год и экспортирует 30-40 млн тонн. Если Россия не улучшит качество экспортируемых металлов (сейчас это низшие переделы), то в конкурентной борьбе победит Китай.

После анализа ситуации по отраслям мы пришли к выводу, что рост ВВП России в следующем году при благоприятном варианте составит 1–2%, а в худшем варианте произойдет падение на 1–2%. На будущее, тем не менее, остаются ключевые вопросы структурной перестройки. Учитывая финансовое состояние российского рынка, решать эти вопросы будет сложнее, чем раньше. Я плохо представляю, что может восстановиться ситуация, когда почти весь капитал ввозился из-за рубежа. Даже при восстановлении мировой экономики потоки капитала будут у нас перехватывать другие рынки.

Теперь несколько слов о том, как мы представляем себе ситуацию в США и мировой экономике. Американские специалисты при исследовании всех кризисов начиная с 1857 года выделяют четыре критерия спада: падение промышленного производства (ВВП), сокращение занятости, торговли и реальных доходов населения в течение двух кварталов подряд.

У нас сейчас объявлено, что в России с декабря началась рецессия. Но почему? Промышленное производство и ВВП не падают. I–III кварталы 2008 года дали рост ВВП. Третий квартал по сравнению с предыдущим дает падение ВВП на 0,5%, а по сравнению с III кварталом 2007 года имеется рост. За три квартала 2008 года по отношению к тому же периоду 2007 года рост ВВП составил 1,8%. Если даже в четвертом квартале будет наблюдаться

сокращение ВВП, то реальные доходы пока продолжают расти, а промышленное производство в октябре 2008 года показало рост на 1,3%. (Занятость действительно сократилась.)

Полагаю, что в первом квартале 2009 года страхи улягутся, и во II-III квартале можно будет говорить уже о росте экономики.

Юрий Симачев, заместитель генерального директора межведомственного аналитического центра.
Остановлюсь на нескольких моментах, связанных с микроэкономическими оценками в области инноваций.
Первое. Мне кажется, что до кризиса у нас не происходило положительных сдвигов, связанных с инновационной деятельностью. На ряде предприятий, занимавшихся инновациями, затраты на инвестиции, на НИОКР по отношению к выручке возросли. Но структура инновационной активности осталась неблагоприятной.

Второе, сам круг предприятий с достаточной глубиной инноваций очень узок, и он не меняется. С 2005 по 2008 год существенно увеличилось количество предприятий (до 10%), не испытывающих препятствий для внедрения инноваций. Из этой группы треть, тем не менее, их не осуществляет.

По нашим наблюдениям, это связано со снижением конкуренции по этой группе предприятий. Почему же конкуренция снизилась? Мы это связываем с ростом государственного стимулирования, с расширением спроса со стороны крупных госкомпаний. Этот спрос не сопровождается ужесточением инновационных требований.

Эта ситуация во многом связана с недостатком институтов для стимулирования инноваций и их неэффективным функционированием.

Какие у нас существуют стимулы для инноваций? Объем инвестиционной премии составляет всего 10% от прибыли, но и ею воспользовалась всего

четверть-треть имевших на нее право предприятий. Такое отсутствие инициативы напрямую связано с налоговым администрированием — при получении инвестиционной премии возрастает риск дополнительных проверок и т. п. (Данные получены на основании опросов.)

Кроме того, весь 2006 год выходили письма Минфина, которые реально не позволяли пользоваться налоговой льготой. Здесь важен еще и структурный эффект. Крупные и сверхкрупные компании готовы нести издержки оспаривания налоговых претензий в судах. Средний бизнес на такие риски уже не идет.

Мы замыкаемся на инновациях, связанных лишь с новыми индустриями. Но даже при этом надо понимать, что инновационные сектора устроены иным образом, нежели сами индустрии: это не вертикальные, а сетевые структуры, гибкие партнерства. Здесь возможно создание крупных альянсов между компаниями, в том числе между конкурентами, по отдельным разработкам и отдельным направлениям. У нас ничего подобного не делается.

Роль малого бизнеса у нас понимается искаженно. Малый бизнес в случае своей успешности вырастает в средний и крупный — именно в этом состоит основной эффект его развития.

Но в России у малого бизнеса очень сильны антистимулы к росту. Как только бизнес переваливает за определенные объемы оборота, он сразу сталкивается с дикими административными барьерами и угнетающим влиянием местных органов власти.

При переходе к фазе роста такое жесткое регулирование скажется принципиальным образом. На экспортных рынках будут возникать новые ниши. Но единственный оперативный инструмент, который работает для крупных предприятий как премия, — субсидирование процентных ставок по экспорту, реализуемый Минпромом. Кто успел подать заявку, тот субсидирование получил, кто не успел – не получил, потому что деньги кончились. Но и эта система действует только для тех предприятий, которые осуществляют экспорт не менее трех лет. Вполне имеют смысл, например, такие меры, как налоговые каникулы для бизнесов, создаваемых в «чистом поле».

На новые рынки невозможно прорваться, не заключая страновые альянсы. (Речь идет о странах второго эшелона с мощными экономиками — Индия, Бразилия и т.д.)

Необходим определенный масштаб финансирования. В США значительную часть расходов в этом направлении берет на себя государство — через поддержку национальных лабораторий, исследований в университетах.

На этапе роста надо переходить от «якорей» к «парусам». Должны быть созданы комплексные программы, например, по энерго- и ресурсосбережению. В таких программах необходимо предусматривать стимулирование спроса и налоговое стимулирование, причем не только для предприятий, но и для домохозяйств.

Андрей Блохин. Экономика 90-х была инновационной. Только инновации были не технологическими, а организационно-хозяйственными: внедрялись новые банковские, страховые, торговые технологии. Сейчас технологические инновации, вроде бы, никому не нужны. Но, может быть, нужны другие инновации — на уровне отношений между субъектами экономики, государством и бизнесом: администрирование налогов, создание сетей, институтов.

Сергей Цухло, заведующий лабораторией конъюнктурных опросов научного направления «Реальный сектор» ИЭПП. Мы подвели первые итоги текущего декабря: такого обвала, как в ноябре, не будет. Ухудшения спроса не произошло. Почему не произошло?

В декабре случилось резкое понижение цен производителей, такого не было даже перед дефолтом 1998 года. По результатам декабрьского опроса предприятий видно, что они готовы идти на снижение

издержек, цен, объемов производства, на поиск новых рынков сбыта и на бартер, на применение векселей и взаимозачеты.

Вероятность снижения зарплат составляет 57%, а увольнений только 44%. До сих пор многие считают, что работников не хватает, кризис кончится, а людей найти будет невозможно. Основная причина недостатка кадров, по мнению руководства предприятий, низкая зарплата (данные докризисные).

Лилия Овчарова. Особенность российского рынка труда — гибкая ценовая компонента. Неправильное увольнение опаснее для предприятий. Для работодателя легче уменьшить или не выплачивать зарплату. Поэтому, кстати, плохо идут инновации: нет мотивации для повышения производительности труда.

Дмитрий Белоусов. В ноябре была совершена попытка создать (при подготовке к заседанию Госсовета) единую антикризисную программу. Беда в том, что эта попытка была сорвана усилиями Минфина и ЦБ. В программе было три идеи — восстановление кредитования в условиях умеренных процентных ставок через агентские банки и усиление валютного контроля; использование госзаказа и установление жестких квартальных лимитов; а также точечная поддержка отдельных предприятий.

Но этот корабль в течение месяца был потоплен двумя торпедами.

Первая — повышение процентной ставки, вторая — объявление о готовящемся секвестре бюджетных расходов. Повышение ставки — вовсе не попытка сдержать уход капитала, так как при этом должен вводиться фиксированный курс национальной валюты. Вместо этого начали производиться девальвационные действия по расширению валютного коридора.

Таким образом, благодаря усилиям Минфина и ЦБ в следующем году мы получим типичную стагфляцию — падение производства и рост цен естественных монополий при инфляции выше 10%.

Октябрьский спад был локализован. Ноябрьский спад — фронтальный. Он произошел из-за недостатка оборотных средств. Идет сокращение объема краткосрочных (до трех месяцев) кредитов, это типичная рыночная реакция. Косвенным показателем спада является также рост задолженности по зарплате.

Валерий Миронов. О политике ЦБ.

Отрубание хвоста по частям, как это делается сейчас с девальвацией рубля, относительно бивалютной корзины на 7–8% за последний месяц, не дает результата. Не учитываются курсы валют торговых партнеров (Украина, Корея, Турция), которые сильно девальвированы. Относительно этих валют рубль продолжает укрепляться.

Если ЦБ зажимает денежное предложение, повышая процентные ставки, чтобы не было спекуляций валютой, то тогда следует учитывать, что для сильного снижения импорта под влиянием ослабления рубля нужно таргетировать курс по отношению ко всему набору валют. В 1998 году отклик на девальвацию был сильным, потому что одномоментная девальвация была 2–3-кратной.

Если идти по такому пути, то надо одномоментно девальвировать рубль до 40 руб/доллар, затем зафиксировать курс и подавить инфляцию информационно. Тогда резервы можно было бы направить на инфраструктурные проекты, что подняло бы спрос. Только строить надо не в Сибири, так как спрос на сырье упал, а в Москве, Санкт-Петербурге, городах-миллионниках, чтобы был эффект в точках роста.

Есть четыре варианта валютной политики, и следовало бы их обсуждать в экспертном сообществе.

А. Горленко, заместитель генерального директора Независимой транспортной компании.

Мы сейчас снижаем зарплату, через сокращение рабочего дня, всем, в том числе и первым руководителям. Так что если кризис быстро закончится, то мы выйдем из него, сохранив коллектив.

Если же кризис будет длительным, то основным способом уменьшения расходов государства на поддержку сырьевых предприятий становится девальвация рубля.

Дмитрий Белоусов. Боюсь, что я не разделяю романтических воззрений относительно влияния девальвации на реальный сектор. Мы не в 1998 году, и резервов для дешевого роста у нас нет. Нет относительно молодых мощностей, нет и рабочей силы, без толку слоняющейся по предприятиям.

Зато удар получит крупный бизнес, который набрал кредитов на Западе. Не известно, насколько сможет девальвация компенсировать рост цен, а вот ситуацию с платежами по кредитам она, несомненно, обострит.

Второе: машиностроительные заводы в сильной степени зависят от импортных комплектующих, и девальвация сильно изменяет параметры существующих проектов.

Третье: иностранные инвесторы заходили в Россию под определенное устройство рынков, в том числе и под сочетание цен на продукцию и цен на ввозимые комплектующие.

Таким образом, для девальвации существуют ограничители в виде валютных долгов, проблемы инфляции и социальных лифтов. Как говорила уже коллега Овчарова, скачок инфляции в 1998 году проходил на фоне низкой занятости и возможности заняться хотя бы челночным бизнесом. Сейчас этих способов адаптации нет. Других же лифтов, в том числе связанных с высшим образованием, не создано. Высшее образование просто вошло в состав стандарта потребительских благ. ◻

Сырье дешевеет, капитал уходит

Аналитики ING Wholesale Banking дали свои прогнозы того, что будет происходить в 2009 году в мировой и российской экономике

В связи с нынешним американским кризисом по аналогии часто вспоминают Великую депрессию. Тогда произошло падение реального ВВП на 26%, падение фондового рынка на 85%, экономический спад продолжался свыше четырех лет. Реально ли повторение этого сценария сегодня?

Начало года, по традиции, обычно отмечено значительными объемами предложения аналитических продуктов. Январь – это время, когда создаются стратегии, которые затем бывают публично представлены инвестиционному сообществу.

Однако аналитика аналитике рознь. Здесь часто действует принцип «размер имеет значение». Иными словами, чем крупнее компания, тем более качественную аналитику она, как правило, обеспечивает.

В этом году впервые для российского рынка в серию январских аналитических «показов» включилась группа ING.

На конференции ING Wholesale Banking состоялись четыре презентации. Главный международный экономист ING Роб Карнелл представил обзор мировой экономики; стратег по рынку акций Западной Европы Саймон Гудфеллоу и стратег по рынку акций региона EMEA Дениэл Солтер говорили, соответственно, каждый о стратегии в «своем» сегменте. Наконец, глава российского аналитического департамента ING Wholesale Banking Станислав Пономаренко проанализировал перспективы отечественной экономики.

Америка: какова цена кризиса?

Г-н Карнелл говорил о мировой экономике. Это означает, что он анализировал главное событие года — американский финансовый кризис.

По оценкам г-на Карнелла, восстановление баланса может обойтись США в 12 трлн долларов. В пиковые периоды роста совокупная стоимость американского фондового рынка и рынка недвижимости достигала 22–23 трлн долларов. В настоящий момент фондовый рынок упал на 50%; потери рынка недвижимости приближаются к отметке 20%. Таким образом, общая сумма понесенных убытков достигает примерно 15 трлн долларов.

С середины 90-х годов общая доля прибыли в ВВП Америки резко возросла. Это явление было вызвано ростом прибыли в финансовом секторе и не всегда имело фундаментальные обоснования. Иными словами, на финансовом рынке США имел место «пузырь». Теперь «пузырь» — пройти мимо этого факта не удастся никому — лопнул. Банкам

(и не только американским) было плохо. Им следует готовиться к тому, что плохие времена еще не кончились.

Насколько плохими они будут?

В связи с американским кризисом по аналогии часто вспоминают Великую депрессию: тогда произошло падение реального ВВП на 26%, падение фондового рынка на 85%, экономический спад длился четыре года. Повторение этого сценария сегодня было бы худшим вариантом.

Однако, заметил г-н Карнелл, американские власти, борясь с кризисом, создали своего рода защитную «суперматрицу». Антикризисная программа включает в себя большое количество серьезных мер: списания, связанные с рынком недвижимости; более жесткие стандарты кредитования; снижение доступности кредитов; сокращение расходов; смягчение денежной политики; адресные программы помощи. Некоторые из этих мер, возможно, помогут одолеть кризис или смягчить его неизбежные последствия.

Хотя масштаб проблем в американском финансовом секторе весьма серьезен. К концу года ING Wholesale Banking прогнозировал дефицит государственного бюджета США в размере 3,5% ВВП. К концу 2009 года он может составить 6,5%, а, возможно, будет даже больше.

