Содержание

№3 март 2009

Кастоди — это не депозитарий

Начальник подразделения ценных бумаг ЗАО КБ «Ситибанк» Алексей Федотов рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему ЦД надежнее, нежели система, имеющая множественные места хранения ценных бумаг с многочисленными цепочками вложенности, и в каких случаях российский кастоди работает в режиме «почтового» ящика.

14

КНИЖНАЯ ПОЛКА

Саймон Вайн. Глобальный финансовый кризис: Механизмы развития и стратегии выживания

64

ТЕМА НОМЕРА: ВСЕ-ТАКИ ВЕРТИМСЯ

6

Эффект пятого элемента

Заместитель руководителя ФСФР Александр Синенко рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о разработанных ФСФР законопроектах, которые вводят механизм противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию ценами, а также ответственности за данные правонарушения на финансовых и товарных рынках.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

22

То взлет, то посадка

Российский рынок акций в феврале — подъем, падение и плавное восстановление.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

30

Инсайд взглядом инвестора

С существенной поправкой: не любого инвестора, а квалифицированного. И знающего российский рынок не понаслышке.

34

Ставки и стабильность

Кредитно-денежная политика ФРС и ЕЦБ: достижение заявленных целей или игра в процентные ставки?

42

Деривативы и кризис

Рынок биржевых деривативов в мире претерпел значительные изменения под влиянием кризиса. Каковы пути развития этих инструментов?

48

Не только для брокеров — 2

Кризис уже не первый день как перерос рамки финансового сектора. Поэтому и адресат у антикризисных раздумий может быть самым широким.

52

Оптимальная ипотека

Банки считают ипотеку высокорисковым продуктом, а население — верной дорогой к жизни «на вулкане».

56

Токсины вон!

Минфин США объявил детали программы по очистке финансовой системы от «токсичных» активов.

60

Инвестиции в компенсации

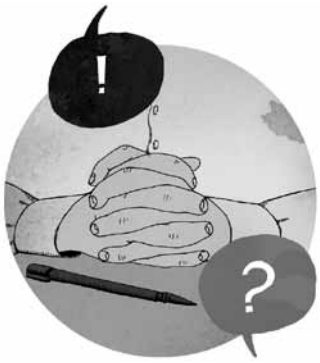
Обсуждаются параметры и формат создаваемого на финансовом рынке России компенсационного фонда.

МЕРОПРИЯТИЕ

62

Две концепции защиты

ФСФР России, саморегулируемые организации и брокеры обсудили вопрос создания компенсационного механизма на финансовом рынке.



ПРОФСООБЩЕСТВО

НАУФОР консультирует

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

4

МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ

Конструктор-хранитель

Директор отдела структурированных продуктов ING Wholesale Banking Степан Амосов продолжает разговор с главным редактором «ВН» Ириной Слюсаревой о рынке CDS. Может ли быть выгодным биржевой бизнес на кредитных деривативах и какие контракты могут стать биржевыми в первую очередь.

26

Все-таки вертимся!

Хотелось бы совершить переворот в общественном сознании. Небольшой, но уж зато концептуальный!

Для чего предлагаю пересмотреть одно базовое определение. А именно: оптимист — не просто человек, для которого стакан наполовину полон. Настоящий оптимист пытается наполнить недолитый стакан до краев. А потом еще, возможно, из него выпить.

Иными словами, он не ограничивается созерцанием окружающей действительности, а вдобавок совершает какие-то действия, пытаясь своим барахтаньем хоть немного переделать мир в свою пользу.

Получится или нет — совсем другой вопрос.

В настоящий момент одной из ключевых проблем отечественного рынка ценных бумаг является вероятность выхода на него действительно массового внутреннего инвестора. Какие меры могли бы стимулировать этот процесс?

В качестве одной из таковых НАУФОР предлагает создание компенсационного фонда. Возможность компенсации потерь, возникающих вследствие несостоятельности брокера, могла бы существенно изменить отношение частных инвесторов к фондовому рынку.

Безусловно, анализировать несовершенства нашего рынка — занятие небесполезное. Но аналитик не обязан быть именно пессимистом!

Ирина Слюсарева :)

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»
Владимир Евстигнеев, д.э.н., зав. кафедрой ГУ-ВШЭ, зав. сектором ИМЭМО РАН
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»
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**
Цветоделение и препресс **Ксения Клюкина**

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.

Не страшно

«Российский долг: не так опасен, как кажется» — так назвали очередной отчет аналитики «Тройки Диалог»

Исходный тезис исследования очевиден: опасения по поводу уровня российского долга сильно преувеличены. В отличие от стран Восточной Европы, где происходит обвал валют и банковской отрасли в результате чрезмерной «закредитованности» экономики, у России достаточно средств для того, чтобы пережить потрясения. Инвесторам следует опасаться не системных рисков, а специфических рисков отдельных компаний.

Объем валютных активов значительно больше, чем внешний долг.

По оценке «Тройки Диалог», в России ликвидные валютные активы государства и частного сектора составляют 622 млрд долларов — это куда больше валютного внешнего долга, равного 367 млрд долларов (его объем за последние два квартала существенно сократился благодаря погашениям). Россия прошла пик платежей по внешнему долгу, сальдо счета текущих операций положительное, и экономика не столкнется с системными трудностями при выплате 122 млрд долларов, которые нужно погасить в ближайшие 12 месяцев.

Золотовалютные резервы России не испарились. Их сокращение было, по сути, перераспределением валюты от государства к частному сектору для снижения долговой нагрузки и накопления валютных активов.

Долговая нагрузка частного сектора невысока. Совокупный долг компаний составляет половину от прогнозного ВВП за 2009 год. В сравнении с другими странами это не слишком много. Его масштаб не вызывает опасений и в сравнении с прибылью и активами компаний. Отношение долга населения к ВВП равно 9% — это очень мало. Таким образом, в России нет системной проблемы неплатежеспособности в том виде, в каком она есть на Западе. Для отдельных крупных бизнесменов и компаний угроза банкротства, конечно, реальна, но по отдельным случаям неплатежеспособности нельзя делать вывод о слабости всей системы.

Серьезнее всего проблемы у компаний, ориентированных на внутренний рынок. По оценке «Тройки Диалог», предприятия этой категории должны в общей сложности 38 млрд долларов иностранным банкам и 75 млрд — российским (в сумме отношение этого долга к ВВП составляет 9%). Банкротства и вынужденная реструктуризация долга, по всей видимости, затронут компании, работающие на внутренний рынок.

Доля просроченных кредитов едва ли достигнет неприемлемых уровней. В абсолютном выражении объем заимствований (в том числе валютных) сравнительно невысок, а половина активов банковского сектора подконтрольна государству. Поэтому вероятность кардинального ухудшения качества кредитов невелика. Сейчас доля просроченных кредитов равна 2,8%, и при сохранении текущей динамики к концу года она может достичь 6–7%. Даже в пессимистичном сценарии этот показатель не превысит 10%.

Банковский сектор устойчив. Резервы вдвое превышают объем просроченных кредитов, а чистая процентная маржа составляет 4–5%, поэтому даже если доля просроченных долгов в текущем году достигнет 10%, это не создаст системной угрозы банковскому сектору.

Кроме того, достаточность капитала составляет 17% – это на 5 п. п. выше обязательного уровня. Для того чтобы отрасли потребовались системные вливания ликвидности, доля просроченных кредитов должна будет увеличиться до 14–15%. В банковском секторе валютных активов больше, чем валютных пассивов, а на долю валютных кредитов компаниям, ориентированным на внутренний рынок, приходится лишь 15% совокупного объема.

Кроме того, государство уже предоставило банкам достаточно средств для замещения иностранного капитала.

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, №1, 2009

Может ли налоговый агент (инвестиционная компания) предоставить физическому лицу имущественный налоговый вычет по налогу на доходы физических лиц в 2009 году в сумме, израсходованной налогоплательщиком на приобретение на территории РФ жилого дома, квартиры, комнаты или (долей) в них, в размере фактических расходов, по уведомлению, выданному ФНС РФ в 2008 г., если имущественный налоговый вычет по налогу на доходы физических лиц не был получен в 2008 году?

В соответствии с пунктом 3 статьи 220 НК РФ имущественный налоговый вычет может быть предоставлен налогоплательщику до окончания налогового периода при его обращении к работодателю (далее в настоящем пункте – налоговый агент) при условии подтверждения права налогоплательщика на имущественный налоговый вычет налоговым органом по форме, утверждаемой федеральным органом исполнительной власти, уполномоченным по контролю и надзору в области налогов и сборов.

Таким образом, в ситуации, изложенной в вопросе, в соответствии с пунктом 3 статьи 220 НК РФ организация не является налоговым агентом, так как не является работодателем физического лица.

Просим вас разъяснить действия владельца акций нерезидента в случае приобретения брокером в пользу клиента–нерезидента по агентскому договору обыкновенных акций российского эмитента. Распространяется ли требование письма ФСФР России от 18.03.2008 г. № 08-ВМ-03/4874 на владельцев-нерезидентов? Какой вид связи должен быть использован для своевременного информирования эмитента и ФСФР?

В соответствии со статьей 30 Федерального закона от 22.04.96 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» владелец обыкновенных акций не позднее чем через пять дней со дня внесения соответствующей приходной записи по лицевому счету (счету депо) обязан раскрыть информацию о приобретении 5 и более процентов общего количества размещенных обыкновенных акций, а также о любом изменении, в результате которого доля принадлежащих ему таких акций стала более или менее 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 или 75 процентов размещенных обыкновенных акций.

В письме Федеральной службы по финансовым рынкам (далее по тексту — ФСФР) от 18 марта 2008 года № 08-ВМ-03/4874 даются разъяснения о направлении уведомления владельцем, о приобретении или изменении доли принадлежащих ему обыкновенных акций.

В соответствии со статьей 2 Федерального закона от 22.04.96 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» владелец — лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве.

В соответствии с вышеизложенным следует, что в случае приобретения или любого изменения во владении обыкновенных акций у владельцев-нерезидентов требование письма ФСФР от 18 марта 2008 года № 08-ВМ-03/4874 распространяется на владельцев-нерезидентов.

В случае если владелец-нерезидент не имеет возможности направить данное уведомление в предусмотренный срок, данное уведомление может быть направлено от имени владельца обыкновенных акций уполномоченным им лицом с последующим заполнением раздела V Уведомления «Сведения о лице, направляющем уведомление от имени владельца обыкновенных акций».

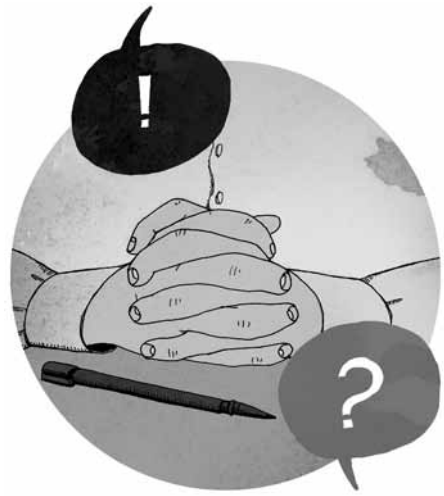
Для своевременного информирования ФСФР России необходимо использовать тот вид связи, который обеспечит не позднее чем через пять дней со дня внесения соответствующей приходной записи по лицевому счету (счету депо) раскрытие информации о приобретении 5 и более процентов общего количества размещенных обыкновенных акций, а также о любом изменении, в результате которого доля принадлежащих ему таких акций стала более или менее 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 или 75 процентов размещенных обыкновенных акций.

Как подключиться к системе ЭДО НАУФОР, и что даёт подключение?

Подключиться к системе ЭДО НАУФОР просто. Если организация является членом НАУФОР, необходимо предоставить соглашение в трех экземплярах, анкету и файл запроса.

Если организация не имеет членства в НАУФОР, помимо вышеуказанных документов, необходимо предоставить договор и заявку на выставление счета.

После регистрации документов в НАУФОР и обработки файла запроса вы сможете отправлять отчетность профессионального участника рынка ценных бумаг по закрытым каналам связи.



В НАУФОР отчетность проверяется на наличие видимых ошибок и отправляется в ФСФР. У системы ЭДО НАУФОР множество плюсов, например:

- датой сдачи отчетности является дата поступления отчетности в НАУФОР;
- отчет в НАУФОР можно сдать в любое время суток;
- количество сдаваемых отчетов неограниченно;
- организация имеет возможность заменить отчет с ошибкой (дата сдачи не изменится);
- специалисты НАУФОР консультируют организации, подключенные к ЭДО, по заполнению и предоставлению отчетности;
- организация всегда может просмотреть отправленный отчет;
- подключение выполняется за один день.

Александр Синенко
Заместитель руководителя ФСФР

Эффект пятого элемента

Пользуясь аналогиями с известным фильмом, можно сказать, что инсайд и манипулирование — «воплощение абсолютного зла», которое может и будет побеждено

Заместитель руководителя ФСФР Александр Синенко рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о разработанных ФСФР законопроектах, которые вводят механизм противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию ценами, а также меры ответственности за данные правонарушения на финансовых и товарных рынках.

— Насколько борьба с инсайдом и манипулированием актуальна для российского рынка и насколько — именно сейчас?

— Инсайд и манипулирование — чрезвычайно опасные явления, поскольку они подрывают основы организации любого биржевого рынка: товарного, фондового. Такие действия препятствуют справедливому ценообразованию на товары или ценные бумаги. В результате применения этих недобросовестных практик возникает ситуация неравенства информации, в которой инвестор терпит убытки, а кто-то, наоборот, несправедливо использует полученное преимущество. Если инвестор потерял деньги по причинам, связанным с инсайдом или манипулированием, то на такой рынок он больше не вернется. То есть происходит утрата доверия инвесторов к рынку, вот в чем главная опасность! Можно сравнить совершение операций на рынке с высоким риском злоупотреблений использования инсайда или схем манипулирования с игрой в карты с шулером. Вы обречены проиграть. Проблема возможных фактов инсайда и манипулирования, учитывая снизившиеся объемы торгов, особенно актуальна сейчас, повышенная уязвимость наших рынков в таких условиях очевидна. Очень важно подчеркнуть то, что у добросовестного участника нет методов борьбы с инсайдом и манипулированием, он не способен от них защититься и вправе проголосовать только ногами, то есть уйти с такого рынка. Эффективно противодействовать этим негативным явлениям — задача государства.

— Имеются ли существенные различия между инсайдом и манипулированием?

— Важно понимать природу этих явлений. Само по себе обладание инсайдерской информацией, то есть достоверными нераскрытыми сведениями, способными оказать существенное влияние

на цену биржевого товара, не является наказуемым. Незаконным является использование такой информации на организованном рынке, в результате которого и возникает неравенство и преимущество одних инвесторов по отношению к другим. Инсайдеру достаточно совершить одну сделку в нужное время и в нужном месте для того, чтобы несправедливо обогатиться. В отличие от этого манипулирование ценами возможно и без использования какой-либо закрытой информации. В основе данных действий лежат конкретные схемы, не одна, а целая последовательность операций, которые намеренно вводят в заблуждение остальных инвесторов, заставляя их, ориентируясь на искаженную информацию, следовать за ценами, которые разгоняются манипулятором. Если вы спрашиваете о том, возможно ли одновременное использование инсайда и манипулирования, то, как правило, одно следует за другим. Потому что, получив конфиденциальную информацию, которая еще не стала достоянием широкого круга лиц, инсайдер с большой долей вероятности сделает попытку ею воспользоваться. В том числе, вполне возможно, применяя манипулирование ценами. Это, пожалуй, наиболее тяжкий случай нарушения, который способен обрушить любой рынок.