Так что, сказал в заключение г-н Карнелл, сегодня актуален вопрос о цене выхода экономики США из кризиса. Каковы будут последствия операции по спасению американским государством несостоятельных компаний? Приведет ли этот путь к росту инфляции и

Рис. 1 **Счет текущих операций РФ в зависимости от цены на нефть**

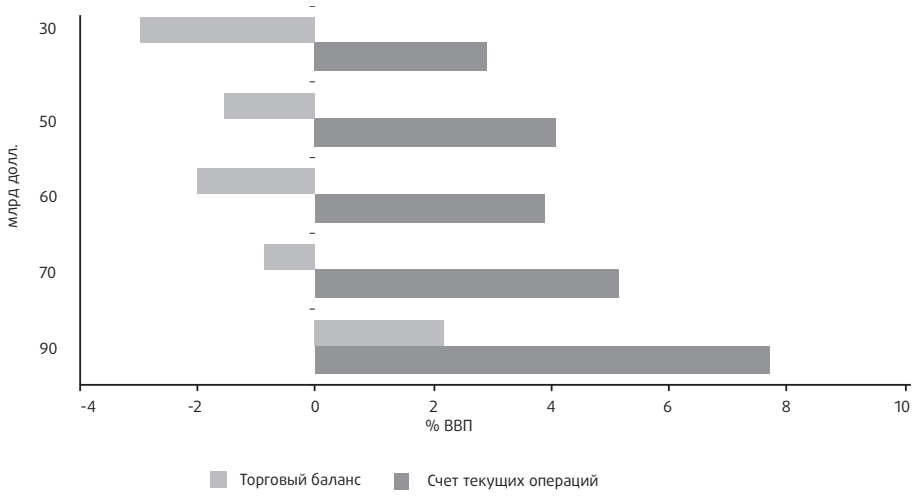
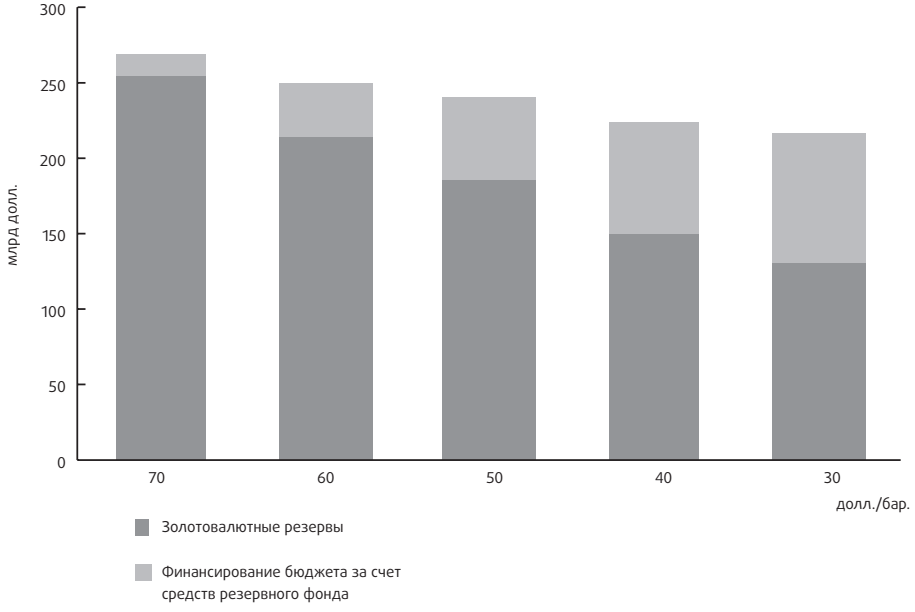


Рис. 2 **Золотовалютные резервы и цена на нефть**



Источник: прогноз ING.

обесцениванию американского долга? На сегодняшний день вопрос остается открытым.

Россия: жесткая посадка?

Глава российского аналитического департамента ING Wholesale Banking Станислав Пономаренко говорил о проблемах отечественной экономики. Главными факторами в нашей макроэкономической повестке дня сегодня являются обвал цен на сырье и отток капитала, которые вызвали кризисные явления в экономике. Российские власти, как известно, приняли широкомасштабный пакет антикризисных мер. Значительная часть этих мер направлена на стабилизацию положения в банковском секторе.

В частности, меры Центробанка России включают в себя:

- снижение минимальных требований к резервированию по всем видам обязательств до 0,5%;
- расширение набора инструментов, используемых для повышения ликвидности;
- снижение требований к оценке залогового обеспечения, расширение списка принимаемых к залогу активов;
- предоставление 6-месячных беззалоговых ссуд;
- выделение из золотовалютных резервов субординированной ссуды Сбербанку на 0,5 трлн рублей (18 млрд долларов);
- введение ежедневных лимитов на валютные свопы для предотвращения оттока капитала;
- повышение основных ставок на 200 базисных пунктов.

Но поскольку из финансовой сферы кризис распространился уже на всю экономику, то и антикризисные меры пришлось вводить не только для банков.

Правительственный пакет антикризисных мер включает в себя:

- временное размещение свободных бюджетных средств в коммерческих банках для повышения их ликвидности;
- облегчение налогообложения нефтяной отрасли (изменение механизма расчета экспортной пошлины на нефть);
- временный возврат к ежемесячной уплате НДС;
- снижение ставки налога на прибыль (с 24 до 20%) начиная с 2009 года; другие небольшие изменения налогового режима;
- использование 50 млрд долларов из золотовалютных резервов на рефинансирование краткосрочных долговых обязательств через ВЭБ (по ставке LIBOR+5%);
- выделение Внешэкономбанку 450 млрд рублей (16 млрд долларов) из Фонда национального благосостояния для субординированных ссуд ВТБ и Россельхозбанку;
- выделение 175 млрд рублей из Фонда национального благосостояния на приобретение российских акций и облигаций на рынке;
- ряд других мер.

Ситуация продолжает оставаться тяжелой. И власть, и экспертное сообщество активно обсуждают, какие меры возможно принять для стабилизации. В этих условиях возникло несколько экономических мифов.

Миф 1: Центробанку нужно резко девальвировать рубль, чтобы улучшить торговый баланс.

Действительно ли подобные действия необходимы? Исторические данные свидетельствуют о низкой эластичности импорта по отношению к динамике реального обменного курса. Но в последние годы наращивать импорт и реально укреплять рубль позволяла высокая доступность кредитов. Сейчас наблюдается резкое сокращение притока капитала в страну, кредитные рынки для российских предприятий и банков закрыты и откроются не вдруг. Кредитный кризис «убивает» импорт.

Таким образом, сильное ослабление рубля в действительности не является необходимым.

Миф 2: Резкая девальвация рубля повысит темпы экономического роста.

А насколько верно это утверждение?

Можно с достаточной уверенностью утверждать, что ослабленный рубль повысит спрос на товары отечественного производства, только если положительный эффект от импортозамещения превысит отрицательный эффект от сокращения доходов. Экспорт сырья (80% всего экспорта) в основном генерирует валютную выручку. Иными словами, он нечувствителен к динамике реального эффективного обменного курса.

Стимулирование экспорта путем ослабления рубля нанесет ущерб отраслям, использующим импортные материалы, но работающим на внутренний рынок. По данным исследований, резкие колебания реального эффективного обменного курса негативно сказываются на темпах экономического роста.

Таким образом, резюмировал г-н Пономаренко, отсрочка повышения тарифов может оказаться более действенным способом оказания помощи недобывающим отраслям.

Далее г-н Пономаренко перешел к прогнозным оценкам курса национальной валюты. Мы предполагаем, сказал он, что при цене Brent в 60 долларов/баррель коридор курса рубля к бивалютной корзине к концу 2009 году будет расширен до +/–10%; при 50 долларов/баррель до +/– 15%. Мы не предвидим расширения при цене Brent 70 долларов/баррель и выше и прогнозируем расширение в пределах от +/–20% до +/–30% при цене Brent в 30 долларов/баррель.

Даже при цене Brent в 30 долларов/баррель дефицит счета текущих операций не должен превысить 3% от ВВП.

Нефть: ключевой вопрос

Ключевым вопросом для экономики России, резонно заметил г-н Пономаренко далее, является цена на нефть. Резервный фонд накопил 131 млрд доларов (более чем 8% от ВВП).

Насколько хватит этих средств в случае падения цены на нефть?

При падении цены Urals до 50 долларов/баррель средств Резервного фонда могло бы хватить до конца 2010 года. Но в действительности истощение Резервного фонда, скорее всего, может наступить быстрее, поскольку налоговые расходы и налоговые поступления реагируют на негативные нефтяные импульсы асимметрично.

Эти сценарии основаны на предположении о том, что затягивания поясов не будет.

Осенью премьер-министр В. Путин объявлял о росте расходов на 2009 год на 1,2% от ВВП.

Но буквально на днях премьер заявил о необходимости пересмотра бюджета РФ в связи с изменившимися макроэкономическими условиями и ценами на нефть. А министр экономического развития Э. Набиуллина прогнозировала курс рубля в 2009 году на уровне 35,1 руб./долл.

У правительства достаточно средств для того, чтобы предотвратить рецессию, однако абсолютно ключевым моментом в данном случае является эффективность антикризисных мер. Низкая эффективность господдержки повышает чувствительность будущего экономического роста к ценам на нефть. Даже если нефть марки Brent в будущем году будет стоить 60 долларов/баррель, мы ожидаем сокращение темпов роста в 1 квартале 2009 года по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года.

При цене Brent в 40–45 долларов/баррель вероятна стагнация.

При цене Brent ниже 40 долларов/баррель вероятна рецессия.

Рост инфляции в 2009 году по сравнению с 2008-м будет зависеть исключительно от сроков и масштабов девальвации рубля, которые, в свою очередь, должны определяться ценой на нефть. Все остальные факторы пока указывают на создание условий для замедления роста цен, включая кризис ликвидности, рост безработицы, высвобождение производственных мощностей, снижение цен на нефть и сохранение позитивных тенденций цен на продовольствие. В целом вливание капитала правительством и ЦБ вряд ли будет способно восстановить ликвидность, утраченную в результате оттока капитала

В заключение г-н Пономаренко сообщил, что аналитики ING смоделировали прогноз инфляции. Цифры таковы: при цене Brent в 70 долларов/баррель — 7%-ный коридор; 60 долларов/баррель – 10% на конец 1 квартала 2009 года; 50 долларов/баррель — +/–15% на середину 2009 года: 40-30 долларов/баррель – +/–20-30% на конец 2009 года, ниже 30 долларов/баррель — +/–40% (но это крайне маловероятно).

И. С.

ПОДПИСНОЙ КУПОН

Вестник НАУФОР					
Период подписки:	___ полгода ___ год	Кол-во экземпляров/вид доставки:	_____ /Курьером _____ /По почте _____ /Pdf-версия		
Организация:					
Юр. адрес:					
Почтовый адрес:					
Адрес доставки:					
ИНН/КПП:	/				
Телефон:		Факс:		E-mail:	
Получатель издания (ФИО):					
ФИО сотрудника, ответственного за подписку:					

Заполненный купон нужно отправить по факсу 730-53-52, 730-53-17 или 787-24-85.

Счет за подписку выставляется после получения купона. Стоимость подписки на полгода/год для компаний-членов НАУФОР составляет 3390/6780 рублей, для иных организаций – 3570/7140 рублей. Подписка на электронную версию журнала (в формате pdf) стоит 3378/6756 рублей.

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Пишем сценарии

Российский рынок акций: рекордное падение за последние 10 лет, в 2009 году аналитики ждут отскока

Российский рынок акций, достигший в мае прошлого года новых исторических максимумов (индекс РТС вплотную подобрался к отметке 2500 пунктов), всю вторую половину года находился под влиянием негативных настроений. В текущем году инвестиционные аналитики прогнозируют постепенное восстановление рынка.

По итогам прошедшего года потери индекса РТС составили 72,4%, а индекса ММВБ — 67,2%.

Если в начале второго полугодия активные продажи на рынке вызывались преимущественно внутренними факторами (дело «Мечела», война в Южной Осетии, в которую была втянута Россия), то в сентябре-ноябре падение было связано с влиянием мирового финансового кризиса. Наиболее острая фаза для отечественно фондового рынка пришлась на полуторамесячный период — с середины сентября после банкротства Lehman Brothers по конец октября, когда индексы российского рынка акций, потеряв с майских пиковых уровней 75–78%, опустились до минимумов с декабря 2004 года.

Конечно, ожидать быстрого и резкого роста вряд ли стоит в новом году, особенно в первой его половине. Однако низкий уровень цен российских акций, торгующихся с большим дисконтом к ценным бумагам компаний других стран, на фоне ожиданий стабилизации ситуации в мировой экономике во второй половине года дают все основания рассчитывать на более высокий уровень отечественных фондовых индикаторов на конец 2009 года.

От радости до печали всего пару месяцев

Прошедший 2008 год для российского рынка акций стал поистине годом рекордов — как со знаком «плюс», так и со знаком «минус». В мае российский рынок акций достиг своих исторических максимумов — индекс РТС остановился всего в двух пунктах от отметки 2500 пунктов, а уже в октябре-ноябре на фоне разраставшегося мирового финансового кризиса он опустился к уровням декабря 2004 года.

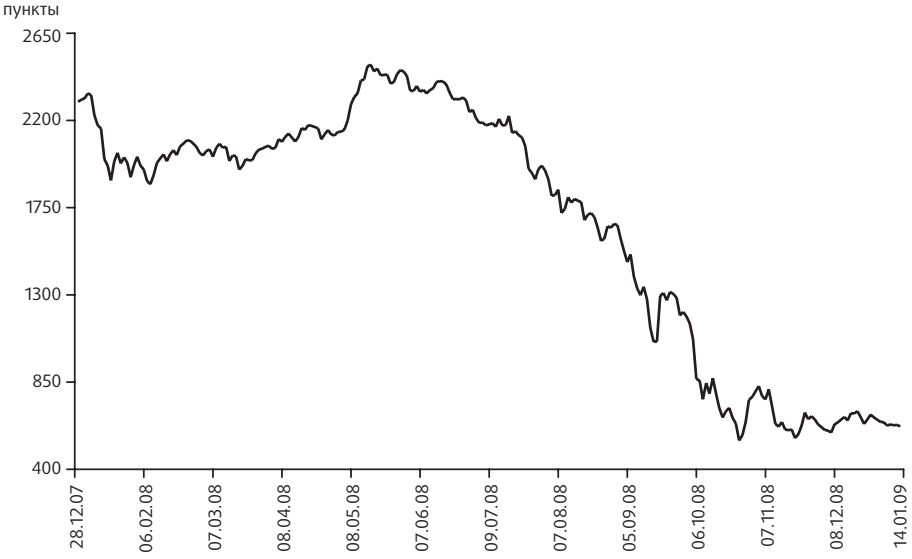
Процесс снижения на российском рынке акций шел волнами, первая наиболее серьезная из которых была вызвана критикой премьер-министром РФ Владимиром Путиным ценовой политики «Мечела». Стоимость акций компании только за один день (25 июля) снизилась более чем на треть. Вслед за «Мече-

лом» рухнули все российские акции из-за возросших западных и отечественных продаж. Поименное упоминание «Мечела» в речи В. Путина с негативной оценкой финансовой деятельности компании и последовавшее за этим 38%-ное падение ее капитализации заставило инвесторов вспомнить «дело ЮКОСа».

В дальнейшем, несмотря на сделанные рядом госчиновников заявления, призванные успокоить инвесторов, ситуация на отечественном фондовом рынке оставалась нестабильной. Западным инвесторам было недостаточно этих заявлений, и они продолжили выводить средства с российского фондового рынка. К тому же свою роль в активизации западных продаж сыграл и обострившийся конфликт основных акционеров компании ТНК-ВР.

После падения российских акций, вызванного делом «Мечела», отечественный фондовый рынок попытался скорректироваться вверх. Однако рост оказался краткосрочным. Очередной резкий обвал российского рынка акций произошел после обострения грузино-югоосетинского конфликта, в который была втянута Россия (индекс РТС 8 августа рухнул более чем на 5%). Данный конфликт перерос в проблему мирового масштаба, и в противодействие России и Грузии были вовлечены крупнейшие мировые державы. Для российских и западных инвесторов ситуация усугублялась непрозрачностью и многополярностью точек зрения, освещаемых СМИ.

Рис. **Динамика индекса РТС в 2008 году**



Источник: РТС.