— Почему решительно бороться с инсайдом и манипулированием в России решили именно сейчас?

— Действительно, разработка законопроекта об инсайде была начата приблизительно в 2000 году. Почему же только сейчас мы приблизились к решению этого вопроса?

Напомню, что любая действительно серьезная проблема, требующая законодательного урегулирования, решается, как правило, в случае, если сформировано несколько определенных условий. Необходимо, чтобы ситуация, как говорится, созрела.

В частности, для законодательного решения проблемы манипулирования и инсайда нужно было, во-первых, чтобы сформировалась развитая индустрия рынка ценных бумаг. И теперь она у нас есть, даже несмотря на сегодняшнюю ситуацию на рынке. Более того, эта индустрия начинает осознавать свои общие интересы в вопросе предотвращения использования недобросовестных торговых практик.

Второй момент — уровень развития законодательства в той или иной сфере. Здесь мы тоже не новички. В плане борьбы с инсайдом и манипулированием Россия не находится в начале пути. В стране существует законодательство, препятствующее использованию служебной информации. Действуют нормы закона о рынке ценных бумаг, препятствующие манипулированию. В нормативной базе ФСФР России существуют документы, обязывающие организаторов торговли на рынке ценных бумаг организовать мониторинг ситуации, отслеживать нестандартные сделки и сообщать о них регулятору, принимать те или иные меры к нарушителям.

Поэтому начальный уровень законодательства, накопленный опыт именно для осуществления качественного рывка в вопросах борьбы с недобросовестными рыночными практиками, у нас достаточен.

— А готов ли сам регулятор к эффективной борьбе с инсайдом и манипулированием?

— Вот как раз об этом сейчас и пойдет речь. Третий момент связан с готовностью как регулятора, так и всей правоприменительной системы, включая судебную, использовать существующие наработки, в том числе на нормативном уровне, для того чтобы начать борьбу с инсайдом и манипулированием. И в этом смысле уместно напомнить о ставших известными случаях манипулирования. Соответствующие поправки в Закон о рынке ценных бумаг были внесены в 2002 году. С тех пор ФСФР России официально признала два факта манипулирования. С учетом всех факторов, это, на наш взгляд, немало.

Я думаю, стоит кратко упомянуть об этих фактах и проанализировать, к каким последствиям привели действия регулятора. Итак, в 2007 году был официально признан факт манипулирования с акциями нефтяной компании РИТЭК. Нерезидент фактически совершал сделки сам с собой через российского брокера, тем самым необоснованно раздувая цены и, видимо, планируя продать бумаги на пике цены. Сам факт был установлен, но в силу несовершенства законодательства применить какие-либо меры наказания к участникам этой схемы было невозможно. Компания, в интересах которой была реализована описанная схема, являлась, как уже сказано, нерезидентом. Отечественный брокер лишь выполнял указания клиента.

Второй случай, произошедший в 2008 году, более показателен. Речь идет о действиях группы лиц, работающих в компании «Ричброксервис», которые совершали операции между собой, покупая и продавая акций этой же компании. Путем совершения сделок они добились значительного безосновательного увеличения цены акций. По этому факту ФСФР провела полномасштабное расследование. В результате факт манипулирования был признан, и служба аннулировала лицензию профучастника. Что важно, были наказаны также физические лица — непосредственные участники незаконных действий, они лишились квалификационных аттестатов.

— И что же, они согласились с вашим решением?

— Все действия и решения ФСФР были оспорены заинтересованными лицами в судебном порядке и по каждому из них суды согласились с правомерностью и обоснованностью действий регулятора. Сделать с компаниями-нарушителями или с их должностными лицами что-либо еще нельзя, поскольку на момент совершения правонарушений отсутствовали нормы об административной или уголовной ответственности за манипулирование ценами. Соответствующий законопроект о введении административной ответственности вступит в силу буквально на днях. Изменения в Уголовный кодекс уже рассматриваются в Государственной думе. Еще раз подчеркиваю, у нас есть необходимый опыт, сотрудники, организационное обеспечение. При этом, конечно, мы надеемся на помощь и поддержку саморегулируемых организаций, бирж, экспертного сообщества профессиональных участников рынка.

— Но вернемся к вашей идее об условиях, которые необходимы для законодательного урегулирования проблемы инсайда и манипулирования.

— Да, я перечислил три основных условия, которые носят объективный характер.

Как правило, для реализации законодательных инициатив нужен также четвертый фактор субъективного свойства — внутренняя потребность общества в переменах, осознание их актуальности. И важность этого фактора не следует недооценивать: даже при наличии объективных условий изменения могут не произойти при отсутствии общественной воли к ним. Без правильного психологического отношения перейти к практическому решению проблемы очень трудно. Сейчас необходимый субъективный фактор, как мне кажется, присутствует. Российское профессиональное сообщество окончательно осознало, что жить, попустительствуя инсайдерским и манипулятивным практикам, нельзя.

— Так что же еще необходимо для достижения результата?

— Продолжу свою мысль. Ситуация с законодательством по инсайду такова: четыре элемента, необходимых для его разработки, присутствуют.

Но для того чтобы все они «выстрелили», необходим пятый элемент — как в известном фильме Люка Бессона, где

четыре элемента, даже собранные вместе, не работали без пятого, объединительного.

Пятым элементом в данном случае является наличие четкой политической воли государства.

На сегодня можно абсолютно уверенно сказать, что такая воля есть. Она подтверждена включением обсуждаемого нами вопроса в Стратегию развития фондового рынка на период до 2020 года. Премьер-министр РФ Владимир Путин на заседании президиума кабинета министров также заявил, что наказание за использование инсайдерской информации должно стать реальным и неотвратимым. Кроме того, на встрече с представителями партии «Единая Россия» премьер назвал соответствующий законопроект в числе приоритетных и просил фракцию оказать содействие его принятию.

Всего названного достаточно, чтобы сдвинуть дело с мертвой точки и перевести его на уровень законодательного регулирования. Возвращаясь к аналогиям с уже упоминавшимся фильмом, можно сказать, что инсайд и манипулирование — это воплощение «абсолютного зла», которое может быть и будет побеждено.

— Связан ли этот процесс с намерением построить в России международный финансовый центр?

— Безусловно, невозможно говорить о формировании конкурентоспособного финансового центра в России, не имея качественного законодательства, препятствующего использованию инсайда и манипулирования. Тем более, что в долгосрочном плане цель создания финансового центра более масштабна, она касается позиционирования России, ее будущего места в глобальной финансовой системе.

Попытка достичь уровня регионального, а впоследствии, возможно, одного из мировых финансовых центров — это вопрос, в том числе, национального суверенитета России, вопрос полноценной работы ее экономики. Либо мы будем обслуживать своими инвестициями зарубежные рынки, либо все-таки займем более высокий уровень в системе мировых финансов, в качестве самостоятельного игрока будем сами притягивать к себе и инвестиции, и технологии. Наличие законодательства о противодействии инсайду и манипулированию играет в этом процессе ключевую роль. В целом эффективное законодательство — необходимое условие для защиты инвесторов и обеспечения их доверия к нашему рынку.

— Ставя целью создания регионального центра, должна ли Россия привлекать в первую очередь инвесторов из СНГ?

— Скорее всего, на первом этапе должно быть именно так, поскольку со странами СНГ нас многое связывает. Было бы логично предположить, что именно они могут стать первыми активными участниками нашего финансового центра в том случае, если нам удастся его создать.

В Лондоне, например, порядка 20% всех первичных размещений происходит за счет размещения иностранных ценных бумаг. Было бы крайне желательно добиться похожих результатов, привлекая эмитентов из стран постсоветского пространства, вовлекая их в процессы первичного и вторичного обращения на наших биржах.

— Известно, что все крупные российские брокерские дома имеют «дочек» в офшорах и вполне могут совершать инсайдерские сделки через них. Каким образом можно бороться с их недобросовестными действиями в российском правовом поле?

— Не буду раскрывать всех секретов. Напомню лишь о том, что на сегодняшний день у ФСФР России уже заключены соглашения о взаимодействии и передаче информации с рядом иностранных регуляторов. Процесс этот отнюдь не завершен, он только набирает обороты. Соответственно, если мы обнаружим факт совершения тех или иных неправомерных действий нерезидентом, то с большой вероятностью материалы будут направлены в регулятивные органы именно того государства, в чьей юрисдикции данный брокер работает. И уж поверьте, во всех странах, из которых могут исходить подобные угрозы, существует развитое законодательство по вопросам противодействия манипулированию и инсайду. Причем, как правило, это законодательство позволяет преследовать нарушителей даже в случае совершения преступления на территории другого государства.

Полагаю, что переданные нами материалы, с высокой вероятностью, привлекут внимание уполномоченных национальных регуляторов. Соответственно, именно путем взаимодействия с нашими коллегами, в том числе с международными организациями, мы можем поставить заслон незаконным практикам торговли на финансовых рынках.

— Почему понадобилось разрабатывать специальный закон? Пойти путем внесения поправок в действующие законодательные акты не получалось?

— Это вопрос юридической техники. Проблема манипулирования и инсайда по своей значимости претендует именно на комплексное регулирование в отдельном законе. Многочисленные поправки в нормативные акты, напротив, могут только помешать целостному восприятию закона. Тем более, что в этом случае пришлось бы в различных законах неоднократно дублировать те или иные положения и определения, предусматривать отсылочные и перекрестные нормы. Такой подход нерационален.

— Счел ли регулятор необходимым обсуждать нормы нового закона с профессиональным сообществом, особенно учитывая, что с его вступлением в силу вводится, в том числе, уголовное наказание за недобросовестные практики?

— Когда законопроект был внесен в Государственную думу и стал достоянием общественности, мы увидели весьма неоднозначное к нему отношение профессиональных участников

рынка ценных бумаг. Заметна была и настороженность со стороны журналистов. Закон действительно упоминает роль и ответственность средств массовой информации. Это неизбежно, поскольку фондовый рынок целиком построен на информации. И этим обусловлено появление регулятивных норм в отношении СМИ.

Закон долго разрабатывался и согласовывался. Сейчас его готовность к принятию, как нам кажется, весьма высока. Прошли обсуждения проекта в профильных комитетах Государственной думы, которые получили живой отклик. Все замечания и предложения будут проанализированы и по максимуму учтены.

В задачу ФСФР ни в коей мере не входило ухудшение положения ни журналистов, ни брокеров. Никто не стремился ввести неоправданные ограничения на свободу слова, на исполнение журналистами профессиональных обязанностей. Ни в коем случае! Речь идет именно о построении эффективной системы противодействия инсайдерской информации и манипулированию ценами.

— Как будет строиться взаимодействие ФСФР с правоохранительными органами?

— Если говорить о взаимодействии ФСФР и правоохранительных органов, то проектом закона этот вопрос прямо урегулирован. ФСФР наделяется правом инициировать проверку тех или иных фактов совместно с правоохранительными органами.

Почему необходимо взаимодействие? Потому что именно правоохранительные органы наделены возможностями и полномочиями в сфере оперативно-розыскной деятельности. Без использования этих средств расследование правонарушений невозможно. И инсайд, и манипулирование базируются на высоких технологиях и для того, чтобы их раскрыть, без специальных методов сыскной работы не обойтись.

— Предполагается ли, что представители правоохранительных органов будут полу-

чать специальную подготовку в области финансов?

Если понадобится экспертная поддержка со стороны ФСФР России, то мы готовы ее оказать. Но учить сыскарей азам уголовного процесса или методике расследования — не наше дело.

— Каким образом могут быть использованы в борьбе с инсайдом ресурсы саморегулируемых организаций?

— На саморегулируемые организации в первую очередь будут возложены функции по разработке стандартов, которые будут детально регламентировать осуществление профучастниками деятельности на фондовом рынке, а также контроль над членами СРО.

В саморегулируемых организациях работают опытные и профессиональные сотрудники, и их активное содействие будет востребовано как при дальнейшей разработке нормативных актов, так и при проведении проверок.

— Возможно, уголовное наказание за инсайд не является обязательной частью программы борьбы с этим злом? Нельзя ли обойтись административными мерами?

— Во-первых, мы уверены, что эффективно противодействовать названным явлениям можно лишь комплексно. Комплексный подход подразумевает использование всего спектра мер юридической ответственности. Напомню, что проект закона подразумевает обязанность возместить ущерб, который причинен использованием инсайдерской информации или манипулированием. Это вопрос гражданско-правовой и решается в рамках гражданского процессуального законодательства. Вступают в силу поправки в Кодекс об административных правонарушениях, где впервые вводится административная ответственность за манипулирование. Ответственность достаточно болезненная: для граждан — штрафы от 3 до 5 тысяч рублей, для должностных лиц — от 30 до 50 тысяч или дисквалификация на срок до двух лет, для юридических лиц — от 700 тысяч до одного миллиона рублей.

Сейчас мы работаем над введением соответствующих статей в Уголовный кодекс, законопроект уже поступил в Государственную думу. Он предусматривает в качестве наказания как штрафы, так и лишение свободы.

Высказывается мнение о том, что введение уголовной ответственности преждевременно, что необходимо вначале отработать регулятивную базу, накопить достаточный опыт. Вариант допустимый, но, как мне кажется, не для нынешней ситуации. Учитывая высокую степень общественной опасности злоупотреблений при использовании инсайда и манипулирования, введение уголовной ответственности представляется более чем обоснованным.

Но хотел бы привести ряд аргументов несколько иного характера.

В свое время я участвовал в процессе подготовки изменений в Уголовный кодекс, предусматривающих ответственность за преступления в сфере рынка ценных бумаг. У нас есть статистика о количестве возбужденных дел и привлеченных к ответственности лиц по соответствующим статьям.

Вот статья 185 Уголовного кодекса предусматривает ответственность за злоупотребление при эмиссии ценных бумаг. Статистика правонарушений по ней такова.

1997 — не выявлено ни одного факта.

1998 — 6 возбужденных уголовных дел.

1999 — возбуждено 3 уголовных дела.

2000 — 6 уголовных дел.

2001 — 3 уголовных дела.

2002 — 8 уголовных дел.

2003 — 5 уголовных дел.

2004 — 3 уголовных дела.

2005 — 6 уголовных дел.

Статья 185.1 Уголовного кодекса (злостное уклонение от представления инвестору или контролирующему органу информации) была введена в 2002 году. Статистика по ней такая.

2002 и 2003 — ни одного случая возбуждения дела.

2004 — 1 случай.

2005 — 1 случай.

Это количество только возбужденных дел. А дел, которые дошли до рассмотрения в суде, еще меньше. Вообще, за все время действия статьи 185 по ней были реально осуждены лишь 13 человек.

О чем говорит эта статистика?

— Что брокерам можно не бояться тюрьмы?

— Она говорит, прежде всего, о том, что и по такой сложной категории дел, как нарушение ограничений при использовании инсайдерской информации и манипулирования ценами, не будет громких процессов с привлечением большого количества фигурантов.

Но я не на этом хотел бы акцентировать внимание. Дело в том, что когда то или иное деяние государство объявляет уголовным преступлением, то цели здесь двояки. Эффективность уголовного закона не измеряется количеством возбужденных дел или количеством привлеченных к ответственности «фигурантов».

Речь идет о так называемых вопросах превенции, то есть предотвращения и предупреждения совершения преступлений. Появление в уголовном кодексе тех или иных статей — это угроза, которая будет реально восприниматься участниками, и поэтому способна оказать эффект сама по себе. Люди, обдумывающие правонарушение, будут принимать в расчет возможность возбуждения уголовного дела. Таким образом, наличие угрозы уменьшит вероятность появления самого уголовно наказуемого деяния.

— Имеет ли смысл как можно более активно предавать гласности результаты подобных судебных процессов?

— Подобные действия, конечно, допустимы, но не они являются целью действий регулятора. Наша задача и обязанность — наиболее объективно, полно и своевременно раскрывать информацию

о выявленных фактах манипулирования и использования инсайдерской информации. Дальше может последовать как проверка ФСФР, так и передача соответствующих сведений в правоохранительные органы — в том случае, если есть подозрения о наличии каких-либо признаков уголовного преступления.

— Появятся ли у ФСФР новые полномочия?

— Да. Это уже упоминавшаяся возможность проведения совместных проверок с правоохранительными органами, а, кроме того, допустимость получения письменных объяснений от профучастников в определенных ситуациях, возможность доступа к техническим средствам фиксации информации и записей обмена данными.

Очень важно, что новый закон распространяется как на товарный, так и на финансовый рынок. Мы считаем, что ценность этого проекта — именно в его универсальности. Хотя существуют прямые изъятия из сферы действия закона, они сделаны, например, в отношении деятельности по реализации Центральным банком кредитно-денежной политики, мер по поддержанию курса рубля.

Есть в проекте изменений в законодательство об уголовной ответственности за незаконное использование инсайдерской информации и манипулирование ценами и норма, которую, пожалуй, можно считать революционной. Цитирую: «Лицо, добровольно возместившее причиненный гражданам, организациям или государству ущерб, либо добровольно передавшее в доход Российской Федерации сумму извлеченного дохода, освобождается от уголовной ответственности, если в его действиях не содержится иного состава преступления».

Эта норма совершенно осознанно направлена на гуманизацию уголовного законодательства в сфере финансового и товарного рынков, свидетельствует о том, что цель государства не в возмездии, но в эффективном предупреждении нарушений. ◻

Алексей Федотов
начальник подразделения ценных бумаг
ЗАО КБ «Ситибанк»

Кастоди — это не депозитарий

Кастодианы не то чтобы совсем не нужны – скорее, они не востребованы, поскольку нет того класса инвесторов, который умел бы ими пользоваться

Начальник подразделения ценных бумаг ЗАО КБ «Ситибанк» Алексей Федотов рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему ЦД надежнее, нежели система, имеющая множественные места хранения ценных бумаг с многочисленными цепочками вложенности, и в каких случаях российский кастоди работает в режиме «почтового» ящика.

— Сложилось устойчивое представление о том, что иностранные учреждения приносят на наш рынок передовые стандарты и технологии. Но эта мантра представляется иногда несколько расплывчатой. Хочется узнать в подробностях, чем же именно иностранцы лучше?

— Дело не в том, кто лучше. А в том, что на рынках, которые образовались естественным путем и развивались органически, процесс создания рыночных институтов шел также эволюционно. А не взрывообразно, как в России.

У нас рынок возник вследствие приватизации, носившей «обвальный», массовый характер, и это повлекло за собой искажение «матрицы». Роль некоторых институтов была недооценена, а трудозатраты на их создание минимизированы. Поэтому когда мы говорим, что любой иностранный банк, имеющий ключевой продукт, привносит в нашу рыночную среду некие собственные стандарты — в этом утверждении, действительно, достаточно много правды.

Российское законодательство определяет депозитарную деятельность как учет и хранение ценных бумаг, а также операции с ценными бумагами в виде их списания/зачисления.

И только.

Иными словами, наше законодательство до сих пор полагает, что все функции «депозитария» сводятся практически к бухгалтерскому учету. Это кардинальная ошибка. Но она соотнесена с отечественными рыночными реалиями. У нас, действительно, до сих пор случается так, что и брокерские, и кастодиальные функции выполняет один и тот же институт. Типичный российский брокер/банк зачастую является и брокером, исполняющим сделки (executing broker), и клиринговым брокером, а также имеет при себе карманный депозитарий. А вот на развитых рынках для ряда функций давно применяется «аутсорсинг». Те функции, которые в России исполняет один институт, на развитых рынках давно разведены.

В частности, функция «кастодиана» появилась в силу того, что инвестор стремился отдать часть своих функций третьему лицу на аутсорсинг. И готов был за это платить!

Посмотрим, к примеру, с этой точки зрения на функцию расчетов. В комплекс расчетных операций входят операции с ценными бумагами, их списание и зачисление. Большинство наших «депозитариев», действительно, только списывают и зачисляют бумаги, не оперируя деньгами. Денежные и бумажные операции у нас законодательно разведены, что есть большая ошибка и проблема.

На развитых рынках этот комплекс услуг называется «settlement» (расчеты), причем предполагается, что операции производятся не только с бумагами, но и с деньгами. Для того чтобы произвести цикл расчетов на одном из развитых рынков, нужно открыть и бумажный, и денежный счет (как правило, это один счет либо оба счета связаны друг с другом). Причем кастодиан не просто зачисляет деньги, а как минимум отвечает за денежную компоненту, так же как и за ценнобумажную, и в силу этого — за ряд дополнительных функций. Кастодиан на развитых рынках нередко является также банком, что правильно, поскольку денежные операции отдавать на аутсорсинг крайне непросто. Причем постоянно возникает необходимость в продолжении темы: если у клиента нет денег, то можно ли ему дать кредит; если деньги есть, то можно ли разместить их овернайт, и так далее. Все эти операции на развитых рынках делаются естественным образом. Денежные и бумажные отношения в данном случае связаны полностью, что российское законодательство игнорирует. Хотя очевидно, что клиент не может покупать ценные бумаги волшебным образом, без денег.

Вторая особенность России: иностранные инвесторы рассчитываются за российские бумаги в иностранной валюте, что вызвано несовершенством налогового законодательства, недоверием к рублю как к валюте и в прошлом ограничениями валютного регулирования. Инвесторы-нерезиденты не хотят платить налог на прибыль, не понимая, как он будет посчитан. Как результат все стараются этого избегать. Это плохо, но это правда. И в силу этого возникают еще более «волшебные» отношения: наши кастодианы и депозитарии ничего не знают о деньгах и делают вид, что их клиенты рассчитываются без денег.

(Единственное место, где инвесторы и их кастодианы видят денежную компоненту, — это ММВБ.)

И большинство российских депозитариев признают правильность такого подхода.

Полагаю, что многие депозитарии работают с минимальной прибыльностью либо без нее (особенно брокерские) и считают это справедливым. Можно предположить, что многие депозитарии созданы не для получения прибыли, а являются некоторым расширением функций казначейства банка, брокера и т.п., Наверное, нередки и случаи создания «карманного депозитария», который бумаги хранит, но денег за это практически не берет (или берет ничтожно мало). На развитых рынках инвесторы понимают, что, отдавая ценные бумаги на хранение какому-то институту, клиент тем самым накладывает на него ответственность, и за это надо платить.

Возникает еще ряд вещей, которые наше законодательство продолжает игнорировать. У любого инвестора есть комплекс прав по ценным бумагам: право голосовать, право получать дивиденды, право участвовать в корпоративных действиях, освобождаться от налогов и делать еще массу других вещей. (Услуги «номинального держателя», связанные исключительно с хранением и «уходом» от реестра, — это очередное «волшебство», существующее, вероятно, лишь в нашей стране.)

Положив бумаги в кастоди, следующим шагом инвестор просит кастодиана как своего агента голосовать, получать дивиденды, совершать корпоративные действия и так далее. (В России массовый опыт совершения больших, крупномасштабных корпоративных действий появился совсем недавно, но такие события крайне важны для клиента, поскольку они влияют на его портфель ценных бумаг самым серьезным образом.)

Далее надо дивиденды собрать, конвертировать в иностранную валюту и отправить за рубеж. Если инвестор нерезидент, то он может быть освобожден от налога на прибыль, и разбираться с налоговыми органами он тоже просит кастодиана.

На этом функции кастоди не заканчиваются.

На рынке постоянно происходят различные события: биржа расширила время торгов, вышел новый закон, и так далее. Повестка дня может включать в себя не только рыночные события, но и условия обслуживания: банк поставил у себя новые операционные системы, поменял параметры операционного дня и так далее. Все эти события значимы для инвестора, и отслеживает их тоже кастоди. У иностранных банков есть совершенно четкая функция market watches (информационные письма), которую они реализуют для своих клиентов по различным каналам.

Но многие российские депозитарии, которые просто хранят бумаги, в принципе не рассматривают подобные действия как функции, которые они обязаны исполнять.

Поэтому в России функции «депозитария» — так сложилось исторически — отличаются от функций коммерческого кастоди, которому институциональный инвестор по аутсорсингу отдает исполнение большого количества операций. Кстати, брокерская функция – тоже аутсорсинг. Ведь, по идее, торговать инвестор тоже может самостоятельно — он в состоянии и держать деньги, и принимать решения, и отдавать приказ брокеру, и осуществлять расчеты. (А фонд может самостоятельно выполнять функцию fund administration, которая в России также отсутствует.)

Таким образом, функция аутсорсинга, которая на западных фондовых рынках используется очень давно, у нас отсутствует.

Практически каждый российский банк имеет депозитарную лицензию и маленький депозитарный отдел с формальным набором документов и смешными тарифами, вывешенными на веб-сайте. Такого понятия, как целевой рынок клиентов (target market), у таких депозитариев нет.

Между тем, чтобы приносить прибыль, услуги должны быть четко ориентированы на конкретного клиента, который готов за них платить.

— **Кто является клиентом кастодиана?**

— Западный кастодиан работает с четырьмя видами классических клиентов — это институциональные инвесторы или их посредники: инвестиционные фонды (fund mangers), страховая компании, брокеры/дилеры и глобальные кастодианы.

Корпорация не является классическим клиентом кастодиана: она не является институциональным инвестором, и, следовательно, цели корпорации отличаются от целей финансового института. А сильный побуждающий мотив «аутсорсить» функции, связанные с расчетами, хранением, корпоративными действиями, наличествует именно у финансовых институтов.

«Аутсорсинг» кастодиальных функций нужен международным посредникам: глобальным кастодианам и брокерам, потому что они могут не иметь в конкретной стране своего представительства.

Словом, «по науке», клиент кастодиана — это институциональный инвестор, портфельный инвестор, но никак не частное лицо или корпорация.

Иными словами, у кастодиана существует четкая целевая группа клиентов, и он предлагает им достаточно широкий перечень персонифицированных услуг.

Очевидно, что у различных групп или типов клиентов потребности разные. Брокеру важно быстрее рассчитаться, глобальному кастодиану важна сохранность активов клиентов, у страховщиков в нашей стране инвестиции в зачаточном состоянии, но их тоже интересует в основном сохранность активов. Зарубежные инвестиционные фонды

представлены у нас в основном агрессивными портфельными инвесторами. Но классические fund-менеджеры, то есть менеджеры пенсионных и взаимных американских и британских фондов — это очень консервативные инвесторы. Их волнует лишь сохранность активов и корпоративные действия, которые могут влиять на их (долгосрочные по определению) инвестиции.

Таким образом, у западного «кастодиана», в отличие от российского «депозитария», есть четкое понимание того, с каким клиентом он хочет работать, и четкое понимание того, за что этот клиент готов платить.

Такие стандарты приносят на развивающиеся рынки международные банки, много лет занимающиеся кастодиальной деятельностью на разных рынках, не обязательно западных. В России развитие рынка было не таким, при котором мог бы сформироваться пул коллективных инвесторов. В силу этого в нашей стране нет потребности в кастодиане. Существует лишь потребность в так называемых «номинальщиках», когда нужно уйти от реестра и скрыть свои операции.

— Но даже если недостатки обусловлены исторически, неужели нельзя их со временем исправлять?

— Многие из перечисленных свойств российского рынка депозитарных услуг вызваны, в частности, недостаточным вниманием регулятора к вопросам инфраструктуры рынка в первые годы становления рынка. Регулятор определил, что такое «депозитарий» и регистратор, не введя понятие кастодиана, отличающееся от депозитария, понимаемого в сем мире как центральный депозитарий. За последние несколько лет тема центрального депозитария была поднята регулятором на должную высоту и ей придана стратегическая значимость, однако понимания концепции кастодиана и ее важности для коллективных инвесторов до сих пор нет. Это результат развития рынка по своеобразной схеме, порожденной приватизацией, при которой огромное количество предприятий было приватизировано за несколько лет, и одномоментно возникло несколько сотен регистраторов.

— Иными словами, кастодианы в России не нужны?

— Кастодианы не то чтобы совсем не нужны — скорее, они не востребованы, поскольку нет того класса инвесторов, который умел бы ими пользоваться. Именно с кастодианом хотят работать только иностранные инвесторы и иностранные посредники (глобальные кастодианы и брокеры). Ряд российских банков начинает сейчас позиционировать себя именно в качестве кастодианов — но тоже именно для иностранных инвесторов. Российским инвесторам это не нужно.

— Эта нацеленность исключительно на иностранных инвесторов может измениться?

— Если не будет сформирован достаточной широкий круг коллективных инвесторов, больших и активных, то нет.

Известно, что сейчас рынок движим не внутренними коллективными инвесторами, а во многом российскими и западными спекулятивными инвесторами, и в силу этого в периоды падения он более волатилен и «сдувается» гораздо быстрее развитых рынков. И раз это качество присутствует, оно распространяется на всех инвесторов. К сожалению, развитие коллективных инвестиций пока не привело к возникновению «критической массы» таких инвесторов, способной породить массовый спрос на услуги кастоди.

Создание в России международного финансового центра было заявлено как стратегическая цель. Крайне важно при этом, чтобы в процессе создания такого центра наш рынок для начала стал бы соответствовать международным нормам и стандартам. Это позволило бы значительно развить внутреннего инвестора. Кроме проблем инфраструктуры, внутренние инвесторы ограничены в своих возможностях, в том числе по финансовым инструментам, в которые могут инвестировать, так как большая часть спектра нашего фондового рынка — это акции разного вида.

— В России стало можно инвестировать в иностранные ценные бумаги.