Война в Южной Осетии привела к дальнейшему ухудшению отношений между Россией и США. Все эти события имели очень тяжелые последствия для рынка, поскольку участие России в войне и усиление напряженности в дипломатических отношениях ассоциируются у инвесторов с политическими рисками. В таких условиях практически полностью отсутствовала поддержка отечественного фондового рынка со стороны иностранных инвесторов, которые продолжили вывод средств.

Следующая, а также несколько последующих волн падения были вызваны уже внешними факторами, и прежде всего обострившимся мировым финансовым кризисом после банкротства в середине сентября Lehman Brothers. Кризис был причиной падения ценных бумаг на всех мировых фондовых площадках, резкого снижения цен на нефть и бегства капиталов в американский доллар. Мировые инвесторы, опасаясь затяжной рецессии, избавлялись от рискованных активов, переводя средства в доллар и, соответственно, в казначейские облигации США, а также иену, в течение нескольких последних лет служившую «дешевой» валютой фондирования.

На пике падения российский рынок акций потерял в капитализации более чем 4,5 раза по отношению к майским максимумам. В частности, индекс РТС 24 октября упал ниже 550 пунктов, а индекс

ММВБ — в район 500 пунктов. При этом фондовый рынок России выступал в качестве лидера падения среди стран с развивающейся экономикой; наиболее ликвидные бумаги теряли порой за день до 20–30% стоимости.

По итогам прошедшего года потери индекса РТС составили 72,4%, а индекса ММВБ — 67,2%. В отраслевом разрезе наихудшие показатели среди фондовых индикаторов ММВБ продемонстрировал индекс машиностроения: его потери за год — 83,7%, в основном за счет резкого падения акций «Северсталь-авто» и «АвтоВАЗа». Вместе с тем наилучшую динамику среди отраслевых индексов ММВБ, как ни странно, показал индекс нефтегазового комплекса, снижение которого по итогам года едва превысило 59%. Отчасти это объясняется существующей налоговой нагрузкой на нефтегазовый комплекс, при которой компании получают свои основные доходы от продажи нефти до цены определенного уровня, который устанавливается государством. При этом они практически ничего не получают от чрезмерно высоких цен на нефть, перечисляя в бюджет все средства, поступающие от продажи нефти выше установленного государством уровня.

Таким образом, резкое падение нефтяных цен, произошедшее во второй половине прошедшего года, в первую очередь «бьет» по бюджету страны, который начинает терять нефтяные сверхдоходы, и лишь затем начинает сказываться на финансовых результатах нефтегазовых компаний.

Итоги 2008 года достаточно плачевны для отечественного фондового рынка — более двух десятков акций, торгующихся на ФБ ММВБ, упали в цене более чем в десять раз. Безусловными лидерами падения курсовой стоимости стали ценные бумаги девелоперов, деятельность которых очень сильно зависит от кредитных ресурсов, которые в нынешней ситуации практически недоступны. В частности, акции ОАО «РТМ» потеряли в цене 96,9%, ОАО «ПИК» — 96,2%, ОАО «Система ГАЛС»— 95%.

В группе аутсайдеров можно увидеть и целый ряд компаний электроэнергетики, ценные бумаги которых на волне реструктуризации РАО «ЕЭС России» и рекламных кампаний в рамках проводившихся IPO были сильно «разогреты»; сильно пострадали также ценные бумаги компаний, имеющих значительную долговую нагрузку. Так, акции «Аптечной сети 36,6» потеряли в цене 96,5% своей стоимости, «Нутринвестхолдинга» — 95,7%, «Камчатскэнерго» — 95,3%, «РБК Информационные системы» — 93,7%, «ОГК-2» — 93,1%, «ОГК-6» — 92,5%, «Дальневосточной энергетической компании» — 92,1%.

Если говорить о выросших в цене бумагах, то их можно пересчитать по пальцам одной руки. Из более или менее торгующихся на бирже ММВБ бумаг аналитики выделили лишь привилегированные акции «Ярославской сбытовой компании», которые выросли в цене на 24,7%, и обыкновенные акции «Московской теплосетевой компании» (+6,4%). Лучше, чем в среднем по рынку, чувствовали себя акции «Ростелекома», снижение которых составило всего 8%, «Тульской сбытовой компании» (-15,3%), «Мордовской энергосбытовой компании» (-18,3%), завода «Лебедянский» (-16,7%).

Рынок акций РФ в текущем году

Российский рынок акций в 2009 году продемонстрирует рост в район 900-1100 пунктов по индексу РТС за счет коррекционного отскока нефти, однако самым трудным для рынка и отечественной экономики станет первое полугодие, когда не исключено обновление минимумов прошлого года. Такие оценки приводят аналитики инвестиционных компаний и банков в своих стратегиях на текущий год.

Так, аналитики Банка Москвы определили новую цель по индексу РТС на конец 2009 года на уровне 1100 пунктов. Эксперты отмечают, что еще год назад, когда мировой финансовый кризис был уже в разгаре, а инвестиционные банки начали испытывать серьезные трудности, настроения инвесторов и аналитиков носили скорее осторожно оптимистичный характер. Сценарий глобальной рецессии, ставший реальностью, рассматривался в качестве гипотетического с низкой вероятностью исполнения. Но текущая картина такова: экономика США переживает наиболее глубокий спад со времен Великой депрессии, мировая фабрика под названием Китай скатывается в рецессию, в России объемы промышленного производства снизились до уровня 2005 года, где находится и отечественный фондовый рынок.

Между тем аналитики Банка Москвы не разделяют пессимизма на текущий год, считая, что самое худшее (полноценный экономический кризис) уже случилось — в 2008 году реализовался самый негативный сценарий из всех возможных, и фондовый рынок, как ему и положено, предвосхитил этот сценарий. Глубина и масштаб падения экономики (как мировой, так и российской) заставляют экспертов предполагать, что бизнес-цикл близок к своей нижней точке. Фондовый же рынок всегда движется с опережением экономического бизнес-цикла и, скорее всего, свою нижнюю точку уже прошел.

Сравнивая оценку российского рынка с основными конкурентами на основе консенсуса Bloomberg по семейству индексов MSCI, эксперты делают вывод, что в среднем российские акции торгуются сейчас с дисконтом к своим зарубежным аналогам в 50%.

С учетом высокой неопределенности перспектив мировой экономики аналитики Банка Москвы помимо базового сценария развития ситуации предполагают альтернативный сценарий, предусматривающий более низкие цены на нефть и темпы роста экономики. Цель по индексу РТС на конец года в случае реализации альтернативного сценария развития событий составляет 900 пунктов. Фавори-

тами в 2009 году среди «голубых фишек» будут акции «ЛУКОЙЛа», «Газпромнефти», «Роснефти», «Мобильных телесистем» и Сбербанка, во «втором эшелоне» — Новолипецкого металлургического комбината, АО «Распадская», «НОВАТЭК», «Уралкалий» и X5.

В свою очередь аналитики компании «Атон» в качестве базового прогноза по индексу РТС на конец 2009 года определили уровень 1115 пунктов, но только после того, как индекс «сходит» на уровни 250–350 пунктов в первом полугодии (предположительно весной). Возвращение на столь высокие уровни станет возможным за счет того, что объемы торгов на российском рынке останутся низкими. Увеличение объемов торгов эксперты «Атона» ожидают только ближе к концу 2009 года в случае нормализации ситуации.

Неудачная попытка формирования разворотной фигуры по индексу РТС в конце 2008 года может привести к обновлению минимумов и дальнейшему снижению в течение первого квартала 2009 года. По первому сценарию, если рынок находит «дно» в районе 250 пунктов по индексу РТС, то итоговой целью движения индикатора к концу года станут уровни 1115 пунктов и 1380 пунктов. Во втором сценарии, если рынок находит «дно» в районе 350 пунктов по индексу РТС, вероятными целями коррекционного движения индекса станут уровни 1175 и 1430 пунктов.

Третьим, нейтральным, сценарием «Атона» может быть боковое движение индекса. А именно, после достижения индексом РТС одного из предполагаемых значений — 250 или 350 пунктов — вероятна боковая динамика с верхней границей в районе 880 пунктов.

По оценкам экспертов, спад российской экономики достигнет пика также в 2009 году. Но достижение «дна» не означает скорого выздоровления. Темпы роста ВВП не выйдут на докризисный уровень, ситуация стабилизируется, но не более того. Характерная особенность текущего кризиса для России заключается в том, что выйти из него страна сможет только тогда, когда начнет оживать мировая экономика, когда снова появится спрос на сырьевые товары. В экономике США дна пока не просматривается — там слишком глубокая яма.

Рост рынка не будет подкреплен фундаментальными факторами, а будет в большей степени являться следствием перепроданности бумаг, а также действий спекулятивно настроенных участников на пониженных объемах торгов. Тем не менее на рынке постоянно будут появляться различные идеи. Они станут более спекулятивными, но из-за маленьких объемов торгов подобные всплески смогут приносить неплохую прибыль, если идея будет вовремя распознана.

В настоящий момент большинство российских компаний выглядят недооцененными в сравнении с иностранными аналогами, наглядной характеристикой чему является показатель P/E, который для акций из индекса РТС находится ниже 6,5 против аналогичного показателя на уровне 10 для остальных стран БРИК.

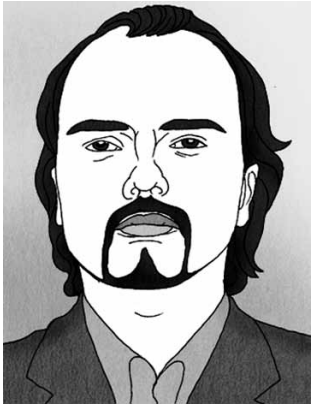
Деятельность государства станет ключевым фактором для экономики и российского фондового рынка. В условиях кризиса на мировых финансовых рынках именно государство станет опорой для российских компаний. Правительство составило список стратегических с точки зрения экономики предприятий, которым будет уделено пристальное внимание. Эти предприятия получат поддержку не только в виде кредитов, но в виде госзаказов, протекционистских мер и т.д. Другой важной антикризисной мерой, эффект от которой компаниям предстоит ощутить в текущем году, является снижение ставки налога на прибыль до 20%.

Аналитики ИК «Финам» рассматривают три сценария для прогнозирования индекса РТС на конец 2009 года. Первый, пессимистичный сценарий, предполагает достижение индексом РТС отметки 624 пункта, что будет обеспечено стабилизацией цен на нефть на уровне 37 долларов за баррель, сохранением базовой процентной ставки Федеральной резервной системы США на уровне 0–0,25% годовых, снижением среднего спреда российских облигаций к американским до 700 базисных пунктов, сокращением денежной массы на 5% в рублевом выражении и сокращением реального ВВП на 3% в рублевом выражении.

Второй, базовый и наиболее вероятный сценарий «Финама», предполагает достижение индексом РТС к концу 2009 года уровня 893 пунктов, что подразумевает 40%-ный потенциал роста. Этот подъем будет обеспечен ростом цен на нефть до уровня 52 доллара за баррель, повышением базовой процентной ставки ФРС до 0,5% годовых к концу года, снижение спреда облигаций до 400 базисных пунктов, ростом денежной массы на 5% в рублевом выражении и замедлением темпов роста реального ВВП до 1,5% в рублевом выражении.

По оптимистичному сценарию «Финама», значение индекса РТС составит 1169 пунктов к концу 2009 года. Это возможно при росте цен на нефть до уровня 67 долларов за баррель, увеличении базовой процентной ставки ФРС до 1% годовых, снижении спреда облигаций до 300 базисных пунктов, росте денежной массы на 10% в рублевом выражении и увеличении реального ВВП на 3,0% в рублевом выражении.

Эксперты «Собинбанка» отмечают, что связь между фундаментальной оценкой компаний и рынком по-прежнему еще не восстановлена. Нефть в текущем году и, соответственно, ожидания участников сырьевого рынка будут очень волатильными, также остается неясной и ситуация на мировых фондовых площадках. В такой ситуации аналитики банка предпочитают говорить лишь об индикативном прогнозе: средняя цена на нефть в 2009 году, вероятно, составит 50–60 долларов за баррель, а рынок достигнет 1200–1400 пунктов по индексу РТС. ◻



Павел Соловьев
начальник Отдела развития УРСК ЗАО ММВБ, к.э.н

Вопреки кризису?

Биржевой срочный рынок в России на протяжении последних пяти лет — один из наиболее динамично развивающихся сегментов

Начиная со второй половины 2007 года на мировых и отечественном финансовых рынках условия работы были крайне нестабильными. Похоже, нет худа без добра? Растущая волатильность рыночных показателей дала дополнительный импульс динамике биржевого срочного рынка на всех его сегментах.

Причин динамичного развития срочного биржевого рынка несколько.

Во-первых, это преимущества деривативов с точки зрения спекулятивной торговли в силу более высокого уровня финансового рычага по сравнению с операциями с базовыми активами, в том числе маржинальными сделками, а также существенно более низких транзакционных издержек.

Во-вторых, широкие возможности арбитража и хеджирования, реализуя которые, участники рынка могут существенно ограничить свои финансовые риски, а также фиксировать некоторый, удовлетворяющий их, уровень доходности — при одновременном совершении операций на наличном и срочном рынках. Наконец, это более низкие по сравнению с внебиржевым рынком риски контрагента в результате использования де-факто централизованного клиринга и функционирования биржевых систем финансовых гарантий, что приобретает особое значение на фоне развернувшегося кризиса доверия.

Динамика последних лет

Первая половина 2008 года стала логическим продолжением накопленной динамики последних 5–7 лет (рис. 1). Тот период показал качественное изменение российского срочного рынка, его переход от чисто спекулятивного механизма, который он представлял собой в 90-х годах, к механизму, позволяющему перераспределять риски между экономическими субъектами и секторами экономики.

В результате общий объем торгов на всех российских площадках за первое полугодие 2008 года превысил данный показатель за аналогичный период предыдущего года в три раза, составив около 343 млрд долларов. Открытые позиции по биржевым срочным инструментам за этот период также

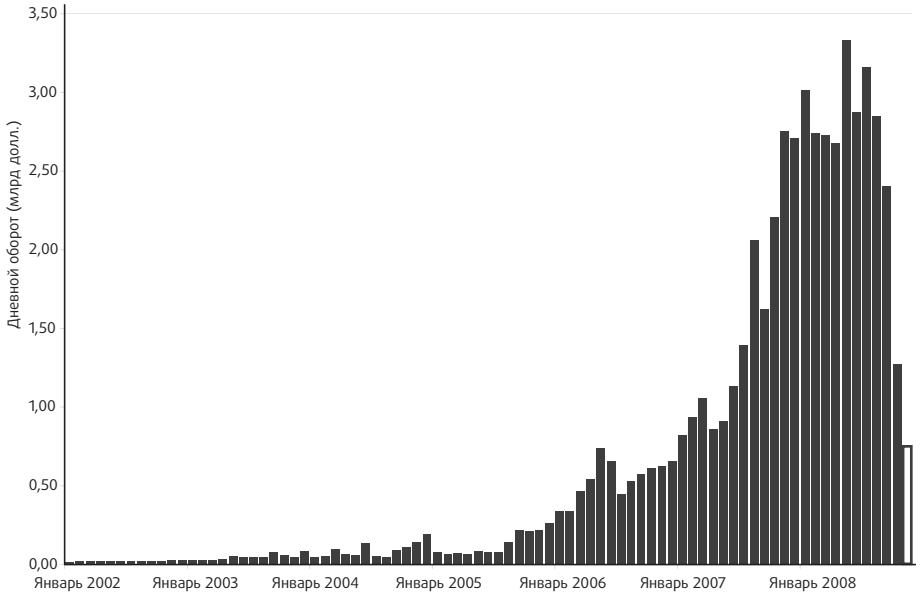
непрерывно росли — показатель на конец полугодия составил около 15 млрд долларов (увеличение по сравнению с серединой 2007 года в 2,4 раза).