— Окошко для инвестиций в иностранные ценные бумаги действительно открыто. Это очень правильный шаг. Вопрос — для кого?

Долгие годы эта возможность была закрыта полностью, однако имелась возможность инвестировать на зарубежных рынках — в обход законодательства. Многие крупные российские брокерские компании имеют офисы за рубежом.

Слой российских коллективных инвесторов остается настолько незначительным, что, вероятнее всего, инвестирование в иностранные ценные бумаги не будет представлять для него огромного интереса, вряд ли создаст ощутимый поток инвестиций за рубеж, особенно если учесть кризисную ситуацию. В принципе, инвестиции в зарубежные ценные бумаги были несколько более актуальны несколько лет назад. Известно, что во время кризиса 1998 года рынок российских акций был крайне неактивен, а АДРы подавали признаки жизни.

Иная проблема в том, что культура коллективных инвестиций в России остается в зачаточном состоянии, население по-прежнему предпочитает инвестиции в матрас, и боюсь, что кризис почти убил даже те робкие ростки стремления населения в массовом порядке выходить на фондовый рынок, которые начали возникать в период роста рынка.

Словом, в России не появится институт российского кастодиана, пока не появится круг инвесторов, который испытывал бы в нем нужду и имел бы миллиарды долларов в портфелях ценных бумаг (и иностранных и российских), которые готов был у этого кастодиана хранить.

— Правительство, вливая миллиарды долларов в банки, довольно внятно объясняло это стремлением сохранить доверие населения к финансовому рынку, в том числе для того, чтобы потом на этой базе можно было развивать индустрию коллективных инвестиций.

— Сохраняющаяся спекулятивная природа российского рынка акций привела

к тому, что наш рынок падает раньше и больше, чем западные рынки. Такого фатального обвала, с многочисленными остановками торгов, не было бы, существуй у нас слой инвесторов, заинтересованных в том, чтобы не обваливать рынок. Если же в силу спекулятивной природы рынка наши акции оказались столь волатильны и так быстро потеряли в цене, то любой разумный инвестор предпочтет им инвестиции в наличную валюту или банковский депозит. В то же время необходимо, чтобы культура коллективных инвестиций была поддержана на уровне государства. В частности, создание широкого спектра надежных финансовых инструментов является критичным.

Пока что у меня существует определенный скепсис в отношении перспектив появления в России широкого слоя национальных коллективных инвесторов, которые оперировали бы миллиардами долларов, как это происходит на развитых рынках. Такие инвесторы нуждаются в услугах надежного кастодиана и имеют средства за них платить. К сожалению, наши инвесторы привыкли получать депозитарное обслуживание за минимальные деньги, и они не понимают, зачем нужен кастодиальный сервис, потому что никогда им не пользовались.

Скажем, в Польше положение иное: там пенсионные фонды обладают значительными активами и инвестируют за рубеж значительные суммы, и кастодианы работают «окном» не только внутрь страны, а и наружу.

В России я не вижу такого же масштаба потребности.

Поэтому мой прогноз на данный момент негативен: пока рынок не восстановится хотя бы до предкризисного уровня, пока у населения не появится массовой культуры коллективного инвестирования, пока оно не поверит в то, что его инвестиции защищены, перемен в этой области ожидать не приходится.

Нет критической массы коллективных инвестиций — не возникнет нужды и в кастодиальной деятельности.

На развитых рынках использование кастодиана дает дополнительные очки коллективным инвесторам. Если фонд указывает в документах надежного кастодиана с хорошей репутацией, это придает фонду вес и усиливает его безопасность.

Смею предположить, что у многих российских небанковских депозитариев нет серьезной страховки (несомненно, она есть у крупных российских банков). Известно, что у кастодианов на развитых рынках существует так называемый bankers blanket bond, страховой документ, покрывающий основные операционные риски деятельности. У многих небанковских депозитариев капитал невелик. Если капитализация не соответствует размеру хранимых активов, это опасно.

На многих развитых рынках банки выдают так называемую родительскую гарантию (parent guarantee) или гарантию материнской компании по обязательствам «дочерней» компании, выполняющей функции кастодиана. Многим российским депозитариям такую гарантию неоткуда взять, а их собственной финансовой мощи недостаточно, чтобы покрыть возможные убытки клиента в случае потери активов.

И наконец, правительства ряда развитых стран, заботясь об инвесторах своих финансовых учреждений, часто дают им рекомендации, где хранить ценные бумаги или как выбрать надлежащего кастодиана. К таким требованиям относится правило 17-f-7 Акта об инвестиционных компаниях Комиссии по ценным бумагам и биржам США, которое содержит перечень требований к иностранным центральным депозитариям, где американские инвесторы могут держать свои ценные бумаги.

— Получается, что неразвитость нашей финансовой системы упирается в ее неразвитость. Имело бы смысл в такой ситуации предпринимать какие-то законодательные меры?

— Регулятор уже начал предпринимать ряд мер, и многие из них будут скоро реализованы. Тем не менее вопрос правильного определения депозитарной и кастодиальной деятельности остается актуальным. Пора перестать признавать кастодиальную деятельность только учетной, потому что это, прежде всего коммерческая деятельность.

Нужно создать для кастодианов гармоничные регуляторные условия существования.

Наверное, имеет смысл рассматривать деятельность кастоди как связанную со всем циклом инвестиций, а не только с учетом или хранением.

Наверное, надо ужесточать процедуру лицензирования, потому что сейчас депозитарную лицензию получают все, кому она понадобилась.

И, конечно, остается актуальной тема создания центрального депозитария. Она абсолютно избита, но это ключевая проблема развития рынка, которую необходимо решить. Главная беда нашего сегодняшнего рынка – это огромные риски и крайне высокая стоимость операций, и во времена кризиса эти беды утраиваются.

У расчетно-учетной системы должно быть одно ядро. В системе, имеющей множество мест хранения ценных бумаг с цепочками вложенности, создать надежную систему коллективных инвестиций нереально.

Российскому фондовому рынку нужен единый централизованный институт учета прав на ценные бумаги, доступ к которому имеют только профессиональные участники рынка и независимость которого гарантирована государством. И доступ в систему должны иметь только российские лицензированные участники — это будет еще одним уровнем защиты нашего рынка.

Как только центральное звено будет создано, отстроится вся цепочка.

В частности, появятся отдельно и клиринговые брокеры, и executive брокеры, только исполняющие сделку, и другие полезные рыночные институты. Так как регулятор заявил, что создание центрального депозитария — это одна из ключевых задач стратегии развития рынка, то есть надежда, что разговоры о центральном депозитарии перейдут в практическую плоскость очень скоро.

— Нуждается ли в совершенствовании российское налоговое законодательство в той части, где оно соприкасается с инфраструктурой рынка ценных бумаг?

— Нуждается категорически!

Стоит заметить, что услуги по освобождению от налогов на дивиденды, оказываемые российскими кастодианами (это печальная история), не являются полноценными услугами налогового агента. Кастодиан вынужден работать не как налоговый агент, а как «почтовый ящик».

Необходимо либо законодательно объяснить иностранным инвесторам, как им платить налоги при совершении операций с акциями, либо убрать этот налог. Известно, что большинство иностранных инвесторов этот налог и так не платят.

Из-за проблем с налогом на прибыль ситуация остается весьма странной: иностранные инвесторы до сих пор предпочитают не рассчитываться российскими рублями, торгуя российскими акциями. А те немногие иностранные инвесторы, которые это делают, являются резидентами Великобритании или Кипра.

Так как остаются потенциальные неясности при расчете налога на прибыль, то и российские участники рынка предпочитают с ним не связываться, если речь идет о нерезидентах, которые не освобождены от его уплаты. По этой причине российский рублевый биржевой рынок акций остается во многом рынком с участием российских брокеров и банков. Прямое участие иностранных инвесторов на нем минимально. В дополнение к этому существует параллельный внебиржевой рынок, с торговлей и расчетами исключительно в иностранной валюте. Риски и расходы по переходу из одного рынка в другой остаются крайне высокими.

Соответственно, в налоговой системе нужны немедленные изменения!

Предпочтительно, чтобы все расчеты за российские акции велись в рублях. Первая причина, по которой иностран-

ные инвесторы не хотят этого делать, — налоги. Гармонизируйте их, и на наших биржах появится иностранный инвестор.

Могу подтвердить из своего опыта, что иностранный инвестор готов покупать акции за рубли!

Во всяком случае, до кризиса иностранные инвесторы были готовы работать с рублем. Даже несмотря на то, что устройство российской платежной системы требует немедленного перехода на обязательную систему RTGS (БЭСП), что ускорило бы расчеты и повысило ликвидность. Остается надеяться, что Центральный банк рано или поздно объявит БЭСП как обязательную систему.

— Алексей, мы начинали интервью с тезиса, что иностранные учреждения приносят на наш рынок передовые стандарты и технологии. Каким же образом это у них получается, если на нашем рынке им все мешает?

— Хотелось бы отметить, что «Ситибанк», будучи ориентирован на обслуживание крупных международных инвестиционных банкиров и брокеров, проделал за последние четыре года огромную работу по созданию комплексной системы кастодиального обслуживания таких институтов в России.

В чем уникальность этой работы? В том, что в России международные инвесторы получили доступ к полному перечню услуг кастодиана, а не депозитария. То есть возможность не только вести расчеты через регистраторов свободно от платежа, но доступ ко всем услугам банка, доступ ко всем рынкам (рублевый и долларовый), биржевые и внебиржевые расчеты ППП в долларах и рублях, фондирование операций в рублях, доступ к дневной рублевой ликвидности, использование казначейских услуг и многое другое. Этот опыт позволил создать интерес иностранных инвесторов к рублевому рынку акций (причем этот интерес растет) и дал хороший пример оказания полного комплекса кастодиальных услуг в России, несмотря на несовершенство национального рынка. ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

То взлет, то посадка

Российский рынок акций в феврале — подъем, падение и плавное восстановление

Динамика российских акций в феврале хотя и была достаточно волатильной, тем не менее ситуация не выглядела такой уж катастрофической, как это было в сентябре-октябре прошлого года. Бурный рост, начавшийся в конце первой декады, в середине месяца сменился таким же резким снижением, однако минимумы конца января так и остались «не побитыми».

В феврале индекс ММВБ вырос на 6,6%, а для индекса РТС месячный рост составил 1,8%.

После резких колебаний в первой декаде рынок вошел в стадию умеренного плавного роста, что в итоге позволило завершить второй месяц года с положительными результатами — для индекса РТС месячный рост составил 1,8%, а для индекса ММВБ — 6,6%.

При этом отечественный фондовый рынок стал очень хорошо коррелировать с внутренним валютным рынком в силу взаимного перетока денежных средств. Потеряв интерес к валютному сектору, инвесторы обратили свой взор на фондовый рынок, вызвав тем самым резкий рост стоимости российских акций и облигаций. Однако как только на мировых фондовых рынках усилились опасения углубления рецессии, и мировые инвесторы вновь побежали «от риска», отечественные акции опять стали активно падать, а спрос на валюту внутри страны возрос.

Рост акций за счет перетока средств с валютного рынка

Февраль для российского рынка акций начался с падения индекса РТС в район 500 пунктов на фоне негативной динамики мировых фондовых площадок, которая в свою очередь была спровоцирована публикацией предварительных данных о снижении ВВП США в четвертом квартале прошлого года на 3,8% в годовом исчислении, а также из-за разочаровывающей инвесторов корпоративной отчетности. Спрос был зафиксирован лишь в «золотых» бумагах — акциях «Полюс Золота» и «Полиметалла», выступавших в качестве защитных активов.

Однако довольно быстро ситуация успокоилась, и на рынке наметилось плавное повышение, которое постепенно переросло в бурный рост. Позитивные настроения на мировых фондовых площадках сформировались на ожидани-

В этой статье:

Волатильность российского фондового рынка в феврале.

Влияние мер американских финансовых властей на котировки.

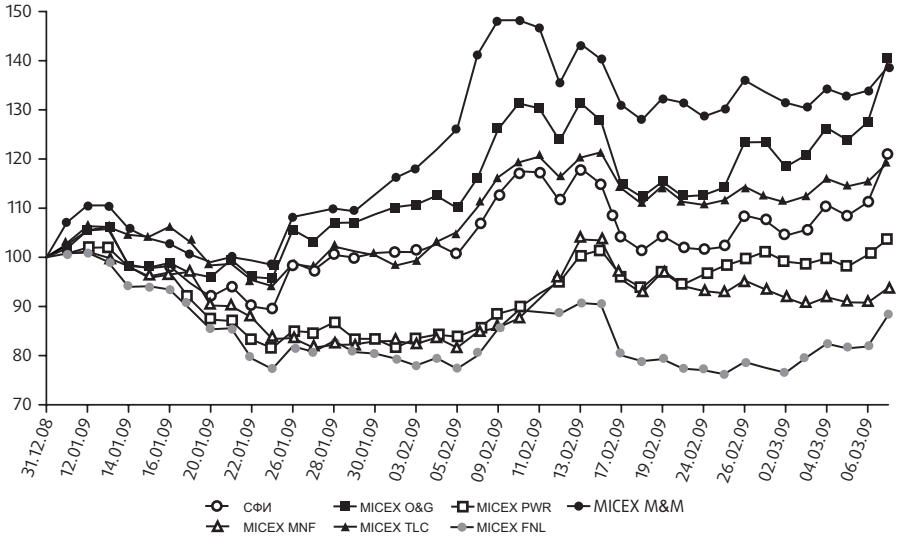
Уход инвесторов в «качество».

ях выступления министра финансов США Тимоти Гайтнера с программой поддержки финансового сектора, призванной стимулировать восстановление нормального кредитования экономики. Предполагалось, что программа будет включать в себя не только вливание новых средств в капиталы банков, но и предусматривать предоставление частичных гарантий по неликвидным активам или выкуп этих активов.

Позитивную динамику российского фондового рынка не смогла переломить даже новость о снижении международным агентством Fitch долгосрочного рейтинга России до уровня «BBB» с отметки «BBB+» (прогноз рейтингов остался на уровне "негативный"), поскольку она, по большому счету, была уже давно отыграна и заложена в ценах российских акций.

Поддержку рублевым ценам на ФБ ММВБ оказало также новое падение рубля — стоимость бивалютной корзины продолжила расти, и к концу первой недели февраля уперлась в верхнюю границу коридора, установленного Центральным банком, — 41 рубль. Лишь после этого на внутреннем валютном рынке началась коррекция, и российский рубль немного отыграл вверх.

Рис. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ с начала 2009 года**



Источник: ММВБ

Пик роста отечественного фондового рынка пришелся на середину месяца, когда индекс ММВБ поднялся к отметке 740 пунктов, а индекс РТС — к 630 пунктам. Рост большинства «фишек» и бумаг «второго эшелона» был продиктован не только позитивной динамикой мировых площадок, но и благодаря возросшему отечественному спросу за счет перетока средств с валютного рынка, где произошло укрепление рубля к бивалютной корзине. Последний фактор смог даже перечеркнуть локальный внешний негатив — мировые фондовые площадки снизились после выступления министра финансов США, который вопреки ожиданиям не раскрыл деталей плана спасения финансовой отрасли. Тимоти Гайтнер заявил, что правительство страны предоставит средства для решения проблемы «плохих» активов, находящихся на балансах банков, при этом объем средств, который будет выделен на эти цели, вначале составит 500 млрд долларов, но может достичь 1 трлн долларов.