Основными сегментами российского рынка деривативов в 2008 году, как и в предыдущие годы, оставались сегменты фондовых и валютных деривативов (рис. 2). При этом обладающие большей спекулятивной составляющей фондовые деривативы преобладают в общем объеме торгов, в то время как валютные деривативы, традиционно используемые крупными участниками рынка в хеджевых и арбитражных операциях, занимают первую строчку в рейтинге по открытым позициям. Относительно новые сегменты срочного рынка, процентные и товарные деривативы, пока накапливают потенциал: вводятся в обращение новые инструменты, привлекаются маркетмейкеры, корректируются параметры торговли и прочее.

Влияние кризиса

Обострение кризисных явлений на мировых финансовых рынках в начале второго полугодия 2008 года, выразившееся в полномасштабном кризисе ликвидности, кризисе доверия на отечественном финансовом рынке, неминуемо отразилось и на срочном рынке. Внебиржевой сегмент, показавший беспрецедентные темпы роста во второй половине 2007 — начале 2008 года, почти моментально сжался в результате закрытия лимитов практически на все виды срочных сделок первоначально банками-нерезидентами, затем и отечественными кредитными и иными финансовыми организациями.

Рис. 1. **Российский рынок деривативов объем торгов и открытые позиции**



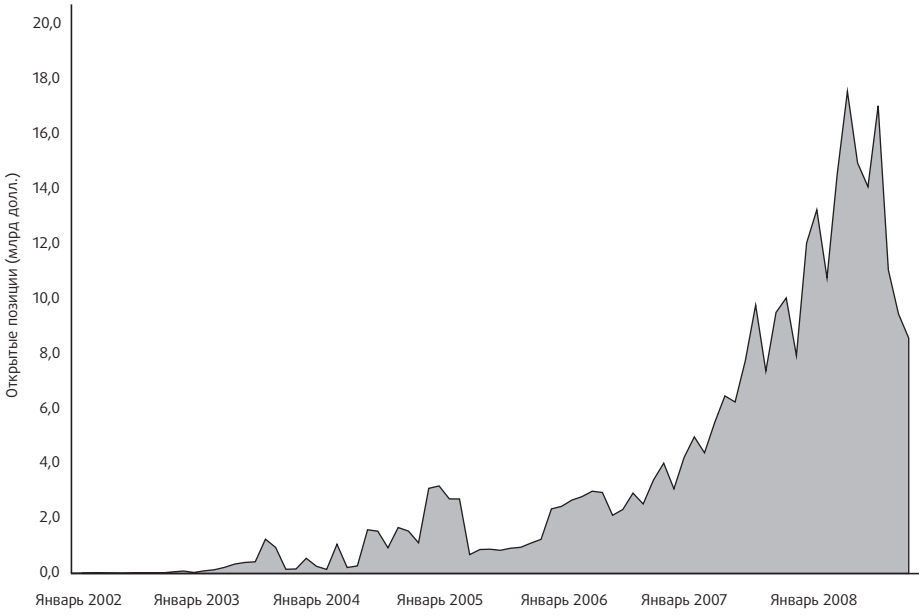


Рис. 2 **Оборот торгов и средние позиции на конец месяца (январь–февраль 2008)**

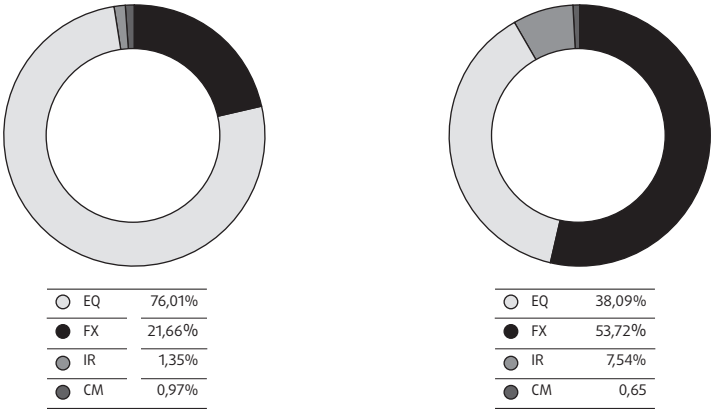


Рис. 3 **Итоги торгов на срочном рынке Группы ММВБ и РТС, млрд долл.**

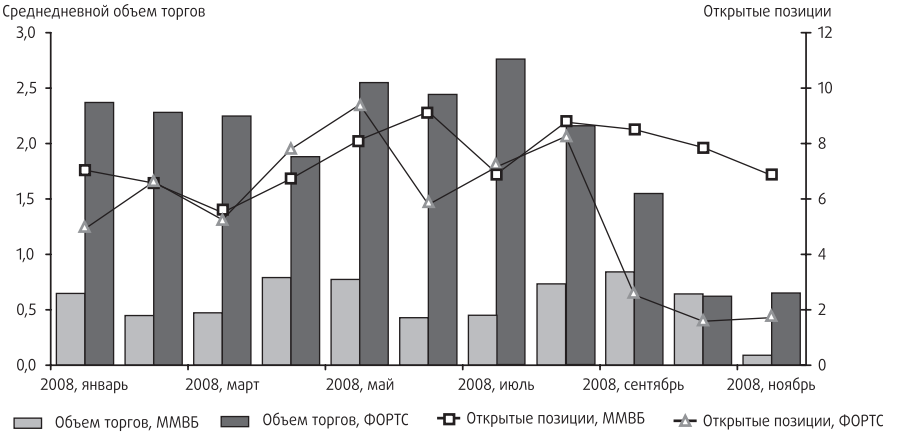
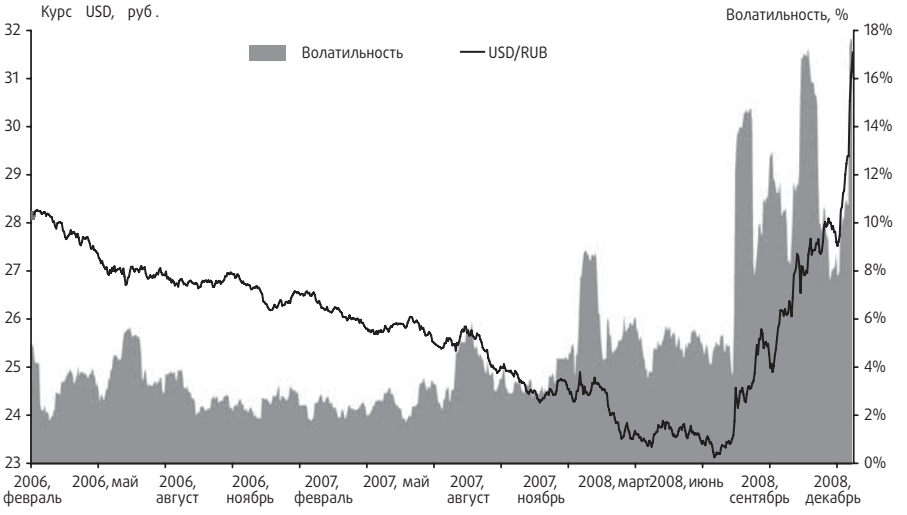


Рис. 4 **Динамика курса доллара США к рублю и его волатильность**



Биржевой сегмент рынка деривативов на кризисные явления также ответил снижением оборотов и открытых позиций. В первую очередь это коснулось наиболее активно торгуемых инструментов — фондовых деривативов. Ввиду резко возросшей волатильности рыночных показателей организаторы торгов вынуждены были поднимать ставки гарантийного обеспечения (в пиковые моменты до 40% и более) в целях поддержания надежности гарантийных систем. Это существенно уменьшило показатель «финансового плеча» в торговле данным видом деривативов и, соответственно, увеличило транзакционные издержки для наиболее активной массы участников — спекулянтов и скальперов, что стало одним из факторов падения количественных показателей данного сегмента рынка.

Вторым неблагоприятным фактором стало серьезное падение фондового рынка, что на фоне высокой волатильности увеличило риски для институциональных участников, в первую очередь маркетмейкеров. Дополнительные осложнения для маркетмейкеров создали введенные в целях стабилизации российского фондового рынка ограничения на маржинальную торговлю и запрет коротких продаж и частые приостановки торгов на наличном фондовом рынке. В результате такой рассогласованности между наличным и срочным сегментами фондового рынка и, соответственно, невозможности «перекрывания» позиций по деривативам позициями на споте риски и транзакционные издержки маркетмейкеров возросли многократно, вследствие чего большинство из них приостановило выполнение своих функций.

Выход с рынка регулярных маркетмейкеров привел к соответствующему увеличению транзакционных издержек для более крупных участников рынка: хеджеров, портфельных управляющих и др., в первую очередь за счет расширения bid-ask спреда и уменьшения объема составляющих его заявок.

Общим итогом действия описанных факторов стало постепенное сокраще-

ние оборотов в целом и по фондовым деривативам, в частности, на срочном рынке РТС начиная с августа 2008 года и возврат в октябре-ноябре к показателям первого квартала 2007 года (рис. 3). Открытые позиции вследствие резкого удорожания их поддержания претерпели более стремительное сокращение еще в сентябре 2008 года, в том числе в результате исполнения сентябрьских серий контрактов. При этом обороты и открытые позиции практически на 100% концентрируются на ближайших квартальных сериях основных торгуемых инструментов.

На втором важном сегменте российского срочного рынка — рынке валютных деривативов ММВБ — падение торговой активности проявилось только в ноябре 2008 года. В силу отсутствия очевидных ориентиров процентных ставок в краткосрочной перспективе и существенно возросшей волатильности валютных курсов (рис. 4) ликвидность рынка валютных деривативов в конце 2008 года резко уменьшилась.

Отрицательным фактором здесь явился, относительный рост на фоне кризиса ликвидности издержек участников торгов (стоимость фондирования операций) и, как следствие, приостановка по этой причине операций с валютными фьючерсами рядом участников. Кроме того, глобальное закрытие кредитных лимитов на внебиржевом рынке деривативов (в результате кризиса доверия) привело к сокращению оборотов в биржевом сегменте в части «покрытия» внебиржевых позиций, а также вследствие исчезновения арбитражных возможностей. И, наконец, ухудшились показатели ликвидности самого рынка в части объема и времени поддержания спреда (рис. 5) ввиду увеличения рисков маркетмейкеров рынка, обусловленных возросшей волатильностью, причем bid-ask спреды также разошлись на порядок и более в зависимости от срока до исполнения.

Тем не менее преимущественно хеджевый характер сделок сохраняется, структура оборотов и открытых позиций на рынке валютных деривативов ММВБ остается распределенной (рис. 6), хотя объем сделок по дальним сериям фьючерсов в ноябре-декабре заметно уменьшился.

Ключевые проекты 2008 года и перспективы 2009 года

Одним из важнейших направлений развития российского срочного рынка в 2008 году оставалось развитие биржевых гарантийных систем. В частности, на срочном рынке Группы ММВБ в условиях увеличения объема открытых позиций для покрытия рисков по операциям участников решением внеочередного общего собрания акционеров в августе был создан Резервный фонд в размере 2 млрд рублей, а также утвержден порядок его использования в рамках новой системы управления рисками.

Другим важным изменением на срочном рынке ММВБ была разработка и утверждение в начале сентября, на фоне резко увеличившейся волатильности базовых рынков, нового регламента действий по оперативному увеличению лимитов изменения цен по обращающимся срочным инструментам, в соответствии с которым на ММВБ стало возможным расширять коридор колебания цен контрактов в течение торгового дня в рамках доступных средств гарантийной системы.

Также в ноябре на срочном рынке ММВБ была достигнута технологическая готовность к запуску первого этапа новой системы управления рисками (СУР), центральным звеном которой станет портфельное маржирование на базе системы SPAN®. Запуск новой СУР, актуальность которой в новых реалиях финансового рынка подтверждена участниками, запланирован на первый квартал 2009 года.

Новая СУР предусматривает:

- введение пониженных ставок депмаржи по календарным и межконтрактным фьючерсным спредам;
- обеспечение возможности неттирования позиций участников клиринга по клиентским позициям;
- определение порядка формирования и использования гарантийных фондов ММВБ;
- внедрение рыночных процедур урегулирования ситуации несостоятельности;
- учет оценки кредитного качества клиринговых членов при установлении им лимитов операций на срочном рынке.

На срочном рынке РТС в конце мая 2008 года была введена вечерняя торговая сессия с 18.00 до 23.50, которая дополнила запущенную в октябре 2007 года технологию промежуточного клиринга. Расчеты по заключенным в этот период сделкам проводятся в 14:00 следующего торгового дня. При этом получаемые отклонения цены учитываются в рамках сеанса промежуточного клиринга, что препятствует появлению необеспеченных обязательств.

В области организации торговли новыми инструментами в 2008 году наиболее заметным стал запуск торгов поставочными зерновыми фьючерсами, состоявшийся в апреле на Национальной товарной бирже, входящей в Группу ММВБ. С начала торгов 9 апреля по 25 декабря 2008 года оборот по фьючерсам на пшеницу составил более 5 миллионов тонн (78 972 контракта) на сумму более 26 млрд рублей (рис. 7). На текущий момент по данным контрактам было осуществлено три поставки (в июле, сентябре и ноябре) общим объемом 7800 тонн пшеницы.

Первоначально в обращение были введены три поставочных фьючерса: фьючерсные контракты на пшеницу 3 и 4 класса (объем контракта 65 тонн) с условиями поставки EXW (франко-склад) — элеваторы Южного Федерального округа РФ и фьючерсный контракт на экспортную пшеницу (объем контракта 60 тонн) с условиями поставки FOB (франко-борт) — порт Новороссийск. В декабре 2008 года линейка инструментов была дополнена поставоч-

Рис. 5 **Средний за торговую сессию спред и время его поддержания по фьючерсам на доллар США**

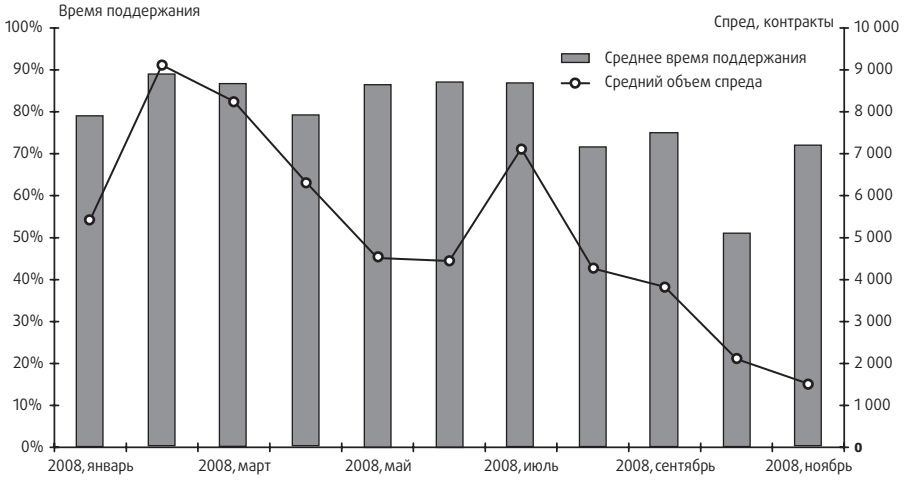
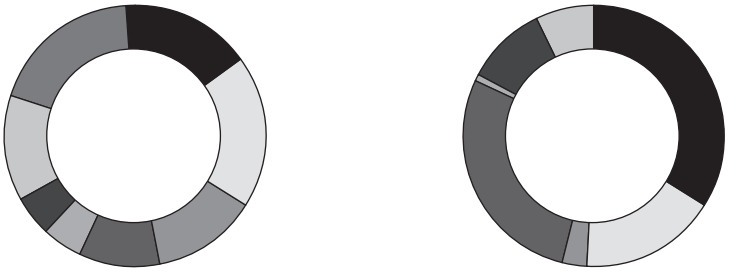


Рис. 6 **Средний за торговую сессию спред и время его поддержания по фьючерсам на доллар США**



1 месяц	15%
2 месяца	19%
3 месяца	13%
4 месяца	10%
5 месяцев	5%
6 месяцев	5%
9 месяцев	13%
12 месяцев	19%
15 месяцев	1%

ноябрь 2008	34%
декабрь 2008	17%
январь 2009	3%
февраль 2009	28%
апрель 2009	1%
июнь 2009	10%
сентябрь 2009	7%
декабрь 2009	0%

ным фьючерсом на пшеницу 5 класса на условиях EXW — элеваторы Южного Федерального округа РФ.

Рынок поставочных фьючерсов на пшеницу на НТБ позволяет участникам торгов, в том числе сельскохозяйственным товаропроизводителям, повысить рентабельность своих предприятий за счет страхования рисков неблагоприятного изменения цен, формирования ориентира для планирования хозяйственной деятельности, надежности расчетов, получения лучших возможностей кредитования в банках, расширения возможностей по покупке и продаже зерна, что стало особенно актуально в условиях глобального падения цен, в том числе и на агропромышленную продукцию. Существующий потенциальный спрос, постепенное увеличение числа участников на данных сегментах рынка, а также внедрение института маркетмейкинга с самого начала торгов закладывают фундаментальные основы для дальнейшего развития и роста количественных показателей рынка.

Среди прочих перспектив наступающего 2009 года можно ожидать восстановление торговой активности на сегментах срочного рынка FX, money market и fixed-income. Для этого российскими площадками предпринимаются различные действия. В частности, с целью приведения параметров контрактов в соответствие с текущей рыночной ситуацией на ММВБ в конце декабря 2008 года были скорректированы параметры всех валютных фьючерсов (на доллар США, на евро и на курс евро к доллару США), а также фьючерсов на краткосрочные процентные ставки. Новые параметры снижают риски участников торгов и увеличивают для них привлекательность контрактов. При этом в 2009 году можно ожидать увеличения спроса на валютные и процентные фьючерсы как инструмент хеджирования соответствующих рыночных рисков, а также управления ликвидностью со стороны, в том числе нефинансовых организаций, связанных с внешнеэкономической

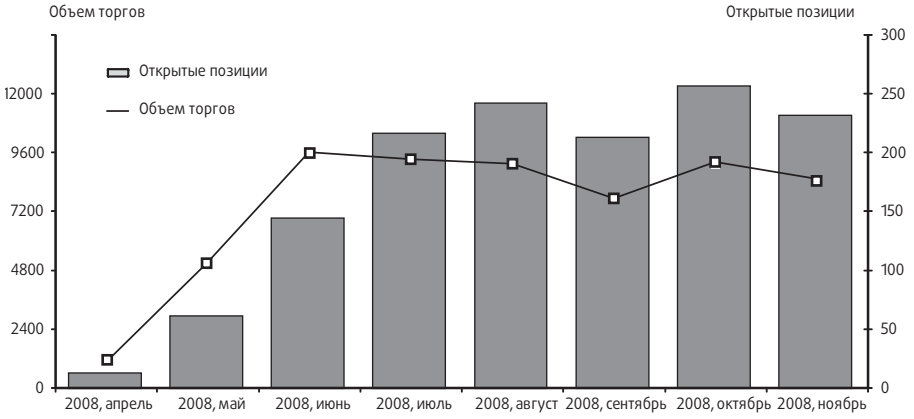
деятельностью, что подтверждают многочисленные отзывы.

С другой стороны, на фоне текущего кризиса ликвидности и кризиса доверия, которые привели к масштабному и резкому сокращению и закрытию участниками кредитных лимитов друг на друга и дальнейшей, более острой, сегментации участников рынка межбанковского кредитования и денежного рынка в целом, в качестве дополнительного механизма управления ликвидностью участники рынка могут обратить внимание на операции с поставочными фьючерсами на ценные бумаги, в первую очередь акции, которые обеспечат, в том числе, возможность синтезировать сделки РЕПО с центральным контрагентом. При этом неоспоримыми преимуществами таких операций являются:

- централизованный клиринг, применяемый по сделкам на срочном рынке, отсутствие необходимости выставления кредитных лимитов на каждого контрагента;
- готовый и эффективно действующий механизм предотвращения накопления убытков по операциям на срочном рынке, состоящий в ежедневной переоценке позиций и соответствующих расчетах по вариационной марже;
- существующая система финансовых гарантий, состоящая во взимании гарантийного обеспечения;
- обезличенность сделок, обеспечивающая, с одной стороны, учет в ценах сделок исключительно рыночных процентных ставок вне зависимости от конкретных участников, а с другой – возможность выхода из сделок путем совершения обратных сделок и закрытия имеющихся позиций.

Также перспективным направлением развития российского срочного рынка является опционный сегмент. При этом обеими ведущими биржами, ММВБ и РТС, озвучивались планы запуска как маржируемых опционов на фьючерсные контракты, так и традиционных поставочных опционов на акции. ◻

Рис. 7. **Торги фьючерсами на пшеницу, контрактов**



Андрей Иванов
директор департамента корпоративных финансов
ИК «Файненшл Бридж»

Не только для брокеров

Практическое изучение кризиса для участников финансового рынка еще не закончено: пока пройдена лишь начальная стадия

Ни брокеры, ни их клиенты не смогут обыграть ситуацию до того момента, когда рынок достигнет дна. Не получится! Построение локальных успешных стратегий в этой ситуации невозможно. Профучастникам пора перестать гнаться за валовыми показателями. Во главу угла теперь следует ставить только эффективность.

Кризис — строгий учитель. Он заставит выучить свои уроки все компании и все рынки

Изучение кризиса и выработка успешной стратегии, можно сказать, становятся новой дисциплиной: на стыке менеджмента, стратегического анализа, макроэкономики, прикладной математики… Важно подойти к ситуации с непредвзятых позиций, открыто и честно, признать реальность во всей ее сложности и непредсказуемости.

Мир показывает нам, что он в своей основе проявляет себя как открытая система. Соответственно, компания, ее менеджмент также должны быть системой, открытой для адекватного взаимодействия с миром и всеми его субъектами. Только в таком случае нас может ждать успех.

Что считать успехом в нынешней ситуации? Как минимум, это выживание компании (сохранение доходной базы бизнеса и кадрового потенциала), а как максимум — новый виток ее развития и опережение конкурентов.

Как этого добиться?

Для начала сформулируем несколько тезисов:

1. Кризисный «курс» еще не закончился. Пока пройдена его начальная школа.
2. Асимметрия информации многократно увеличилась на всех уровнях. Масштаб асимметрии неизвестен.
3. Система деградирует, в ряде отраслей процесс доходит до разрушения системы на отдельные элементы (важный фактор в оценке перспектив эмитентов).
4. Утрачена связь между масштабом и устойчивостью.
5. Даже если конкретный специалист делает все правильно, результат может быть плачевным: рушится система, в которой он находится.
6. Везение становится все более важным элементом успеха.
7. Обыграть ситуацию до момента достижения рынком дна у брокеров и их клиентов не получится. Построение локальных (на кратком периоде вре-

мени или отдельном сегменте рынка) успешных стратегий невозможно.

8. Важно не пребывать в растерянности. Рациональный поиск собственного места в новых условиях – основа развития компании в будущем.
9. Консерваторы рулят! В деловой мир на годы вперед пришли консервативные методики оценки проектов и перспектив.
10. Игрокам не следует радоваться разорению других брокеров (кроме прямых конкурентов) — гибель отдельных компаний негативно влияет на всю отрасль.
11. Стратегический маркетинг может спасти вашу компанию.
12. Кризис — строгий учитель. Он заставит выучить свои уроки все компании и все рынки. А тот, кто начнет забывать эти уроки, будет быстро наказан.

Хотел бы призвать читателей не воспринимать эту статью как излишне теоретическую. Я считаю, что только глубокое осмысление способно сэкономить деньги. Скороспешные действия, основанные на «бытовом уме» и докризисном опыте, приведут к новым неудачам.

Итак, рассмотрим более подробно некоторые тезисы.

1. Кризисный «курс» еще не закончился. Пока пройдена лишь его начальная ступень.

Подтверждения этому тезису появляются чуть ли не каждый день. Пока писалась эта статья, из США пришла новость о том, что экономике страны необходимы новые 600–700 миллиардов долларов. Состояние экономики, по словам будущего вице-президента США Джо Байдена, еще хуже, чем предполагалось.

В России признавать нарастание проблем сложнее — из-за давления пропагандистского фона, а также значительной инерции докризисного мышления. Мы всегда — и в советское, и в капиталистическое время — существовали с существенным разрывом декларативной и, извините за тавтологию, реальной реальности.

В нелинейной динамике есть понятие «аттрактора», конечного состояния системы, к которому оно стремится. Аттрактором действующего кризиса в России, по моей гипотезе, является сохранение обеспеченных собственными средствами производств и элементов инфраструктуры (в том числе профучастников).

Быстрее или медленнее, но нынешняя система должна прийти к полной деградации и разрушению. Кредитная «засуха» в 2009 году только усугубится: новые невозвраты приведут к новому росту цены денег и консервации средств, инфляция приведет к повальным убыткам в производстве. Ядром нынешней экономической системы является ссудная модель. Ее гибель, соответственно, разрушит стандарты предоставления заемных средств: изменятся все эмпирические коэффициенты и показатели — отраслевые, «бета» и т.д.

К примеру, какова сейчас реальная рыночная стоимость денег? Мы в России опаздываем в осмыслении таких моментов. На Западе уже выработан, пусть и в первом приближении, подход к определению актуальной стоимости денег — через цену кредитных дефолтных свопов CDS (credit default swaps).

Профучастники проходят кризисный «курс» каждый день. Только пока неизвестно, кто будет в «отличниках», а кто «останется на второй год».

2. Асимметрия информации многократно увеличилась — на всех уровнях. Масштаб асимметрии неизвестен.

Многие взаимосвязи утрачены, элементы системы начинают жить каждый своей жизнью. Многократно выросла цена транзакций и затраты времени на выбор хотя бы беспроигрышного решения. Инвестору сложно выбрать вид защитных инвестиций и устойчивого брокера, профучастникам сложно выбрать бумаги и эмитентов, с которыми можно работать.

При этом существуют краткосрочные обязательства и интересы, исполнение которых необходимо обеспечивать из каких-то ресурсов. В результате и без того циничная по отношению к конечному инвестору система становится еще более циничной.

Полной информацией не обладает никто, в том числе правительство. Более того, правительство, находясь в ножницах между политическими интересами и экономикой, даже увеличивает асимметрию.

Приходится по выработанной десятилетиями привычке ставить под

сомнение каждое слово, каждый сигнал от любого уровня управления: правительства, регуляторов, топ-менеджмента эмитентов…

Для профучастников необходимо независимое мышление. Выжить, безусловно, можно за счет разных «талантов» (к примеру, капитала акционеров), но добиться опережающего роста можно только за счет активных действий, в основании которых лежит независимое мышление.

3. Система деградирует…

Поскольку мы находимся в начальной стадии кризиса (см. тезис 1), и отрицательные явления в производстве и финансах продолжают наслаиваться одно на другое, то система продолжает деградировать. Пока мы видим, что бедными становятся люди. Следом за ними становятся бедными компании. В 2009 году бедными станут правительства.

Есть относительно небольшая надежда на то, что у России накоплены значимые резервы, опасение вызывает лишь рациональное управление ими. За десять последних лет в экономике не было создано условий для роста неэкспортных отраслей и малого бизнеса. Уже сейчас правительство и, кстати сказать, общество (как заказчик модели системы госуправления и ее бенефициар) стоит перед вызовом: каким образом распорядиться резервами так, чтобы не растратить их на тушение пожара, а использовать для мобилизации внутренних сил, высвобождения частной инициативы, создания условий и благоприятного режима для бизнеса. Это работа на многие годы, которая может привести к новому уровню отношений власти и общества, к отрезвлению и оздоровлению. Силы, способные эту работу выполнить, существуют. Важно им не мешать.

Деградирует и система фондового рынка, и рынок брокерских услуг. Это протекает, конечно, в цивилизованной форме, поскольку рынок ценных бумаг был одним из наиболее передовых рынков в России, плюс есть еще запас прочности у многих эмитентов и брокеров. Но исчезают целые категории услуг, исчезает спрос, растут убытки инвесторов.

Для профучастников важно провести для себя анализ бизнес-портфеля, сконцентрироваться на период сложного рынка на услугах — «дойных коровах», на выращивании одной-двух «звездных» услуг, тех, которые будут приносить доходы в будущем. Конечно, прежде необходимо найти эти одну-две «звездные» услуги. В этом, в том числе, должен помочь стратегический анализ.

4. Утрачена связь между масштабом и устойчивостью.

Этот тезис логически связан с предыдущим, но на нем стоит остановиться дополнительно. Масштаб компании и ее эффективность до кризиса воспринимались практически как синонимы. Но оказалось, это не так. И эмитенты, и брокеры уже подтверждают, что масштаб не гарантирует устойчивости: первые – фактами своих дефолтов, вторые – разорением или продажей стратегических пакетов.

Профучастникам необходимо перестать гнаться за валовыми показателями, а поставить во главу угла показатели эффективности. Если брокер не был ритейловым, то наращивание числа клиентов только ради их числа в кризисный период не имеет для него смысла. Контроль издержек в период турбулентности может оказаться важнее.

5. Даже если специалист делает все правильно, результат может быть плачевным: рушится система, в которой он находится.

6. Везение становится все более важным элементом успеха.

Я объединяю остальные тезисы. Вселенский масштаб кризиса ставит под удар любые действия, в том числе и бездействие. Как быть? Думать собственной головой. Это самое главное действие, на котором стоит сконцентрироваться, по крайней мере, в первом квартале. Придется наблюдать и делать выводы, разрабатывать гипотезы, заниматься качественной, финансово обеспеченной стратегией. Не только определять направление работы, но и продумывать (по возможности, на больший срок) финансовое и организационное обеспечение исполнения стратегии.

И пусть вам повезет. ◻

Все-таки рост?