Как известно, процесс плавной девальвации, начатый отечественным Центральным банком в ноябре прошлого года и ускорившийся в январе, привел к резкому спросу участников рынка на валюту. В условиях планомерной девальвации сформировались устойчивые ожидания дальнейшего падения рубля по отношению к дол-

лару и евро, поэтому не было необходимости инвестировать куда-либо еще. Привлекательность вложений в рублевые активы, в том числе и акции, была относительно низкой. Интерес к рынку акций стал проявляться лишь в начале февраля, когда Центробанк смог убедить инвесторов в том, что уровень в 41 рубль по бивалютной корзине в ближайшее время вряд ли будет пройден, в результате чего спрос на валюту резко сократился. К тому же относительная стабилизация котировок нефтяной смеси Urals в диапазоне 40–45 долларов за баррель также не давала повода в этом усомниться.

Снижение привлекательности валютного рынка с точки зрения получения прибыли стимулировало участников рынка искать новые сектора для инвестиций. И в первую очередь инвесторы обратили свои взоры на сильно подешевевшие в последнее время акции и облигации. Переток средств с валютного рынка вызвал рост не только стоимости большинства российских ценных бумаг, но и активности торгов. В частности, объем торгов акциями в основной секции ММВБ вырос до максимума за последние 5 месяцев, составив 11 февраля 55,9 млрд рублей, а индекс РТС в середине февраля приблизился к уровням конца 2008 года — к отметке 630 пунктов.

Лидеры и аутсайдеры февраля

В отраслевом разрезе ситуация на российском рынке акций в феврале претерпела мало изменений по сравнению с первым месяцем года. По-прежнему аутсайдерами рынка выступал банковский сектор — акции банка «Возрождение» по итогам февраля снизились в цене на ФБ ММВБ на 19%, «Сбербанка РФ» — на 13%, «ВТБ» — на 11%. Заметное снижение продемонстрировали также бумаги «ВСМПО-АВИСМА» (–21%) и «"РБК Информационные системы» (–8%).

Основным фактором неопределенности и пессимизма в отношении ценных бумаг отечественных банков был внешний. Мировые инвесторы до сих пор не знают, какие банки, прежде всего в США, рухнут, а какие смогут пережить кризис, какие перейдут под контроль государства, а какие сохранят независимость и инвестиции своих акционеров. Так что теперь банковские акции отражают не столько надежды инвесторов на будущие доходы, сколько ставки на то, выживет тот или иной банк или же его ждет коллапс. Неопределенность вызывает чрезмерную волатильность финансовых подиндексов на фондовых рынках, а поскольку финансовые компании являются «корнем зла» текущего кризиса, любые колебания их котировок сотрясают всю систему.

Кроме того, отечественный банковский сектор находился под давлением продавцов после понижения рейтингов 15 российских банков со стороны международного рейтингового агентства Fitch (в список, в частности, вошли Сбербанк, ВТБ, Внешэкономбанк, Росбанк, Банк Москвы), что было сделано вслед за снижением суверенного рейтинга России.

В то же время ценные бумаги «ФСК ЕЭС» выросли в феврале на 60%, возглавив группу роста среди акций, прошедших листинг на ФБ ММВБ. Акции компании активно росли на новостях об их включении в расчет индекса MSCI Emerging Market Index, на который ориентируются многие иностранные инвесторы (в расчет индикатора бумаги включены с 28 февраля). В лидерах роста оказались также акции металлургических компаний на фоне подъема стоимости металлов и ожиданий восстановления производства в отрасли благодаря девальвации рубля. Акции «Мечела» выросли в цене на 46%, «Северстали» — на 44%, «Полиметалла» — на 37%.

В нефтяном секторе лучше других выглядели акции «Сургутнефтегаза» и «Роснефти» на вернувшихся ожиданиях возможного слияния компаний. Поводом для этого послужила информация в СМИ о возможном вхождении в совет директоров «Роснефти» гендиректора «Сургутнефтегаза» Владимира Богданова.

Новая волна «бегства в качество»

Очередная волна «бегства в качество» прокатилась по мировым рынкам в конце февраля — начале марта. В результате американский фондовый индекс Dow Jones, пробив уровень 7000 пунктов, нашел поддержку лишь на рубеже 6500 пунктов, а индекс Standard & Poor's 500 опускался до минимумов за последние 12 лет — ниже 670 пунктов, развеяв надежды на скорое восстановление рынка акций США. По сравнению с уровнем полуторагодичной давности, когда начался «медвежий» рынок, Dow Jones потерял 54%; более сильное падение индекса наблюдалось лишь в период Великой депрессии в 1929–1932 годах — почти на 90%.

Негативом для мировых рынков стали данные о сильном падении ВВП Японии в четвертом квартале (ВВП упал на 12,7% в годовом выражении), а для России пессимизм был подогрет новостями о рекордном падении промпроизводства в январе

Очередная волна «бегства в качество» прокатилась по мировым рынкам в конце февраля — начале марта. В результате, американский фондовый индекс Dow Jones, пробив уровень 7000 пунктов, нашел поддержку лишь на рубеже 6500 пунктов.

Фондовый рынок, по мнению аналитиков, должен стать предвестником восстановления в американской экономике: с ралли на рынке акций начнется рост потребительского и делового доверия, потребительских расходов и банковского кредитования.

(промпроизводство рухнуло на 16% — максимум за 15 лет). Кроме того, Минэкономразвития РФ существенно понизило экономические прогнозы на текущий год: прогноз по динамике ВВП был снижен до «минус» 2,2% с уровня –0,2%, прогноз по промпроизводству скорректирован до –7,4% с –5,5%. Министерство также ожидает снижения объема инвестиций в РФ в этом году на 14%.

Очередным «черным» днем для российского рынка акций стало 17 февраля, когда снижение акций из-за панических продаж переросло в обвал на фоне все тех же негативных внешних и внутренних факторов. Индексы потеряли за день более 9%: индекс РТС рухнул в район 550 пунктов, индекс ММВБ — до 645 пунктов. Акции ВТБ и Сбербанка России обновили исторические минимумы, а бумаги «Полюс Золота» и «Полиметалла» выглядели лучше рынка благодаря росту цен на золото.

Стоимость единой европейской валюты к доллару на мировом рынке Forex при этом опустилась до 1,25 доллара за евро, а котировки нефтяных фьючерсов на нефть WTI рухнули ниже 35 долларов за баррель на опасениях, что углубление рецессии в США, странах Европы и Азии будет способствовать дальнейшему сокращению спроса на топливо. Золото же, напротив, к началу третьей декады февраля вплотную приблизилось к отметке 1000 долларов за тройскую унцию.

Рост американской валюты на Forex, обусловленный очередным «бегством в качество», спровоцировал спрос к двум основным валютам (доллар и евро) и на внутреннем валютном рынке. В результате доллар поднялся до нового исторического максимума — 36,55 рублей, а стоимость бивалютной корзины при этом приблизилась на расстояние в 20 копеек к максимальному уровню, обозначенному ЦБ РФ.

Последняя неделя февраля на российском рынке акций прошла под знаком положительной коррекции. Отскоку индексов способствовала выросшая нефть на данных о сокращении запасов в США и ожидания помощи американскому финансовому сектору. Стабилизация ситуации на внутреннем валютном рынке также увеличила приток средств в акции.

Помимо нефтянки, отмечался подъем в секторе электроэнергетики после известий о том, что 5 марта состоится совещание Правительства РФ по вопросам развития отрасли. В частности, ожидалось, что на заседании будет принято решение о сокращении инвестиционных программ ОГК и ТГК, что позволит компаниям генерировать положительный денежный поток в более ранней перспективе.

Макроэкономическая статистика в США

Фондовый рынок, по мнению аналитиков, должен стать предвестником восстановления в американской экономике: с ралли на рынке акций начнется рост потребительского и делового доверия, потребительских расходов и банковского кредитования. Однако макроэкономическая статистика, публикующаяся в последнее время в США, не дает поводов для оптимизма и говорит о вероятном дальнейшем падении рынков.

Американский ВВП в четвертом квартале 2008 года упал на максимальное значение с 1982 года. Министерство торговли США ухудшило оценку снижения ВВП в октябре-декабре до 6,2% в годовом выражении с объявленных ранее 3,8% (аналитики ожидали пересмотра до –5,4%). При этом американская экономика продолжает терять рабочие места рекордными темпами вместе с падением в новые глубины кризиса. Так, по данным министерства труда США, безработица в стране выросла в феврале до 8,1% — максимального уровня с декабря 1983 года — по сравнению с 7,6% месяцем ранее (эксперты ожидали ее увеличения всего до 7,9%). Число рабочих мест в экономике США в прошлом месяце снизилось на 651 тыс. Согласно пересмотренным данным, в январе количество рабочих мест уменьшилось на 655 тыс., а не на 598 тыс., как сообщалось ранее.

Крупнейшие компании, включая General Motors и Macy's, вынуждены наращивать темпы увольнений, поскольку сильнейший финансовый кризис вызвал падение продаж по всему миру. С начала рецессии в декабре 2007 года американская экономика потеряла уже почти 4,4 млн рабочих мест. ◻

FF
ZZ
LL
KK
WW
EE
VV
BB
JJ
OO
AA
CC
DD
SS

Степан Амосов
директор отдела структурированных продуктов ING Wholesale Banking

Конструктор-хранитель

Кредитные деривативы — это инструмент, который позволяет торговать кредитным риском отдельно от других рисков

Директор отдела структурированных продуктов ING Wholesale Banking Степан Амосов продолжает разговор с главным редактором «ВН» Ириной Слюсаревой о рынке CDS. Может ли быть выгодным биржевой бизнес на кредитных деривативах и какие контракты могут стать биржевыми в первую очередь.

— Степан, как нам уже случалось обсуждать, рынок CDS является исключительно внебиржевым. Значит ли это, что сделки с кредитными деривативами принципиально нельзя завести на биржу?

— Да, действительно, рынок CDS до сих пор является преимущественно внебиржевым. Однако сейчас возобладала точка зрения о необходимости более жесткого регулирования и усиления прозрачности рынка кредитных деривативов. В связи с этим появились некоторые инициативы по централизации торговли и расчетов по этим контрактам. Некоторые инфраструктурные организации, например LIFFE NYSE Euronext и CME Group, предлагают ввести клиринг кредитных деривативов с применением технологии центрального контрагента. Наличие централизованного клиринга ведет к тому, что риски на контрагентов локализуются: если происходит дефолт одного участника, то эффекта «домино» не возникает, риск не распространяется по цепочке, а локализуется на центральном контрагенте. Вопрос лишь в том, какие потенциальные потери сможет выдержать собственно сам центральный контрагент.

— Что нужно центральному контрагенту — достаточная капитализированность?

— Достаточная капитализированность или возможность покрывать свои риски в той организации, чья капитализация достаточна.

— Биржевой бизнес на кредитных деривативах может быть выгодным?

— Тонкий вопрос. Он зависит от того, насколько удобным будет предлагаемый сервис и насколько велик будет интерес к кредитным деривативам в целом. Сейчас ввести клиринг с центральным контрагентом пытаются лондонские и нью-йоркские биржи. После введения централизованного клиринга следующим логичным шагом было бы выведение кредитных деривативов на биржу, по

крайней мере для наиболее ликвидных имен.

Как это реализовать при существующем состоянии рынка — вопрос чрезвычайно сложный и требующий тщательной проработки. Тем не менее движение в этом направлении происходит. Возможно, при следующем кредитном буме мы увидим расцвет рынка именно биржевых деривативов.

— Но пока до бума на этом сегменте рынка еще далеко?

— Да, действительно, рынок кредитных деривативов, равно как и другие рынки, довольно ощутимо пострадал от кризиса. Круг контрагентов, которые торгуют кредитными деривативами, сейчас чрезвычайно сузился: осталось около 15–20 банков на каждый континент (имеются в виду Европа, Азия и Америка). Итого примерно пятьдесят банков, которые работают не так активно, как до кризиса, но, по крайней мере, ставят цены в основных, наиболее ликвидных именах. При этом сами банки уже не столь охотно берут на себя кредитные риски.

— Какие контракты могут стать биржевыми в первую очередь?

— Прежде всего, суверенные кредитные риски государств, имеющих большой долг. Если суверенный долг достаточно велик, у каких-то игроков непременно возникнет потребность хеджировать этот кредитный риск отдельно от базового обязательства. Поэтому логично ожидать, что наиболее торгуемыми будут облигации наиболее активных заемщиков. Возможно, вслед за суверенами на рынке будут пользоваться спросом контракты на очень большие корпорации и банки.

— У российских корпораций тоже есть шанс? Вообще, риски каких наших эмитентов сейчас наиболее востребованы?

— Что касается российских эмитентов, то сейчас относительно активный рынок существует лишь в суверенных и квазисуверенных именах, таких как Газпром, ВТБ, Сбербанк.

Еще два года назад ситуация была кардинально иной — торговались самые разные имена, вплоть до эмитентов с рейтингами уровня B. Легко можно было найти рынок на, скажем, «Русский стандарт», «Уралсиб» «ХоумКредит». Тогда были инвесторы, готовые брать риски этих заемщиков. Сейчас подобные имена совершенно неликвидны.

— От чьих рисков сейчас стремятся защититься инвесторы? Чем определяется спрос на защиту от дефолта той или иной компании?

— Как только возникают сомнения в платежеспособности какого-либо заемщика, премии по его CDS очень резко расширяются. Иногда расширение происходит отчасти по «техническим» причинам, как было во время банкротства Lehman Brothers, поскольку в той ситуации осталось очень много непокрытых рисков.

А иногда причиной становится действительно объективное ухудшение кредитного качества самой компании или конъюнктуры рынка, на котором она работает. Например, у металлургов сейчас продажи сократились на 50%, а сократить издержки тоже вполовину — сложно, по крайней мере, сложно сделать это сразу. Возникает кассовый разрыв, увеличивается вероятность неисполнения обязательств.

В принципе в любой отрасли, в которой происходит резкое изменение рыночной конъюнктуры, такие ситуации возможны. Из-за этого резко ухудшается кредитное качество компании, по крайней мере в краткосрочном плане. Когда таких компаний на рынке много, возникает системный кризис. Бороться с ним обычными способами трудно: на системные проблемы нужны системные же ответы. Ведь довольно сложно профинансировать «кассовый разрыв» всей экономики, хотя правительства многих государств и пытаются это сделать. Правительственные планы по вливанию в экономику и в банковскую систему значительных денег направлены, с одной стороны, на покрытие убытков, уже возникших в прошлом у финансовых институтов, а с другой стороны — еще и на покрытие кассовых разрывов в реальной экономике.