Инвестиционная компания «ФИНАМ» представила свой прогноз индекса РТС на конец 2009 года

По мнению аналитиков компании, базовый индикатор отечественного фондового рынка может вырасти почти на 40%, достигнув 893 пунктов. Основными драйверами такой динамики выступят увеличение цен на нефть, а также переоценка инвесторами рисков вложений в российские активы.

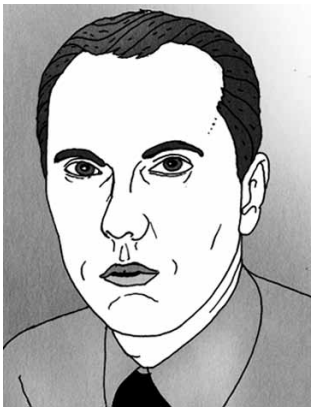
Базовый сценарий «ФИНАМа», предусматривающий достижение индексом РТС отметки 893 пунктов, предполагает рост нефтяных цен до 52 долларов за баррель. «Состояние российской экономики напрямую зависит от экспортных доходов, и при условии длительного сохранения негативной конъюнктуры мировых сырьевых рынков резкое ослабление рубля и быстрое расходование резервов выглядит неизбежным. Тем не менее, принимая во внимание активную позицию ОПЕК и необходимость масштабных инвестиций только для поддержания текущего уровня добычи, мы считаем такой сценарий маловероятным», — отмечает стратег «ФИНАМа» Владимир Сергиевский. Среди других условий реализации данного сценария он выделяет ослабление национальной валюты до 33,1 рубля за доллар, снижение спреда EMBI+ Rus до 400 базисных пунктов, прирост денежной массы на 5%, а также замедление темпов роста реального ВВП до 1,5%.

Пессимистичный сценарий «ФИНАМа» предусматривает стабилизацию цен на нефть на уровне 37 долларов за баррель, что повлечет за собой ослабление национальной валюты до 36,8 рублей за доллар и снижение реального ВВП России на 3%. В этом случае индекс РТС может закрыть год на отметке 624 пункта. Максимально благоприятный вариант развития событий ориентирован на нефтяные цены в 67 долларов за баррель, укрепление рубля до уровня 29,7 за доллар, более существенный (10%) рост денежной массы и ВВП (3%). При реализации данного сценария российский рынок акций может завершить год почти двукратным ростом — до 1169 пунктов по РТС.

Аналитики «ФИНАМа» сдержанно оценивают перспективы российской экономики в условиях глобального кризиса. «Помимо общемировых тенденций снижения товарных рынков и дефицита долговых ресурсов, российская экономика столкнулась с проблемой неплатежей, дестабилизирующих работу целых отраслей. Тем не менее мы предполагаем, что государственные меры по кредитованию наиболее пострадавших секторов экономики позволят ослабить напряженность. Важным фактором стабильности также служат масштабные государственные резервы, позволяющие обеспечивать нормальное функционирование экономики в условиях сложной мировой конъюнктуры», — говорит г-н Сергиевский.

Также в «ФИНАМе» ожидают пересмотра риска вложений в российские активы. «Несмотря на текущее развитие негативных тенденций в экономике и потенциальное сокращение ВВП в первом квартале 2009 года, мы считаем, что рынок переоценивает реальные риски инвестирования в российские активы. Так, спред российских 30-летних гособлигаций к американским достиг максимального значения за последние семь лет. А средневзвешенный P/E 2009 индекса РТС составляет 6,2 против 10 в среднем для остальных стран БРИК», — отмечается в годовой стратегии инвестиционной компании.

В следующем году оптимальными объектами для вложений выступят крупные компании, занимающие лидирующие позиции в своих отраслях. «Всех наших фаворитов на 2009 год мы разделяем на три группы в зависимости от оценки рисков негативного влияния финансового кризиса. Консервативным инвесторам рекомендуем делать ставку на ликвидные акции ряда компаний нефтегазового и телекоммуникационного секторов. Более склонным к риску инвесторам мы рекомендуем отдавать предпочтение акциям лидеров потребительского сектора, госбанков и металлургических компаний с низкой себестоимостью производства. Для наиболее рискованных инвесторов привлекательное соотношение риска и доходности предоставляют отдельные компании электроэнергетики, машиностроения и угольной отрасли», — уверен г-н Сергиевский.



Сергей Аристов
начальник клиентского отдела ДКК

Борис Черкасский
вице-президент по развитию и технологиям ДКК

ППП: стандартно, удобно

В западной практике одним из основных стандартов расчетов достаточно давно является схема поставки против платежа

При использовании такой схемы перевод ценных бумаг осуществляется только при условии перевода денежных средств покупателя на счет продавца. Это устраняет риски потери актива при расчете сделок. По мнению зарубежных коллег, избыточная доля свободной поставки существенно снижает качество инфраструктурных услуг на российском рынке.

Целью новой услуги стало устранение риска потери актива при расчете сделок с ценными бумагами.

Стандарты существуют для того, чтобы людям было удобно работать.

В международной практике одним из основных стандартов расчетов давно стала схема исполнения переводов ценных бумаг на принципах поставки против платежа (ППП). Причем как на биржевом, так и внебиржевом рынках.

Международные организации (например, Thomas Murray), давая оценку инфраструктуре российского рынка, отмечают, что у нас системы расчетов на условиях ППП (в английском варианте — Delivery Versus Payment, DVP) развиты недостаточно. По мнению зарубежных коллег, избыточная доля свободной поставки существенно снижает качество инфраструктурных услуг на российском рынке.

То же самое говорят западные инвесторы. Недостаточное распространение привычных схем расчетов на условиях ППП настораживает их и вынуждает приспосабливаться к некомфортным (с их точки зрения) системам исполнения сделок с ценными бумагами.

Система расчетов на принципе ППП, созданная в ДКК в 1999 году при содействии десяти участников российского рынка ценных бумаг, была призвана восполнить этот пробел в услугах инфраструктурных организаций. В это время рынок возрождался после кризиса 1998 года, в ходе которого случались потери ценных бумаг из-за их непоставки контрагентами. Целью новой услуги стало устранение риска потери актива при расчете сделок с ценными бумагами[1], что в тот период было особенно актуально. Российские и иностранные инвесторы, испытывавшие недоверие друг к другу, с готовностью приняли новую услугу, так как получили возможность значительно расширить круг контрагентов при заключении сделок, а также увеличить лимиты друг на друга.

Поставка против платежа, предложенная ДКК российскому рынку, — это способ расчета сделок с ценными бумагами, при котором перевод ценных бумаг покупателю осуществляется только при условии достаточности денежных средств у покупателя и перевода этих средств на счет продавца. При этом необходимое количество активов (и ценных бумаг, и денег) для исполнения сделки должно быть обеспечено не на момент заключения сделки, а на момент ее расчета.

Уже по истечении первых 12 месяцев после запуска услуги участниками схемы было заключено порядка 8 тысяч сделок с расчетом в долларах США на принципе ППП на общую сумму 750 млн долларов. За короткий период времени ППП превратилась в одну из наиболее востребованных схем, главным образом при расчетах нерезидентов между собой, а также с российскими брокерами.

В настоящее время более 150 российских профессиональных участников и ведущих иностранных игроков фондового рынка (такие как «Тройка Диалог», «Ситибанк», «Ренессанс Брокер», «ИНГ БАНК»; Goldman Sachs International; Citigroup Global Markets Limited; KBC Financial Products UK Limited; SEB Pank; DZ Bank International S.A. и многие другие) используют ППП при расчете своих сделок.

Как видно из рис. 1,2, количество расчетов на условиях ППП постоянно растет, что связано с адаптацией российского рынка к западным стандартам, где использование принципа поставки против платежа является правилом.

Участниками схемы, предложенной ДКК, являются депоненты, заключившие с ДКК соответствующий договор, а также их клиенты — клиенты участников расчетов — резиденты и нерезиденты, расчеты для которых осуществляются через соответствующего депонента.

При расчетах сделок на условии ППП используются пары взаимосвязанных счетов: счет депо, открытый в ДКК, и денежный счет, открытый в одной из трех расчетных организаций, – JP Morgan Chase NY; Citibank NY; НКО «Расчетная палата РТС».

При расчетах ППП движение денежных средств осуществляется через денежный счет ДКК, открытый в Расчетной палате РТС.

Расчет сделок происходит в ходе расчетного сеанса. Ежедневно примерно каждые два часа ДКК проводит пять расчетных сеансов. По итогам каждого сеанса по денежным счетам участников расчетов определяются нетто-позиции и формируются платежные инструкции в расчетные организации на списание денежных средств на денежный счет ДКК в РП РТС с клиентов с положительной нетто-позицией и зачисление денежных средств со счета ДКК в РП РТС на счета клиентов с отрицательной нетто-позицией. Таким образом, на конец расчетного сеанса денежный счет ДКК всегда остается нулевым.

Использование нетто-позиции позволяет значительно уменьшить количество переводов денежных средств между несколькими расчетными организациями, а также минимизировать время расчетного сеанса. Такой метод расчетов, когда переводы ценных бумаг осуществляются по каждой сделке независимо от других, а по денежным средствам производится неттинг (взаимозачет) называется DVP-2. Эта схема применяется, когда количество сделок участника, рассчитываемых в ходе одной сессии, уже достаточно велико, чтобы извлекать пользу от взаимозачета по деньгам, но еще не достигло того уровня, чтобы было выгодно «неттинговать» переводы по каждой ценной бумаге. По одной бумаге у участника чаще всего рассчитывается единственная сделка, зато каждая из его сделок имеет денежное плечо. Поэтому благодаря взаимозачету денежных средств участники экономят свои ресурсы.

За прошедшее десятилетие схема пережила несколько преобразований,

Поставка против платежа — это способ расчета сделок с ценными бумагами, при котором перевод ценных бумаг покупателю осуществляется только при условии достаточности денежных средств у покупателя и перевода этих средств на счет продавца. Необходимое количество активов для исполнения сделки должно быть обеспечено не на момент заключения сделки, а на момент ее расчета.

Рис. 1 **Количество поручений и объем сделок на условиях ППП**

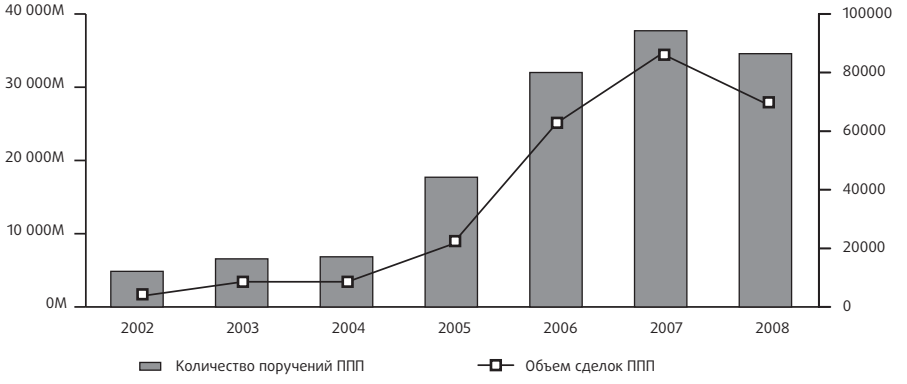
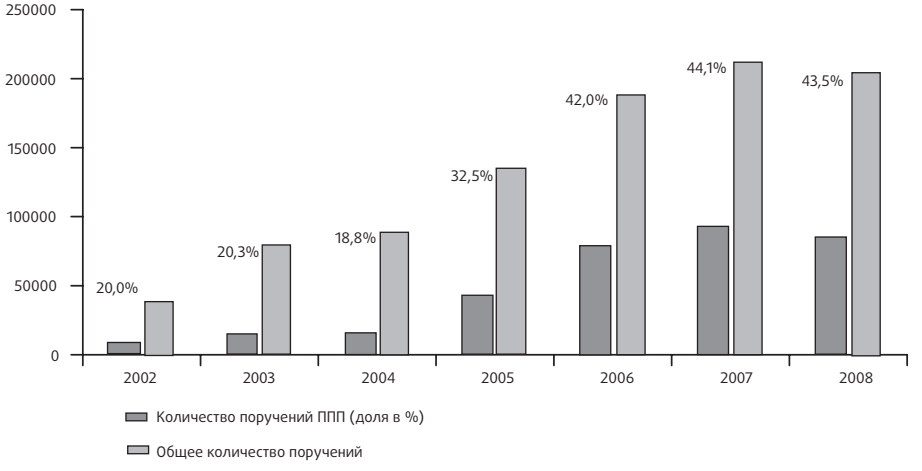


Рис. 2 **Рост расчетов на условиях ППП**



вызванных требованиями рынка, а именно:

- реализована возможность пополнения торгового денежного счета в течение операционного дня, если средств для расчетов не хватает;
- клиенты ДКК получили возможность указывать приоритетные поручения, которые рассчитываются на условиях ППП в первую очередь;
- реализована возможность использования одного счета депо в привязке к нескольким денежным торговым счетам[2];
- реализована «обратная» схема использования одного денежного торгового счета в привязке к нескольким счетам депо[3].

В связи с наличием ограничений в валютном законодательстве России на совершение расчетов в иностранной валюте между резидентами РФ до сентября 2007 года услугой по переводу ценных бумаг на принципе ППП могли воспользоваться только иностранные организации либо российские брокеры через денежные счета своих зарубежных «дочек». В сентябре 2007 года схема расчетов ППП была дополнена технологией автоматической конвертации. Суть технологии заключается в том, что долларовые денежные средства, зачисленные резидентами на свои денежные счета, открытые в Расчетной палате РТС, автоматически конвертируются в российские рубли. Расчеты между резидентами осуществляются в рублях. После поступления рублей на счет получателя-резидента происходит их обратная конвертация в доллары. Осуществляет автоконвертацию Расчетная палата РТС. Автоконвертация позволяет одному резиденту расплатиться долларами, а другому резиденту их получить, при этом требования валютного законодательства полностью соблюдаются.

До 2008 года денежным активом для расчета сделок на условии ППП выступали доллары. В апреле 2008 года в «пилотном», а с июня 2008 года в «боевом»

Суть технологии автоконвертации заключается в том, что долларовые денежные средства, зачисленные резидентами на свои денежные счета, открытые в Расчетной палате РТС, автоматически конвертируются в российские рубли. Расчеты между резидентами осуществляются в рублях. После поступления рублей на счет получателя-резидента происходит их обратная конвертация в доллары.

режиме участникам рынка была предложена единая технология расчета сделок как в долларах, так и в рублях, благодаря чему клиенты ДКК получили возможность расчета сделок на условиях ППП в рублях в рамках тех же расчетных сеансов, в которые рассчитываются сделки в долларах. Использование ППП через депонентов ДКК сделало доступной эту схему расчетов для более широкого круга конечных инвесторов, включая управляющие компании, страховые компании и иностранных институциональных инвесторов.

За 6 месяцев с момента начала расчета сделок в рублях на принципе ППП количество таких операций превысило 3700, а объем расчетов составил более 14 млрд рублей.

Хочется надеяться, что постепенный отказ клиентов ДКК от расчета сделок на условиях «свободной поставки» и переход новых и новых клиентов на технологию ППП приблизит качество инфраструктурных услуг нашего рынка к международным образцам.

По словам **Дениса Кузнецова, руководителя депозитария ЗАО «ИК «Тройка Диалог»:** «В сложившейся ситуации участившихся неплатежей и возросших рисков потери активов на российском и мировом фондовых рынках услуга ППП становится как никогда актуальной. Более 80% всех внебиржевых сделок, которые «Тройка Диалог» совершает на российском рынке, рассчитывается через Депозитарно-Клиринговую Компанию по схеме ППП.»

Вице-президент, заместитель начальника подразделения ценных бумаг ЗАО КБ «Ситибанк» Александр Назаров говорит: «Все больше наших клиентов, как международных инвестиционных банков, так и глобальных кастодианов, активно переходит на использование схемы ППП в своих расчетах на российском рынке, доля таких сделок в их общем обороте приближается к половине. Этому в немалой степени способствует то, что «Ситибанк» оказывает своим клиентам комплексную услугу: проведение расчетов по ценным бумагам через московский офис, а связанных расчетов по денежным средствам — через нью-йоркский. Таким образом, процесс скоординирован внутри «Ситибанка» и контролируется из единого центра». ◻

[1] Такой риск принято называть кредитным.

[2] Это вызвало большой интерес у участников, использующих при осуществлении расчетов клиентский счет депо в ДКК в привязке к денежным счетам, открытые в расчетной организации отдельно на каждого клиента.

[3] Этот вариант вызывает наибольший интерес у спецдепозитариев, использующих свои счета депо, открытые в ДКК и единый денежный счет своего брокера, открытый в расчетной организации.

офшор

Светлана Балусова
заместитель генерального директора – контролер
ООО ИК «Бизон плюс»

Обещанного не ждать!

Группа «ОНЭКСИМ», принадлежащая Михаилу Прохорову, остановила оферту миноритариям ТГК-4 за несколько дней до ее завершения

— Это твое заднее слово?
— Заднее не бывает...
к/ф «Кин-дза-дза»

На примере этого дела можно наблюдать, каким образом в России соблюдается баланс интересов мажоритария (или основных акционеров) и миноритариев, а также насколько в нашей стране сегодня эффективна защита субъектов корпоративных отношений.

Контрольный пакет акций компании ТГК-4 группа «ОНЭКСИМ» приобрела в рамках приватизационных аукционов, на которых РАО «ЕЭС России» распродавала свои объекты. По российским законам, мажоритарный акционер обязан предложить мелким акционерам приобрести их бумаги по фиксированной цене. И такое предложение компания Михаила Прохорова сделала.

14 июля 2008 года компания «ОНЕКСИМ ХОЛДИНГЗ ЛИМИТЕД» (мажоритарий ОАО «ТГК-4») в соответствии со ст. 82.2 Федерального закона «Об акционерных обществах» направила через эмитента остальным акционерам общества обязательное предложение о приобретении у них акций ОАО «ТГК-4».

(«ОНЕКСИМ ХОЛДИНГЗ ЛИМИТЕД» (далее — «ОНЕКСИМ») — кипрский офшор, доля участия в котором Михаила Прохорова составляет 99,99%. Михаил Прохоров — бизнесмен, президент частного инвестиционного фонда ООО «Группа ОНЭКСИМ». Стоимость активов, находящихся в управлении Группы, превышает 17 млрд долларов, а одним из приоритетных направлений осуществляемых ею инвестиций является электроэнергетика.)

Обязательное предложение было сделано в отношении 949 652 570 578 шт. обыкновенных именных бездокументарных акций ОАО «ТГК-4», регистрационные номера выпусков: 1-01-43069-А; 1-01-43069-А-019D; 1-01-43069-А-020D, 1-01-43069-А-021D.

Оферта ОНЕКСИМа была действительна в период с 30 июля по 17 октября 2008 года. Однако за четыре дня до её завершения, а именно 13 октября, ОНЕКСИМ неожиданно заявил о невозможности реализации обязательного предложения.

Казалось бы, странная непоследовательность, почему вдруг нельзя то, что еще вчера было можно и желательно. Да и вообще, почему не приобрести хороший актив по хорошей цене?

Однако неожиданным такой поворот событий может показаться лишь человеку, не следившему за ситуацией на финансовом рынке. Отменяя собственное предложение, «ОНЭКСИМ» пытается в настоящий момент сэкономить сотни миллионов долларов.

Дело в том, что за это время капитализация российского фондового рынка упала в разы, и теперь, пользуясь пробелами в законодательстве, крупная компания пытается не заплатить мелким держателям акций те деньги, на которые те вправе были рассчитывать в начале процесса.

В тот период, за который оферта «ОНЭКСИМ» дошла до миноритарных акционеров, Индекс «ММВБ-энергетика» снизился с 2300 пунктов до 802, то есть в 2,87 раза. Индекс ММВБ упал с 1500 пунктов до 600 — в два с половиной раза. Индекс РТС–Электроэнергетика упал с 297 до 103 пунктов — в 2,88 раза. Индекс РТС упал с 1949 до 668 пунктов — в 2,92 раза. На фоне происходящего кризиса обыкновенные акции ОАО «ТГК-4» являлись по сути безрисковым активом и вели себя подобно облигациям, их стоимость отражала увеличение требований к доходности бумаги (так, 17 июля акция стоила 0,0255 рубля, а 6 октября 0,025 рубля).

Чем же обосновал «ОНЕКСИМ» свой отказ? Невозможностью исполнения обязательств в связи с существенным изменением обстоятельств.

Посмотрим, какие события воспрепятствовали «ОНЕКСИМу» в осуществлении выкупа акций у миноритариев.

Найти десять отличий

Небо... небо не видело такого позорного пацака, как ты, Скрипач...

«Кин-дза-дза»

8 октября 2008 года приказом Федеральной службы по тарифам (ФСТ) ОАО «ТГК-4» было включено в Реестр субъектов естественных монополий, в отношении которых осуществляется государственное регулирование и контроль. Следовательно, с 8 октября ОАО «ТГК-4» подпадает под действие Федерального закона «О порядке осуществлений инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства» № 57-ФЗ от 29/04/08. В соответствии с этим законом сделки по приобретению иностранным инвестором более 50% акций осуществляются только после предварительного согласования их с уполномоченным органом.

«ОНЕКСИМ» — нерезидент, на момент включения ОАО «ТГК-4» в Реестр ему (по сообщению самого «ОНЕКСИМа») принадлежало ровно 50% обыкновенных именных бездокументарных акций. Значит, для приобретения более 50%, т. е. для выполнения обязательств по оферте появилась необходимость предварительного согласия уполномоченного органа.

«…Могу сказать, что Группа всегда очень четко следует российскому законодательству, букве и духу закона. Закон, если он даже не нравится, нужно уважать и выполнять…»,— заметил после произошедших событий президент ООО «Группы ОНЭКСИМ» Михаил Прохоров, отвечая на вопросы о выполнении обязательств Группы перед миноритариями ОАО «ТГК-4».

И рад бы «ОНЕКСИМ» исполнить обязательства по оферте, но по не зависящим от него обстоятельствам, произошедшим без его воли и участия, сделать этого никак не может.

Так ли это на самом деле? Давайте разберемся. Прежде всего интересуют два момента: во-первых, неожиданное уменьшение количества акций, принадлежащих «ОНЕКСИМу»; во-вторых, обстоятельства включения ОАО «ТГК-4» в Реестр субъектов естественных монополий, в отношении которых осуществляется государственное регулирование и контроль. Кроме того, следует обратить внимание на позицию «ОНЕКСИМа» в отношении обязательств по выкупу, занятую им после 8 октября 2008 года.

Итак, по порядку.

Исходя из текста обязательного предложения на момент его направления (14 июля) «ОНЕКСИМ» владеет 50,553% обыкновенных акций ОАО «ТГК-4». По состоянию на 30 сентября его доля снижается до 50,41%, а уже 8 октября она равняется 50%, и это при том, что согласно акционерному соглашению, заключенному с РАО «ЕЭС России», «ОНЕКСИМ» не вправе уменьшать свою долю ниже 50% + 1 голосующая акция. Пакет «ОНЕКСИМа» может снизиться только в случае, если покупатель акций присоединится к акционерному соглашению путем предварительного направления системному оператору (ОАО «СО ЕЭС» — правопреемнику РАО «ЕЭС России»)» безотзывной оферты. По информации, полученной от ОАО «СО ЕЭС», никаких оферт о приобретении акций ОАО «ТГК-4» ему не поступало.

Посмотрим, каким образом происходило включение ОАО «ТГК-4» в Реестр субъектов естественных монополий, в отношении которых осуществляется государственное регулирование и контроль. ОАО «ТГК-4» являлся субъектом естественных монополий до декабря 2007 года. Основанием включения предприятия в Реестр была находившаяся на его балансе газовая труба, подключенная к Дягилевской ТЭЦ (Рязанская обл.) и переданная в аренду ООО «Энергобизнес» в конце 2007 года. В двадцатых числах сентября 2008 года ОАО «ТГК-4» инициировало расторжение договора аренды и направило в ФСТ ходатайство о включении в Реестр субъектов естественных монополий, в отношении которых осуществляется государственное регулирование и контроль. Что интересно, именно в период с момента подачи ходатайства в ФСТ и до момента принятия ФСТ решения о включении ОАО «ТГК-4» в Реестр и происходит уменьшение доли «ОНЕКСИМа».

ОАО «ТГК-4» и «ОНЕКСИМ» тесно аффилированы. Обратите внимание на состав Совета директоров ОАО «ТГК-4», избранного 31 июля 2008 года:

Филькин Роман Алексеевич — директор представительства компании «Просперити Кэпитал Менеджмент РФ Лтд.»;

Бранис Александр Маркович — директор представительства компании «Просперити Кэпитал Менеджмент РФ Лтд.»;

Кочетков Геннадий Александрович — генеральный директор ОАО «ТГК-4»;

Басова Юлия Васильевна — исполнительный директор ООО «Группа ОНЭКСИМ»;

Сальникова Екатерина Михайловна — заместитель финансового директора ООО «Группа ОНЭКСИМ»;

Подсыпанин Сергей Сергеевич — директор юридической дирекции ООО «Группа ОНЭКСИМ»;

Пахомов Владимир Сергеевич — директор по инвестициям ООО «Группа ОНЭКСИМ»;

Абрамов Евгений Юрьевич — заместитель исполнительного директора ООО «Группа ОНЭКСИМ»;

Стефанович Сергей Анатольевич — директор инвестиционной дирекции ООО «Группа ОНЭКСИМ»;

Сенько Валерий Владимирович — директор по инвестициям ООО «Группа ОНЭКСИМ»;

Вишневский Юрий Михайлович — заместитель директора по развитию технологий диспетчерского управления ОАО «СО ЕЭС».

Из одиннадцати членов Совета директоров ОАО «ТГК-4» семеро работают в ООО «Группа ОНЭКСИМ». Очевидно, ОНЕКСИМ знал о ходатайстве, снижая пакет в период рассмотрения ходатайства уполномоченным органом.

Тем не менее предположим невозможное — «ОНЕКСИМ» не располагал информацией о намерении ОАО «ТГК-4» войти в Реестр стратегических предприятий. Обязательное предложение «ОНЕКСИМа» подписано Горским Сергеем Сергеевичем по доверенности от 15 января 2008 года. Быть может, это именно он, самостоятельно действуя от лица ОНЕКСИМа, продал «лишние» акции ОАО «ТГК-4»? Возможно. Однако почему же в этом случае «ОНЕКСИМ» не оспаривает заключенные С. С. Горским сделки? Ответ очевиден — «Группа ОНЭКСИМ» не хочет выполнять оферту, методично ограничивая возможности миноритариев в реализации ими своих прав.

Тихо сам с собою

Прораб! Скрипач не нужен...

«Кин-дза-дза»

В последний день действия оферты, 17 октября 2008 года, в 11 часов утра, «ОНЕКСИМ ГРУП ЛИМИТЕД», другой офшор Группы (далее — «ОНЕКСИМ ГРУП»), подал в Арбитражный суд г. Москвы иск к «ОНЕКСИМу» о признании недействительным обязательного предложения о приобретении ценных бумаг ОАО «ТГК-4» (Дело № А40-67829/08-56-575).

Что интересно:

- обязательное предложение никаким образом не нарушает прав «ОНЕКСИМ ГРУП», потому что только «ОНЕКСИМ» как будущий исполнитель оферты мог заявить о её недействительности;
- складывающаяся на сегодняшний день правоприменительная практика исходит из того, что обязательное предложение не является сделкой, а «…выступает определенным этапом реализации механизма, предшествующего заключению договора купли-продажи акций…», поэтому требование о признании обязательного предложения недействительным заявлено быть не может;
- заявляя о недействительности публичной оферты (требование неимущественного характера), «ОНЕКСИМ ГРУП» не просит применить последствий недействительности оферты, однако ее ходатайства о принятии обеспечительных мер «…для предотвращения нарушения федерального закона РФ и наступления неблагоприятных имущественных последствий…» удовлетворяются.

Первое ходатайство о принятии обеспечительных мер было удовлетворено 17 октября 2008 года определением Арбитражного суда Москвы, постановившего: «Принять меры по обеспечению иска в виде запрета ОАО «Центральный Московский Депозитарий» совершать в реестре владельцев именных ценных бумаг ОАО «Территориальная генерирующая компания № 4» операции по списанию и зачислению обыкновенных именных бездокументарных акций ОАО «ТГК-4», имеющих государственные номера выпусков (дополнительных выпусков) – 1-01-43069-А; 1-01-43069-А-019D, 1-01-43069-А-020D, 1-01-43069-А-021D с лицевых счетов владельцев, доверительных управляющих и номинальных держателей на лицевой счет «ОНЕКСИМ ХОЛДИГЗ ЛИМИТЕД». Несмотря на всю оперативность действий «ОНЕКСИМ ГРУП», часть миноритариев успела-таки перевести свои акции на счет «ОНЕКСИМа» (из-за того, что исполнительный лист на определение о принятии обеспечительных мер был выдан только спустя три дня — 20 октября).

Между истцом и ответчиком

Так что ты цак надень и в пепелаце сиди.

«Кин-дза-дза»

28 октября «ОНЕКСИМ ГРУП» заявила второе ходатайство о принятии обеспечительных мер в виде запрета ОАО АКБ «РОСБАНК», гаранта по обязательному предложению, осуществлять любые выплаты по банковской гарантии, выданной по просьбе «ОНЕКСИМа». С этим ходатайством «ОНЕКСИМ ГРУП» повезло больше. Действие банковской гарантии начиналось 6 ноября 2008 года. А определение о запрете выплат по ней и исполнительный лист на это определение были выданы Московским Арбитражем еще 29 октября. Никто из акцептовавших оферту миноритариев не успел получить оплату стоимости списанных акций по банковской гарантии ОАО АКБ «РОСБАНК».

Истец и ответчик по настоящему делу настолько тесно аффилированы друг к другу, являясь представителями Группы

«ОНЭКСИМ», что и сами они, и арбитражный суд зачастую забывают, в чьих интересах действует истец-ответчик, или, к примеру, в чьих интересах (истца или ответчика) принимаются обеспечительные меры. Так, в определении арбитражного суда от 29 октября 2008 года на ходатайство истца о применении обеспечительных мер, в частности, говорится: «…предъявление выданных 20/10/08 выписок с лицевых счетов бенефициаров о проведении операции по зачислению ценных бумаг на лицевой счет Компании «ОНЕКСИМ ХОЛДИНГЗ ЛИМИТЕД» может повлечь оплату данных акций по банковской гарантии с последующим предъявлением регрессного требования гаранта к «ОНЕКСИМ ХОЛДИНГЗ ЛИМИТЕД». И истец, и арбитражный суд заботятся об интересах ответчика.