— Иногда встречаются упоминания об операциях российских банков с CDS. Но продавать этот инструмент отечественные банки не могут: их рейтинги для этого недостаточно высоки. Следует ли отсюда вывод, что наши банки лишь покупают CDS?

— Операции с кредитными деривативами ничем не отличаются от операций с любыми контрактами, торгуемыми по документации ISDA. Таким образом, теоретически ничто не мешает российскому банку, торгующему беспоставочными валютными форвардами, торговать со своими иностранными контрагентами еще и CDS. Но все же рынок кредитных деривативов на российские имена существует преимущественно в офшоре.

— Было бы полезно сделать этот рынок оншорным?

— Безусловно, да, но для этого нужна очень сильная национальная банковская система. Система, в которой имелись бы очень крупные и капитализированные банки. До последнего времени большинство российских банков обслуживало не всю национальную экономику, а лишь ее отдельные сектора. Условно говоря, крупные иностранные банки кредитовали экспортеров, потому что у них меньше валютные риски. А местные банки были сфокусированы на секторах с внутренним потреблением, потому что их пассивная база — рублевая, и они могут себе позволить кредитовать бизнес в рублях. Сейчас все меняется — иностранные банки стремятся сократить свой риск на российском рынке, и в то же время еженедельно мы читаем сообщения о многомиллиардных кредитах, выдаваемых российскими банками крупнейшим корпорациям страны. Раньше эти корпорации кредитовались преимущественно в крупных иностранных банках, а российские банки из-за отсутствия длинных и дешевых денег были вытеснены в наиболее рискованные сегменты экономики, такие как торговля и строительство. В этом смысле случившийся кредитный кризис дал российской банковской системе уникальный шанс — сегодня отечественные банки имеют хорошую возможность существенно улучшить качество своих кредитных портфелей. ◻

Кто придумал CDS?

Кто придумал CDS? Удалось найти не очень много вариантов ответа.

Согласно одним источникам, впервые кредитные производные инструменты использовал в 1992 году в своей рискстратегии американский Bankers Trust.

Иная версия изложена в Википедии. По этой версии, в декабре 1997 года сотрудники банка JP Morgan скомпоновали 300 разноплановых кредитов, которые банк выдал крупным американским компаниям, на общую сумму в 9,7 миллиарда долларов, выделили самые рискованные и использовали их в качестве объекта страхования через дефолтный своп. По сути, было объявлено, что банк JP Morgan будет регулярно платить премию тому, кто возьмет на себя риск невозврата по этим кредитам. Учитывая, что речь шла о лидерах фондового рынка, никому не могло прийти в голову, что IBM или Ford обанкротятся или откажутся выполнять долговые обязательства. Нашлось довольно много желающих принять на себя подобный «риск», то есть выступить гарантом оплаты. У банка появились дополнительные расходы на премию, но при этом он высвободил из резервного фонда сотни миллионов долларов, которые были направлены в оборот и принесли дополнительный доход.

Уильям Энгдаль считает, что CDS были изобретены выпускницей Кембриджа, математиком Блит Мастерс (Blythe Masters), которую нанял J.P. Morgan Chase Bank.

Сколько стоят CDS

С момента своего возникновения мировой рынок кредитных деривативов быстро рос. Александр Серебряков, эксперт Московского ГТУ Банка России, приводит такие цифры: в середине 90-х рынок кредитных деривативов условно оценивался в 40 млрд долларов, в 1998 году — в 350 млрд., в 2000 году — более чем в 700 млрд долларов, в 2005 году превысил 5 трлн.

Объем рынка CDS оценивают несколько инстанций, в том числе Британская банковская ассоциация (BBA), Банк международных расчетов (The Bank for International Settlements, BIS), международная ассоциация деривативов ISDA (International Swap Dealers Association). Цифры, которые приводят эти инстанции, различаются, но порядки величин близки: сейчас объем рынка кредитных деривативов оценивается в десятки триллионов долларов.

В 2000 году через дефолтные свопы гарантировалось кредитов на 100 млрд долларов.

В 2004 году рынок дефолтных свопов гарантировал свыше 6 трлн долларов, а еще через год — 10 трлн (больше суммы акций на Нью-Йоркской фондовой бирже). Качественный скачок объема связан со включением в рынок всей совокупности ипотечных кредитов и деривативов. Цены на недвижимость много лет только росли. Выдавать гарантии под обеспечение недвижимостью не вызывало больших опасений. Дефолтные свопы продавали страховые компании, инвестиционные банки, паевые и пенсионные фонды, хеджеры и просто частные спекулянты. Рекордсменами стали AIG (около 440 млрд долларов гарантий) и Lehman Brothers (700 млрд долларов гарантий).

В 2007 году Чикагская товарная биржа создала регулируемую федеральным законодательством площадку для торговли дефолтными свопами. Однако она не заработала из-за бойкота банков, которые предпочитают продолжать свою торговлю внебиржевым образом.

Дмитрий Серебренников
руководитель дивизиона «Ивестиционный» компании «Финам»

Инсайд взглядом инвестора

С существенной поправкой: не любого инвестора, а квалифицированного. И знающего российский рынок не понаслышке

Оба эти термина — манипуляция и инсайд — часто проговаривают скороговоркой, так что они сливаются. Но на самом деле речь идет о разных явлениях. И разобраться, что они собой представляют, надо с каждым по отдельности. Так что вначале следовало бы определиться с понятиями.

Начало обсуждения проблемы ответственности за инсайд и манипулирование рынком в №1, 2009

В Википедии можно найти следующее определение: инсайдерская информация — (англ. Insider information) — существенная публично нераскрытая служебная информация компании, которая в случае ее раскрытия способна повлиять на рыночную стоимость ценных бумаг компании.

К манипулированию Закон «О рынке ценных бумаг» относит, в частности, следующие действия: в результате которых повышается, понижается или поддерживается цена ценной бумаги либо спрос или предложение, или поддерживается объем торгов ценной бумагой; распространение через СМИ ложных либо вводящих в заблуждение сведений, оказывающих влияние или способных оказать влияние на цену, объем торгов, спрос и (или) предложение на ценную бумагу; совершение на организованных торгах сделок с ценными бумагами по цене, имеющей существенное отклонение от цены соответствующей ценной бумаги, сложившейся на организованных торгах в тот же день, при условии, что сделки были совершены от имени или за счет лиц, между которыми существовала предварительная договоренность о покупке (продаже) ценных бумаг по ценам, имеющим существенное отклонение от текущей цены.

Инсайд и наказание

Первые законы, запрещающие инсайд, появились в США еще в 1934 году, сразу после окончания Великой депрессии. С тех пор наказание постоянно ужесточалось, и теперь в Соединенных Штатах оно самое жесткое: нарушителю грозит до 25 лет тюрьмы и штраф до 25 млн долларов.

В Европе (Франция, Германия, Италия), а также в Великобритании, наказание более мягкое — до 7 лет тюрьмы и до1,5 млн евро штрафа. Но оно и принималось на 50 лет позже, чем в США.

Жесткий вариант, скорее всего, приводит к тому, что попытки заработать на инсайде или манипулировании случаются реже, но сразу на крупную сумму — иначе, зачем идти на риск? Это, в свою очередь, приводит к более чувствительным ударам по кошелькам рядовых инвесторов.

Мягкий же вариант увеличивает общее количество нарушений до такой степени, что, по логике вещей, для отлова, пожалуй, требуется создание в компетентных органах целого полка сотрудников, обладающих очень высокой квалификацией, особенно в области финансов.

И эти старания, к неутешному горю простых налогоплательщиков, могут притом пропасть зря! Потому что, несмотря на многолетнюю практику применения данных законов в этих странах, правоохранительным органам удается доводить до суда единичные случаи.

Россия теперь тоже хочет приобщиться к практике искоренения недобросовестных рыночных практик.

Законопроект о манипулировании и инсайде, внесенный Правительством РФ в Государственную думу в декабре 2008 года, во многом опирается на директивы ЕС от 2003 года. Озвученные наказания (до 7 лет тюрьмы и изъятие незаконно полученной прибыли) также ближе к европейским вариантам.

Цели закона

Если посмотреть цитируемые средствами массовой информации высказывания официальных лиц и экспертов, комментирующих введение закона, то называются следующие цели:

- защита инвесторов,
- ограничение доходов инсайдеров,
- заполнение пробелов в законодательстве,
- выявление масштабов нарушений,
- упрощение борьбы,
- престиж национального рынка, наконец.

В сопроводительных документах к законопроекту говорится, что задачей законопроекта «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» является усиление защиты интересов инвесторов.

«На инсайде и манипулировании сегодня зарабатывают многие участники рынка,— утверждает управляющий директор ФК «Открытие» Михаил Беляев.— Но говорить о реальных масштабах этой проблемы сложно».

По мнению первого заместителя руководителя думской фракции «Единая Россия» Владимира Пехтина, целесообразность принятия законопроекта обусловлена пробелами в законодательстве в этой области. По его словам, эксперты отмечают, что из-за отсутствия надлежащего законодательного регулирования этой сферы деятельности определить число случаев злоупотребления инсайдерской информацией достаточно сложно. По официальным оценкам, количество выявленных случаев манипулирования рынком ценных бумаг составляет около 4% от числа выявленных случаев совершения нестандартных сделок, сказал он.

«Сегодня мы выявляем случаи манипулирования и инсайда крайне редко и неуклюже, так как зацепиться за нару-

Рис. 1. **Котировки акций МТС**

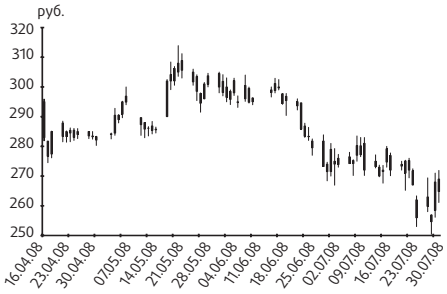


Рис. 2. **Котировки акций Ростелекома**

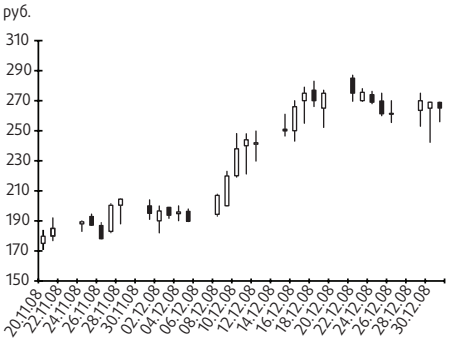
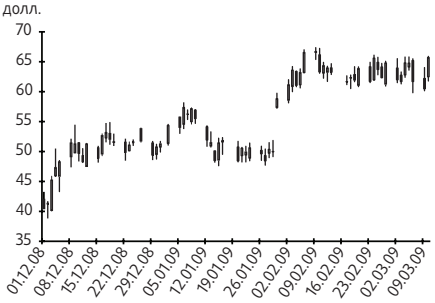


Рис. 3. **Котировки акций Amazon.com**



шителей практически невозможно»,— признает руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам господин Миловидов.

«По моему убеждению, это один из самых важных законопроектов. По целому ряду причин. Во-первых, из стран, которые претендуют сейчас на роль мирового финансового центра, Россия — единственная страна, не имеющая практики противодействия инсайду и манипулированию ценами на торговых площадках. Во-вторых, кризис показал, что в условиях падения проблема инсайда становится острой, как никогда ранее. Ведь в такие периоды объемы торгов резко снижаются, и отклонения в поведении тех или иных профучастников становятся особенно заметными и особенно опасными для всего рынка», — заявил В. Миловидов.

Принятие и использование законов против инсайда и манипулирования радикально меняет картину рынков, выяснили Бхаттачарья и Даук из бизнес-школы Индианского университета в работе 2002 года «Мировая цена инсайдерской торговли». По их расчетам, доходность проанализированных рынков за пять лет до принятия законов против инсайда составляла около 19% в среднем за год, а за пять лет после принятия снижалась в район 13% годовых. А за пять лет после первого применения этих законов средняя доходность уходит ниже 6% годовых.

Для чего же тогда принимать законы подобного рода? Вышеуказанные эксперты считают, что ради большей безопасности вложений.

За те же пять лет с начала активного использования антиинсайдерских норм объем рынка вырастает в среднем более чем на 50%, отмечают Бхаттачарья и Даук. Это объяснимо: ведь со снижением числа инсайдерских сделок аналитические оценки стоимости компаний становятся более точными, и у инвесторов-«аутсайдеров» появляется больше возможностей для адекватной оценки риска. Кроме того, ученые обнаружили корреляцию между наличием работающих законов против инсайда и ростом кредитных рейтингов стран, который делает рынки более привлекательными для крупных консервативных инвесторов.

Как зарабатывают инсайдеры и манипуляторы

Исходя из определения, можно предположить, что инсайдер может заработать, имея некую информацию. Например, если она (информация) позитивна для компании, то, в простом варианте, надо купить акции этой компании до того, как информация станет публичной и продать их дороже после ее обнародования.

Манипулятор же зарабатывает, каким-то образом влияя на котировки. Например, фонду необходимо купить большой объем акций, но чтобы в результате его покупок котировки не сильно повышались, он распространяет заведомо ложную негативную информацию об эмитенте.

В случае с инсайдом инвестор теряет деньги, только если информация носит негативный характер, так как будет вынужден продавать акции ниже, чем инсайдер. В случае позитива он просто недозарабатывает.

При манипулировании все аналогично. В случае если манипулятор искусственно сдерживает цены от снижения с помощью ложной позитивной информации, чтобы сначала продать самому, то инвестор будет продавать потом по более низкой цене, то есть терять деньги, в противоположном случае он недополучает доход!

Но это если инвестор использует простые стратегии, без «шортов» (продаж без покрытия) или производных инструментов. А если используются сложные стратегии, то инвестор может терять в любом случае!

Там, где есть закон, и там, где его нет

Получается, что инсайдер своими действиями, например покупками, может удержать цену от повышения, а манипулятор способен удержать цены на одном уровне, пока не наберет необходимый ему объем. Но так получается исключительно в теории.

На практике же такое случается редко, так как информация имеет свойство расползаться!

Например, если инсайдер дал указание брокеру купить акции, то тайную информацию уже знают двое. Если инсайдер сам стал проводить сделки через интернет, то их увидели спекулянты-«интрадейщики», отследили необычные движения торговые «роботы» и т.д. и т.п. Вот и нашлись помощники! В то время как брокер делает «фронт-раннинг», спекулянты и роботы кидаются покупать, поскольку думают: а вдруг рынок движется на «инсайде»?

Конечно, если делать маленький объем операций, то никто не заметит, но и прибыль будет тоже мизерной! А если в перспективе может грозить жестокое наказание, участники тем более будут проводить большой объем, чтобы игра стоила свеч, а иначе, зачем ввязываться?!

Воровать, так миллион!

Поэтому в современном мире, в эпоху Интернета и мобильной связи, автоматизации и роботизации даже таких сфер, как инвестиции, информация распространяется с высокой скоростью. И котировки начинают плавно изменяться в направлении действий манипуляторов и инсайдеров, что позволяет инвесторам тоже совершить необходимые действия.

Вот как отыгрываются корпоративные события на нашем рынке. Например, по акциям МТС: 19 мая 2008 года, в 11 часов Интерфакс сообщил, что МТС выплатит дивиденды 14,84 руб. на акцию за 2007 год. Но инсайдеры начали покупать эти бумаги заранее, что привело к росту котировок на 10% с 15.05.08 (рис. 1).

Еще пример. Теперь это акции Ростелекома. 16 декабря 2008 года опять же в ленте новостей Интерфакса было опубликовано, что агентство S&P повысило рейтинг компании с BB- до BB с прогнозом «стабильный».

Как мы видим на графике (рис. 2), акции повышались в цене 6 дней подряд перед этим событием. Особенно отрадно отметить, что общий рост составил 28%!

Скорее всего, в обоих случаях имело место действие инсайдеров.

Видно, это из-за их действий эксперты и говорят, что рынок растет на ожиданиях позитива!

А вот как происходит с американскими акциями, где самое жесткое законодательство относительно инсайдеров и манипуляторов (см. рис. 3).

Практически весь январь 2009 года цены на акции стабильно держались на уровне 50 долларов, пока, после закрытия торгов 29.01.09, как там принято, не была опубликована оценка объемов «чистых» продаж за 1-й квартал, которые оказались выше, чем ожидали аналитики (4,525–4,925 млрд долларов против ожидаемых 4,509 млрд).

И что мы видим на открытии 30 января? Так называемый «гэп» (разрыв) вверх на 17%!

А существуй на этом рынке инсайдеры, движение началось бы накануне. И оно было бы плавным!

Выводы

Из истории российского рынка можно «нагуглить» много фактов, которые вызывали подозрения на использование инсайдерской информации. Вот несколько самых известных из них:

- 1998 год: продажа банками ГКО перед дефолтом;
- 2003 год: рост еврооблигаций за 30 минут до повышения рейтинга России агентством Moody`s;
- 2004 год: рост акций и облигаций за 15 минут до повышения рейтинга России агентством S&P и т.п.

Но не обнаружено ни одной жалобы от инвесторов на потери от инсайда за все эти годы!

Почему? Да потому, что существует много более насущных проблем, из-за которых инвесторы теряют гарантированно! Многие из них лежат в области налогового законодательства (не сальдируется доход между листинговыми и внелистинговыми бумагами (например, РТС и РТС-board), между акциями и фьючерсами, между положительной и отрицательной вариационной маржой на товарных фьючерсах и т.п.) и хранения ценных бумаг (из-за отсутствия центрального депозитария растут издержки за перемещение ценных бумаг между биржами).

По словам аналитика ФК «Открытие» Кирилла Тищенко, работать в направлении борьбы с инсайдом и манипулированием нужно, но важность инсайда на рынке сильно преувеличена. Если кто-то владеет информацией, которую не знает рынок, и пытается ей воспользоваться, то рынок с большой долей вероятности пойдет против этого игрока, именно потому, что не знает этой информации. Инсайдерская информация — специфическая, результат от ее использования мало предсказуем. Поэтому ставить инсайд во главу угла не стоит, он не настолько правит рынком.

В США данное законодательство существует уже 75 лет, более того, оно самое жесткое, но разве там перестали пользоваться инсайдерской информацией?

Возможно, в начале и середине прошлого века такой подход к решению этой задачи был актуален, так как тогда большинство инвесторов узнавали биржевые сводки на следующий день из газет! Понятно, что у инсайдеров и манипуляторов были дни для осуществления своих действий. Не то, что нынешнее время, когда целая армия частных инвесторов расположилась у мониторов компьютеров, выходящих в глобальную информационную сеть. Причем эти инвесторы обладают мобильными телефонами, КПК и другими гаджетами! Труднее им стало зарабатывать!

Поэтому те же европейцы в конце прошлого века приняли более либеральные варианты борьбы с недобросовестными рыночными практиками. Может быть, для современных условий жесткий подход устарел? Как уже отмечалось выше, правоохранительные органы разных стран сталкиваются с серьезными трудностями в доведении до суда подобных дел. Использование сложных финансовых схем владения капиталом, а также производных финансовых инструментов еще более усложняет задачу поимки за руку инсайдеров и манипуляторов.

Получается, что, как учителю в классе приходится ориентироваться на самых слабых учеников (это действительно так, убедился на собственном опыте, проведя не один десяток семинаров в разных вузах Москвы), так и эти законы призваны защищать самых неподготовленных инвесторов?

Тогда позвольте спросить, а где же классы для одаренных? Или наоборот, школы для умственно отсталых?

Ведь на российском рынке уже созданы для инвесторов с различной подготовкой своего рода страты. Для начинающих инвесторов существует индустрия ПИФов, где их капиталом управляет профессионал. С другой стороны, для продвинутых введено понятие квалифицированного инвестора. Может, необходимо двигаться именно в этом направлении для нивелирования явлений недобросовестной торговли?

Судя по всему, на данный момент нет ответа на вопрос, как совместить высокую доходность и надежность. Пока наши власти выбирают, как им кажется, надежность. Но реальность жизни сложнее.

Подтверждением тому является статистика из той же работы «Мировая цена инсайдерской торговли». Авторы изучили законодательство и практику 103 стран и выяснили, что антиинсайдерские законы существуют в 87 из них, а применяются — лишь в 38 (под применением ученые имели в виду хотя бы одно расследование властей по интересующему их предмету, независимо от результата). ◻

Михаил Камротов
преподаватель ГУ ВШЭ

Ставки и стабильность

Кредитно-денежная политика ФРС и ЕЦБ: достижение заявленных целей или игра в процентные ставки?

Центральные банки двух крупнейших экономик — США и Еврозоны — играют значительную роль не только в своих странах, но и в мировой экономике в целом. Проводимая ими кредитно-денежная политика определяется целями каждого из центробанков. Большинство центральных банков сфокусировано на ценовой стабильности.

ЦБ перешли к сочетанию поддержания долгосрочной ценовой стабильности и откликом на краткосрочные циклические колебания.

ФРС в США имеет две цели — максимальная занятость и ценовая стабильность. В стратегию ЕЦБ включено понятие ценовой стабильности — 2% HICP на среднесрочную перспективу.

Таким образом, центральные банки призваны поддерживать ряд макроэкономических показателей на определенном, оптимальном в их понимании, уровне. С учетом заявленных целей теоретически и должны приниматься решения в рамках кредитно-денежной политики, в частности решения по процентным ставкам.

Как правило, выделяют два основных режима кредитно-денежной политики. В экономической литературе они известны как инструментальные правила и правила таргетирования[1]. При этом правило следует понимать не в буквальном смысле, а как формализацию общей стратегии центрального банка, оставляющей места для маневров, необходимых в той или иной ситуации. Инструментальные правила — простые функции реагирования, правила таргетирования — политика, основанная на прогнозах.

В случае инструментальных правил процентная ставка тесно завязывается на поведении относительно небольшого количества макроэкономических переменных, которые либо непосредственно измеряемы, либо могут быть рассчитаны на основе имеющихся данных, за исключением прогнозов. Как правило, макроэкономические переменные, лежащие в основе инструментального правила, выбираются таким образом, чтобы отразить цели центрального банка, и ответственные за кредитно-денежную политику лица выбирают краткосрочную процентную ставку таким образом, чтобы минимизировать отклонения выбранных переменных от целевых уровней. Простота такого типа принятия решений заключается в том, что центральный банк реагирует на небольшое число макроэкономических показателей. Классический пример — правило Тейлора, которое предполагает, что выбор процентной ставки зависит от инфляции и

В этой статье:

Инструментальные правила и правила таргетирования.

Экономический и монетарный анализ.

Процентные ставки по правилу Тейлора и фактические.

Модель прогнозирования ставок ЕЦБ и ФРС.

гэпа выпуска. Несмотря на существование проблемы ограниченности информации, которой обладает центральный банк на момент принятия решения, правила такого типа могут давать хорошие результаты даже при ограниченности знаний о структурных связях в экономике. Об этом свидетельствуют симуляции математических моделей экономики. В частности, когда исследователи применяют простые функции реагирования в рамках различных экономических моделей, находятся такие правила, которые приводят к хорошим экономическим результатам во всех моделях[2]. Это так называемые устойчивые правила. Использование простых правил кредитно-денежной политики также разрешает частично проблему, связанную с ожиданиями частного сектора. Поскольку эти правила связывают краткосрочную процентную ставку с ограниченным набором макроэкономических переменных, политика такого типа легко прогнозируется частным сектором и приводит к формированию верных ожиданий относительно будущих решений.

Второй подход — кредитно-денежная политика, основанная на прогнозах[3]. В этом случае центральный банк пытается предсказать, как экономика будет себя вести в среднесрочной перспективе в зависимости от выбранного варианта действий, прорабатываются различные сценарии. Данный подход требует большего количества информации, чем инструментальные правила. Он основан на том, что наша способность предсказать поведение экономики отличается от 0. В его основе лежит не какая-либо определенная модель, он предполагает прогнозирование самыми разнообразными методами, в том числе и с помощью экспертных мнений. С точки зрения общества, процесс принятия решений на основе прогнозов менее доступен для понимания, и центральному банку необходимо прилагать усилия, чтобы разъяснить свою политику.

За последние десятилетие ЦБ перешли от строгих целей монетарной политики к сочетанию поддержания долгосрочной ценовой стабильности и откликом на краткосрочные циклические колебания. Согласно некоторым исследованиям[4] центральные банки перешли к рассмотрению монетарной политики как сложной игры, в которой они должны быть гибкими при интерпретации данных и должны принимать во внимание самые разнообразные факторы: поведение различных рынков, государств, экономических агентов, устанавливающих заработную плату и цены. Это подразумевает, что центральные банки должны при принятии решений больше ориентироваться на конкретную ситуацию, что увеличивает риски. В связи с этим возникает вопрос подотчетности и прозрачности их поведения.

В ФРС используется и монетарные правила и правила таргетирования, однако их значимость не одинакова. Доминирует анализ на основе прогнозов. Это доминирование, в частности, подтверждает то, какое количество ресурсов затрачивает ФРС на сбор данных, и все увеличивающаяся сложность и детализация прогнозов центральных банков. Причиной применения данного подхода является и необходимость проведения упреждающей политики и учет структурных изменений в экономике.

В ЕЦБ политика также основана на прогнозировании экономической ситуации. В официальных документах указано, что проводится широкий анализ рисков ценовой стабильности на основе двухстороннего подхода: экономический анализ и монетарный анализ. Экономический анализ сфокусирован на изучении краткосрочных и среднесрочных рисков ценовой стабильности, основанном на оценке текущей экономической и финансовой ситуации с точки зрения взаимодействия спроса и предложения. Монетарный анализ основан на рассмотрении различных монетарных показателей избыточной ликвидности, а также на анализе долгового рынка. Монетарный анализ служит средством взаимной проверки и подтверждения выводов, с точки зрения среднесрочной и долгосрочной перспективы, полученных из экономического анализа. Такой подход позволяет обеспечивать всеобъемлющий анализ рисков ценовой стабильности. Основной акцент делается на стабильность и прозрачность монетарной политики.

Тем не менее вне зависимости от подхода центральные банки должны обеспечивать выполнение своих целей, связанных с уровнем инфляции и выпуска. Основываясь на этом, мы сконструируем систему прогнозирования решений центральных банков и покажем, что, возможно, заявления ФРС и ЕЦБ относительно применения

сложного комплексного (а следовательно, непрозрачного) подхода связаны с тем, что банки на самом деле, проводя кредитно-денежную политику, взаимодействуют только между собой, не обращая внимания на экономическую ситуацию.

Основой такого предположения послужил тот факт, что политика центральных банков достаточно плохо описывается функциями реагирования, особенно в последние годы.

Используемые данные для еврозоны взяты из статистической базы ЕЦБ «Statistical Data Warehouse» (http://sdw.ecb.europa.eu), источником данных по США служит статистическая база Федерального резервного банка Сент-Луиса — FRED® (http://research.stlouisfed.org).

Нам необходимы данные по валютному курсу, инфляции, гэпу выпуска и процентным ставкам в еврозоне и США. В случае с данными по валютному курсу вопросов не возникает в связи с отсутствием выбора. Номинальный валютный курс выражается единственными показателями, которые непосредственно публикуются в указанных выше базах данных. Несколько сложнее обстоит дело с показателями инфляции и процентными ставками, для которых существует широкий спектр вариантов.

Существуют различные мнения относительно того, какие процентные ставки следует использовать, однако мы остановимся на тех процентных ставках, которые непосредственно регулируются центральными банками. В случае ФРС такой ставкой является ставка по федеральным фондам, для ЕЦБ мы воспользуемся индексом *EONIA*, который тесно связан с фактическими ставками кредитования на межбанковском рынке. Таким образом, мы будем исследовать две ключевые процентные ставки в США и еврозоне.

При выборе показателя инфляции остановимся на базовых, широко используемых в эмпирических исследованиях функции реагирования, индексе потребительских цен в случае США (*Consumer Price Index*, *CPI*) и гармонизированном индексе потребительских цен в случае еврозоны (*Harmonized Index of Consumer Prices*, *HICP*).

Наиболее трудоемким является построение статистической базы по гэпу выпуска. Проблема заключается в том, что гэп выпуска — это в некотором смысле «виртуальное» понятие. Не существует возможности прямого наблюдения потенциального уровня выпуска, это чисто оценочный показатель. Количество вариантов оценки гэпа выпуска определяется не только выбранной методикой оценки, но и базовым показателем, на основе которого проводятся вычисления: это может быть, например, ВВП, производственный индекс или ВНП. Из всех вариантов базового показателя мы предпочтем индекс промышленного производства по следующим причинам. Во-первых, поскольку решения центральными банками по процентной ставке могут приниматься до нескольких раз в месяц, то желательно обеспечить и соответствующую периодичность данных. Такие показатели, как ВВП, ВНП, публикуются не чаще, чем раз квартал, в то время как индекс промышленного производства публикуется на ежемесячной основе. Во-вторых, подход с использованием индекса промышленного производства адекватно проявил себя в уже проведенных исследованиях.

Вторым этапом построения гэпа выпуска является оценка потенциального выпуска. Как уже упоминалось, существуют различные методики такой оценки, применяемые в эмпирических исследованиях кредитно-денежной политики центральных банков, однако, в целом, в их основе лежит одна и та же идея: потенциальное значение выпуска представляется как трендовое значение соответствующего временного ряда. Такую оценку мы получим, воспользовавшись методом Ходрика-Прескотта на основе натуральных логарифмов индексов, т.е. для рядов $\ln(ipi^{us}_i)$ (США) и $\ln(ipi^{eu}_i)$ (еврозона). Для данных различной периодичности рекомендуются различные параметры λ. Установим параметр λ=14400, последовав рекомендациям для месячных данных авторов метода. Теперь у нас имеется фактическое значение, $\ln(ipi_i)$, и расчетное трендовое значение, S_i, и мы можем рассчитать гэпы выпуска для США и еврозоны (в процентах):

$$usgap_i = \frac{\ln(ipi_i^{us}) - s_i^{us}}{s_i^{us}} \times 100$$

$$eugap_i = \frac{\ln(ipi_i^{eu}) - s_i^{eu}}{s_i^{eu}} \times 100$$

Таким образом, для еврозоны и для США мы имеем показатели, характеризующие инфляцию, реальную экономическую активность, а также краткосрочные ставки процента, которые контролируют центральные банки, — информацию, достаточную для оценивания и прогнозирования действий центральных банков в предположении, что их решения в значительной степени связаны с правилами Тейлора.