Однако миноритарии ОАО «ТГК-4» не оставляют надежды на исполнение «ОНЕКСИМом» обязательного предложения. Некоторые из них, действуя единым фронтом, вступили в дело в качестве третьих лиц. (В основном это третьи лица, не заявляющие самостоятельных требований на предмет спора.) Хотя объем прав третьих лиц существенно меньше, чем у сторон по делу, они предпринимают все возможное для поддержания баланса сил в данном споре.

На сегодняшний момент третьими лицами, заявлявшими ходатайства о предоставлении встречного обеспечения, оспариваются определения арбитражного суда об отказе в таком обеспечении; оспариваются определения о принятии обеспечительных мер (уже в апелляционной и кассационной инстанциях). Но никаких положительных решений пока нет. И это при том, что позиция истца-ответчика характеризуется явным злоупотреблением правом, а права третьих лиц существенным образом нарушены принятием спорных обеспечительных мер.

Миноритариев ОАО «ТГК-4» можно условно поделить на две группы: успевшие перевести акции и ждущие их оплаты; и те, кто надеется успеть поставить бумаги, чтобы получить оплату за них. И те и другие в результате принятия обеспечительных мер несут существенные убытки. (Нет возможности зачислить акции на лицевой счет «ОНЕКСИМа» у акционеров, не успевших осуществить операцию по списанию/зачислению до запрета их осуществления ОАО «ЦМД». Нет возможности воспользоваться гарантией ОАО АКБ «РОСБАНК» у акционеров, успевших перевести акции.) И это не считая потери стоимости пакета, произошедшей после 7 октября 2008 года.

Согласно пояснительной записке к законопроекту «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты РФ» (в части уточнения порядка приобретения 30 и более процентов акций общества) целью закона было «…обеспечение адекватного уровня защиты права собственности акционеров в случае приобретения крупного пакета акций общества, предотвращение злоупотребления правами в результате недобросовестного поведения отдельных субъектов, обеспечение баланса интересов…». Основной задачей — «…повышение эффективности правового регулирования приобретения крупного пакета акций; построение рациональной, детально описанной процедуры, в которой бы сбалансированно учитывались интересы как акционеров, так и возможных приобретателей акций; обеспечение определения справедливой цены и эффективной судебной защиты субъектов корпоративных отношений…».

На примере этого дела можно наблюдать, каким образом соблюдается баланс интересов мажоритария и миноритариев и насколько эффективна защита субъектов корпоративных отношений в РФ.

Целью подачи «ОНЕКСИМ ГРУП» иска (дело № А40-67829/08-56-575), безусловно, было скорейшее принятие обеспечительных мер. Удовлетворение заявленных ходатайств вошло в противоречие с основной задачей судопроизводства (истец с помощью обеспечения иска защищает интересы ответчика), однако цель была достигнута.

Осознав неоднозначность заявленного требования и желая усилить свою позицию, «Группа ОНЭКСИМ» инициировала еще ряд судебных разбирательств.

А именно, 5 ноября 2008 года «ОНЕКСИМ ХОЛДИНГЗ ЛИМИТЕД» подал к миноритариям, успевшим перевести акции ОАО «ТГК-4» на его лицевой счет, иски о признании недействительности сделок купли-продажи. Это дела: № А40-73357/08-34-620 к «Инглнук трейдинг лимитед»; № А40-73356/08-137-717 к «Дойче Банку»; № А40-73355/08-100-606 к «Клирстрим Бэнкинг С.А.»; № А40-73354/08-48-630 к «Ситигруп Глобал Маркетс Лимитед»; № А40-73353/08-43-532 к «Морган Стенли и Ко»; № А40-73352/08-34-619 к «Голдман Сакс и Ко»; № А40-73296/08-137-716 к «Халсион Пауэр Инвестмент Кампэни Лимитед». ОАО АКБ «РОСБАНК» участвует во всех делах в качестве третьего лица. Вероятно, в целях экономии госпошлины о применении последствий недействительности сделок не заявлялось. Это и ни к чему, ведь обеспечительные меры уже приняты в рамках другого дела. А процессы по искам, несомненно, затянутся.

И конечно, нельзя оставить без внимания банковскую гарантию. «Гриодио Лимитед» 12 ноября обратился к ОАО АКБ «РОСБАНК» с исковым заявлением о недействительности банковской гарантии, «ОНЕКСИМ ХОЛДИНГЗ ЛИМИТЕД» привлечен в качестве третьего лица (дело № А40-76049/08-10-538).

В соответствии с Гражданским кодексом РФ банковская гарантия безотзывна. Это способ обеспечения обязательств, при котором обязательства гаранта перед бенефициаром не зависят от основного обязательства, в обеспечение которого выдана гарантия. Даже если основное обязательство, обеспеченное банковской гарантией, недействительно, требование бенефициара, сообщившего гаранту о недействительности основного обязательства, подлежит удовлетворению. Миноритарии, несмотря на однозначность положений о банковской

гарантии, учитывая обстоятельства рассмотрения дела о признании недействительности обязательного предложения, приняли решения об участии и в данном деле в качестве третьих лиц, не заявляющих самостоятельных требований относительно предмета спора.

Обратите внимание на количество нерезидентов во всех перечисленных процессах. Их очень много, и это неудивительно. Большинство игроков финансового и фондового рынков имеют свои офшоры. В этом нет ничего криминального. Офшоры используются для оптимизации налогов, разграничения денежных потоков, страхования предпринимательских рисков и пр.

По настоящим искам истец-ответчик пользуется своей юрисдикцией для затягивания судебных процессов.

К примеру, на судебное разбирательство о признании недействительным обязательного предложения «ОНЕКСИМ» не явился ни разу, а истец постоянно обращает внимание суда на невозможность рассмотрения дела в отсутствие надлежащего уведомления ответчика. Надлежащего — то есть полученного им по кипрскому адресу. И это несмотря на поверенного «ОНЕКСИМа», действующего и проживающего на территории РФ. Арбитражный суд постоянно переносит сроки рассмотрения дел, опасаясь отзыва ответчиком доверенности на своего представителя и, как следствие, ненадлежащего уведомления «ОНЕКСИМа», которое может стать основанием для отмены решения. Теперь рассмотрение жалоб миноритариев на определения о принятии обеспечительных мер назначено на 30 марта 2009 года. Конечно, хорошо, что не на 20 мая — последний день действия банковской гарантии, — ведь для того, чтобы ею воспользоваться, необходимо поставить бумаги.

По мере развития описываемых событий, позиция Группы «ОНЭКСИМ» в отношении стоимости пакета акций ОАО «ТГК-4» существенно изменилась. Если в сентябре 2008 года исполнительный директор Группы «ОНЭКСИМ» Юлия Басова говорила о сравнительно низкой цене приобретения: «Достаточно низкая цена, по которой мы купили этот актив, если разложить ее на производимые мегаватты электро- и теплоэнергии…», то уже в конце декабря 2008 года на сайте группы можно найти информацию о неоправданно высокой цене приобретения пакета: «…В течение последних двух лет основным драйвером роста здесь был интерес к отрасли стратегических инвесторов. Покупая активы у РАО «ЕЭС России» по заоблачным ценам, они вынуждены были выставлять обязательные оферты, на чем зарабатывали многие миноритарии» и т.д.

Очевидно, что Группа «ОНЭКСИМ» любыми способами пытается избежать выполнения оферты или хотя бы оттянуть срок её выполнения.

Сила солому ломит?

Ку!
«Кин-дза-дза»

Хотелось бы отметить еще одно обстоятельство.

Федеральный закон «О порядке осуществлений инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства» был принят в апреле 2008 года. Целью его принятия было установление порядка «…осуществления в Российской Федерации инвестиций в коммерческие организации, имеющие стратегическое значение для национальной безопасности Российской Федерации, который бы позволил создать такие правовые условия и механизмы участия иностранных инвесторов в капитале российских стратегических организаций, которые бы, с одной стороны, обеспечили защиту национальных интересов Российской Федерации, а с другой — способствовали формированию в Российской Федерации предсказуемого и прозрачного делового климата для иностранных инвесторов». Иностранные инвесторы, деятельность которых регулирует данный закон, — это не только юридические и физические лица с правоспособностью/дееспособностью, определяемой страной регистрации/жительства, но и российские инвесторы, если решения в них принимаются иностранными инвесторами.

В настоящее время правоприменительной практики по этому закону пока не существует, так что, безусловно, сейчас самое время её формировать. Однако ситуация с группой «ОНЭКСИМ» вряд ли может этому содействовать. Потому что решения в Группе контролируются ее президентом Михаилом Прохоровым. А он – стопроцентно российский гражданин.

В любом случае ситуация с исполнением/неисполнением оферты по ТГК-4 является знаковой для состояния дел на отечественном фондовом рынке.

В Послании Федеральному собранию (а это документ, формирующий политическую повестку дня) наш президент говорил о том, насколько важно сегодня попытаться сформировать в стране качественно новую правовую систему, а также избавиться «от коррупции и правового нигилизма».

Избавление от правового нигилизма — мероприятие не одноразовое, здесь нужны системные и многолетние кропотливые усилия.

Миноритарные акционеры компании ТГК-4 пытаются отстоять свои законные интересы разными путями. Инициированы судебные разбирательства. Параллельно, через Ассоциацию по защите прав инвесторов, миноритарии пытаются воздействовать на общественное мнение: пишут открытое письмо Президенту РФ; обращаются к Председателю Правительства РФ; последовательно направляют жалобы Председателю Арбитражного суда Москвы, Председателю Высшего арбитражного суда РФ.

Ни на одно обращение официальных комментариев пока что не поступило. *(Информация по состоянию на 31.12.2008)* ◻

Финансовый аналитик – это звучит гордо

В России появилась премия, которую вручают за научные результаты в области изучения финансов

23 декабря 2008 года состоялось вручение премии за лучшее диссертационное исследование 2006–2007 гг. в области финансовых рынков. Премия учреждена инвестиционной компанией «ЕВРОФИНАНСЫ» при поддержке Финансовой академии при Правительстве РФ и направлена на повышение престижа и статусности научной деятельности, и финансовой науки в частности.

На соискание премии была заявлена 21 диссертационная работа, защищенная в диссертационных советах в 2006–2007 годах. Две работы были рассмотрены вне конкурса.

Премия представляет собой сертификат, подтверждающий право получения денежной суммы в размере 500 000 рублей и диплом лауреата.

Лауреата премии должен был определить Экспертный совет. В него вошли директор Института финансовых рынков и прикладной экономики д.э.н., проф. Я. М. Миркин; заведующий кафедрой фондового рынка и инвестиций Высшей школы экономики д.э.н., проф. Н. И. Берзон; заведующий кафедрой фондового рынка университета МГИМО д.э.н., проф. А. Н. Буренин; заведующий кафедрой математики и финансовых приложений Финансовой академии при Правительстве РФ к. ф.-м.н., доцент В. Б. Гисин; начальник отдела Вычислительного центра им. А. А. Дородницына РАН д.т.н., проф. Ф. И. Ерешко; старший научный сотрудник института государства и права РАН к.ю.н. И. В. Редькин; генеральный директор Фондовой биржи ММВБ, старший вице-президент, член правления ММВБ А. Э. Рыбников; заведующий кафедрой ценных бумаг и финансового инжиниринга Финакадемии д.э.н., проф. Б. Б. Рубцов; заместитель руководителя ФСФР А. Ю. Синенко.

Решением Экспертного совета в шорт-лист вошли трое конкурсантов. Работы Н. Старченко «Индекс фрактальности и локальный анализ хаотических временных рядов», Д. Филатова «Моделирование и анализ финансовых рынков на основе методов нелинейной динамики», А. Юсуповой «Лизинговые формы финансирования долгосрочных активов" набрали равное число голосов экспертов.

Определить лауреата решили непосредственно на церемонии вручения путем проведения тайного голосования среди гостей церемонии по результатам презентаций номинантов.

Лауреатом премии ИК «ЕВРОФИНАНСЫ» за лучшее диссертационное исследование в области финансовых рынков в размере 500000 рублей стал Данила Филатов (Воронеж, на фото вверху справа). Дипломы номинантов вручены Николаю Старченко (Москва, на фото внизу справа) и Альмире Юсуповой (Новосибирск, на фото внизу слева).

С диссертационными работами можно ознакомиться на сайте ИК «ЕВРОФИНАНСЫ»:

http://www.eufn.ru/index.php?option=com_content&task=view&id=445&Itemid=333

Цыганок А. От спекуляций к инвестициям. Фондовый рынок для частных инвесторов — М.: ТройкаДиалог, 2008. — 171 с.

Любая область человеческой деятельности требует наличия знаний о ней. Иначе успеха не добиться.

Инвестиции здесь не исключение — чтобы ими заниматься, неплохо понимать, как именно стоило бы это делать.

Существует изрядное количество книг, написанных на тему о том, как правильно играть на фондовом рынке. Часть из них переведена на русский язык, часть на русском написана — все-таки отечественный рынок уже имеет собственную историю.

Славная когорта людей, излагающих основы биржевой торговли, удачно пополнилась с появлением на книжных прилавках книги Алексея Цыганка «От спекуляций к инвестициям».

Автор достаточно давно и хорошо известен российскому фондовому рынку, но не как сочинитель, а как высокопоставленный менеджер одного из лидеров российского инвестиционного банкинга — компании «Тройка Диалог». Совершенно очевидно, что и сама практика биржевой торговли, и национальные особенности работы трейдера известны такому человеку во всех нюансах.

Книга эту гипотезу более чем подтверждает. Она написана именно в том ключе, в котором мастер своего дела должен говорить с новичком. То есть очень ясно, очень логично и очень просто.

Книга не содержит обычного для такой литературы математического занудства: хочется назвать ее быстрой. В то же время структура руководства содержит практически все, что следует знать о рынке, прежде чем на него выйти. Автор излагает начальные сведения о бирже, о брокере, о стоимости ценной бумаги и ее прогнозировании, дает азы технического и фундаментального анализа, затем вводит в стратегии. А в последнем разделе читатель получает практикум по построению торговой системы.

В общем, если внимательно проштудировать это издание и правильно его усвоить, то попробовать себя в инвестировании уже можно. Тем более что о рисках этого занятия автор предупреждает вполне внятно.

Он, правда, совсем не пишет о профессиональных радостях трейдера (или инвестора). Ну, понятно, на бирже можно заработать деньги. Но ведь сделать это можно другими способами: наверняка в каталоге профессий, поддерживаемом соответствующим министерством, перечислены сотни, если не тысячи профессиональных занятий. Так почему именно инвестирование?

При чтении книги Алексея Цыганка ответ возникает сам собой, эмоционально вырастая из текста.

Инвестирование — подходящее занятие для человека, имеющего склонность к азартной, но при этом аналитической деятельности. Знать, что тебе не случайное везение привалило, а это ты сам, благодаря изощренности собственного интеллекта и крепости собственного характера, добился успеха и сумел пересилить хаотичную махину рынка, — вот дополнительный бонус трейдера. И частного инвестора, само собой, тоже!

И.С.