Рассматриваемый период составляет с февраля 1994 года по октябрь 2008 года. С учетом частоты наблюдений — месяц — получаем всего 178 наблюдений. Это не очень большой массив, однако, он вполне достаточен для анализа. Каждое наблюдение представляет собой значение на начало месяца, т.е. фактически значение за предыдущий месяц. В дальнейшем мы будем пользоваться не только абсолютными значениями имеющихся переменных, но и их приростами, в этом случае количество доступных наблюдений будет составлять 177. Расчет месячного изменения уровня инфляции в США (будем пользоваться логарифмическими приростами) производится по формуле:

$$dcpi_i = \ln\left(\frac{cpi_i}{cpi_{i-1}}\right)$$

Аналогично для Еврозоны:

$$dhicp_i = \ln\left(\frac{hicp_i}{hicp_{i-1}}\right)$$

Поскольку гэп выпуска принимает как положительные, так и отрицатель-

ные значения, мы не можем рассчитать относительные логарифмические приросты, поэтому вычислим абсолютные изменения гэпа:

$$dusgap_i = usgap_i - usgap_{i-1}$$

$$deugap_i = eugap_i - eugap_{i-1}$$

Теперь нам осталось вычислить приросты валютного курса exr_i:

$$dexr_i = \ln(\frac{exr_i}{exr_{i-1}})$$

Рассмотрим классическое правило Тейлора:

$$ffr_t = cpi_t + 0.5usgap_t + 0.5(cpi_t - 2) + 2;$$

$$eonia_t = hicp_t + 0.5eugap_t + 0.5(hicp_t - 2) + 2;$$

где cpi_i — индекс потребительских цен США,

$usgap_t$ — гэп выпуска для США,

$hicp_t$ — гармонизированный индекс потребительских цен для еврозоны,

$eugap_t$ — гэп выпуска еврозоны,

ffr_t и $eonia_t$ — ставки процентов ФРС и ЕЦБ соответственно.

Сравним предсказанные правилами Тейлора и фактические процентные ставки (рис. 1).

Как видно, правила Тейлора в целом улавливают динамику процентных ставок. Однако нельзя сказать, что решения принимаются на их основе. Безусловно, огромное значение имеют выбранные данные.

Рассчитаем показатели качества подгонки модели R^2, которые показывают долю дисперсии выборки, объясненной моделью:

$$R^2 = \frac{\hat{V}\{\hat{y}_i\}}{\hat{V}\{y_y\}} = \frac{1/N-1\sum_{i=1}^{N}(\hat{y}_i - \overline{y})^2}{1/N-1\sum_{i=1}^{N}(\hat{y}_i - \overline{y})^2}$$

где $\hat{y}_i$— расчетные значения,

$\overline{y}$ — выборочное среднее, N — число наблюдений.

Для ставки по федеральным фондам R^2=0,713, для индекса ЭОНИЯ R^2=0,501. Это довольно высокие значения, учитывая простоту модели и сложность описываемого ей процесса.

Теперь оценим функцию реагирования того же вида, что и правило Тейлора, то есть оценим две модели вида

$$ffr_t = \alpha_1 + \beta_{11}cpi_t + \beta_{12}usgap_t + \varepsilon_{1t}$$

$$eonia_t = \alpha_2 + \beta_{21}cpi_t + \beta_{22}usgap_t + \varepsilon_{2t}$$

Рис. 1. **Классическое правило Тейлора для ставки по федеральным фондам**

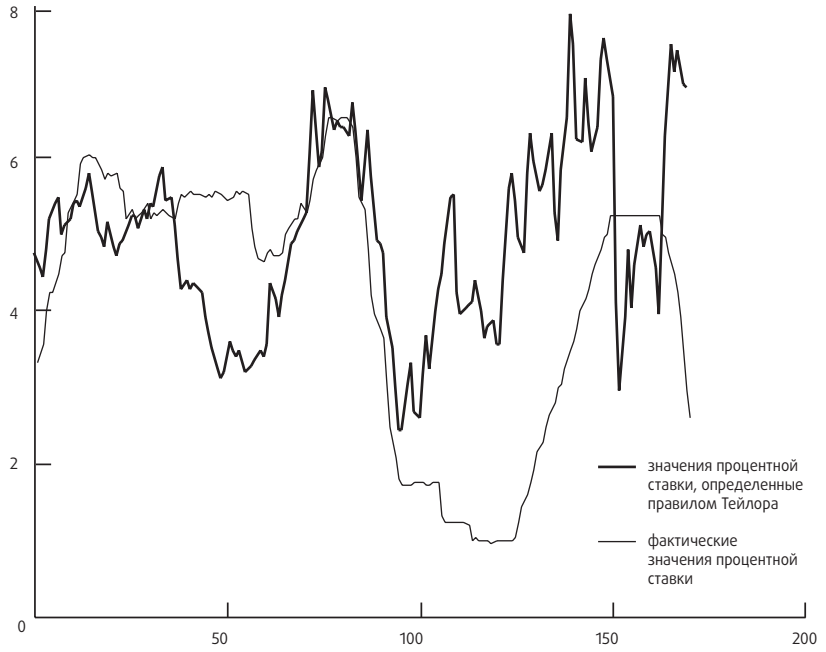


Рис. 2. **Классическое правило Тейлора для индекса EONIA**

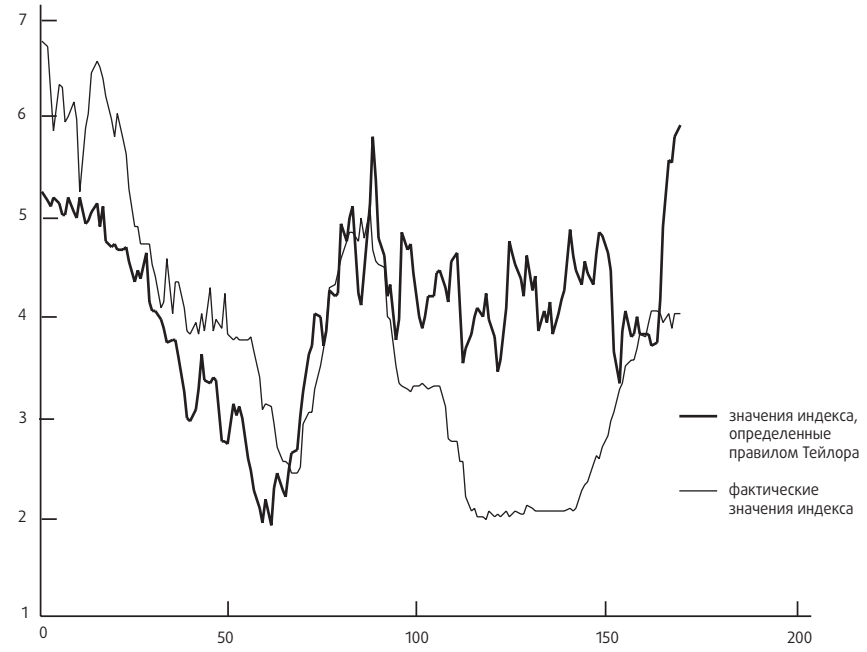


Рис. 3. **Оцененное правило Тейлора для ставки по федеральным фондам**

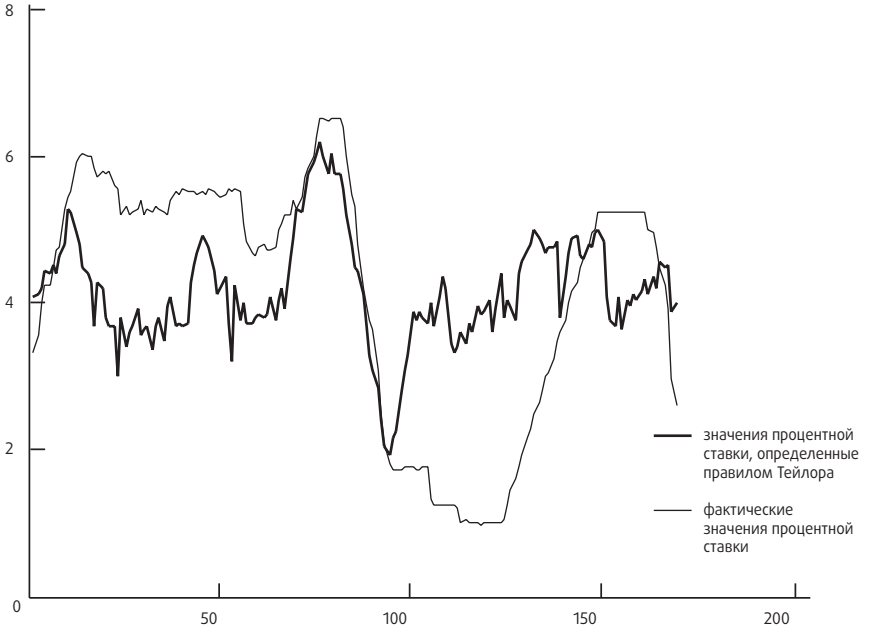
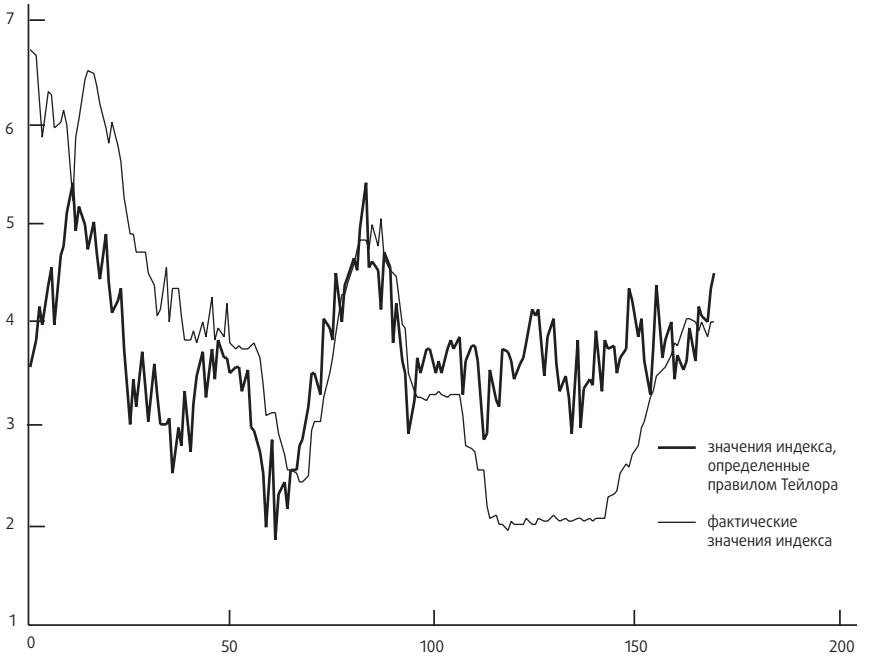


Рис. 4. **Оцененное правило Тейлора для индекса EONIA**



Оценку произведем методом наименьших квадратов. Получим следующие спецификации:

$$ffr_t = 3.551 + 0.232cpi_t + 2.94usgap_t + \varepsilon_{1t}$$

$$eonia_t = 2.45 + 0.597cpi_t + 2.051usgap_t + \varepsilon_{2t}$$

Вспомним, что константа отражает реальную ставку процента плюс целевое значение инфляции. Приняв, что реальная ставка процента одинакова и равна 2%, можно оценить целевые уровни инфляции. Безусловно, речь идет не о количественной, а о качественной оценке. Можно сказать, что целевой уровень инфляции в еврозоне ниже, чем в США, что отражает большую нацеленность ЕЦБ на сдерживание инфляции.

В целом, и классическое, и оцененное правило Тейлора плохо описывают политику банков.

Обратимся к построению системы прогнозирования. Систему прогнозирования кредитно-денежной политики центральных банков и валютного курса построим на основе векторной авторегрессии. Векторная авторегрессия (ВАР) — это обобщение одномерной авторегрессии на многомерный случай, и каждое уравнение в ВАР — регрессия по методу наименьших квадратов одной переменной на запаздывающие значения себя и других переменных в ВАР. Тем не менее, несмотря на кажущуюся простоту, этот инструмент способен уловить богатую динамику многомерных временных рядов.

Мы предполагаем, что банки принимают решения по ставке процента (переменная *eonia* в случае ЕЦБ и переменная *ffr* в случае ФРС) на основе показателей динамики инфляции (переменная *dhicp* для ЕЦБ и *dcpi* для ФРС) и динамики гэпа выпуска (*deugap* для ЕЦБ и *dusgap* для ФРС). Поскольку валютный курс одновременно зависит как от экономики США и действий ФРС, так и от экономики еврозоны и действий ЕЦБ, то целесообразно не рассматривать каждую из экономик в отдельности, задавая отдельные ВАР, а объединить их в одну модель. Таким образом, мы сможем учесть потенциальное взаимодействие

банков, а также в неявном виде соотношение процентных ставок, которое имеет непосредственное влияние на формирование валютного курса.

Получим следующую систему уравнений ВАР (рис. 7).

Оценивая данную ВАР на нашей выборке, мы можем получить значения параметров θ_{ij}, и затем построить прогноз на много шагов вперед, получая будущие значения рекурсивным способом. Однако при этом мы неявно предполагаем, что взаимосвязь между переменными, т.е. сами параметры θ_{ij}, остаются неизменными во времени. Это достаточно сильное ограничение. Весьма вероятно, что с течением взаимосвязь между переменными эволюционирует, в этом случае прогностические возможности ВАР уменьшаются, сужается горизонт адекватного прогнозирования. Один из очевидных примеров такого изменения — это трансформация политики центральных банков. Поскольку ни один из банков не следует правилам Тейлора в чистом виде и элементы дискреционной политики всегда имеют место, центральный банк в некоторые периоды времени может придавать большее значение инфляции, в другие периоды — гэпу выпуска, например в случаях чрезмерно активного развития инфляции. Кроме того, в некоторые периоды банк может обращать внимание на валютный курс и изменять ставку, когда показатели инфляции и гэпа выпуска того не требуют[5].

Создадим такой алгоритм прогнозирования на основе ВАР, который бы позволял учитывать изменение параметров во времени. Это позволит сделать прогнозирование более гибким.

Алгоритм заключается в следующем: на шаге *t* оценивается ВАР на основе предыдущих значений временных рядов определенной глубины, т.е. на основе обучающей выборки определенного размера (мы будем использовать в наших расчетах 85 периодов). На основе этого получаются значения переменных для шага *t+1*. Далее опять происходит процедура оценки

Рис. 5. **Прогноз ставки по федеральным фондам: январь 2004 — февраль 2008 года**

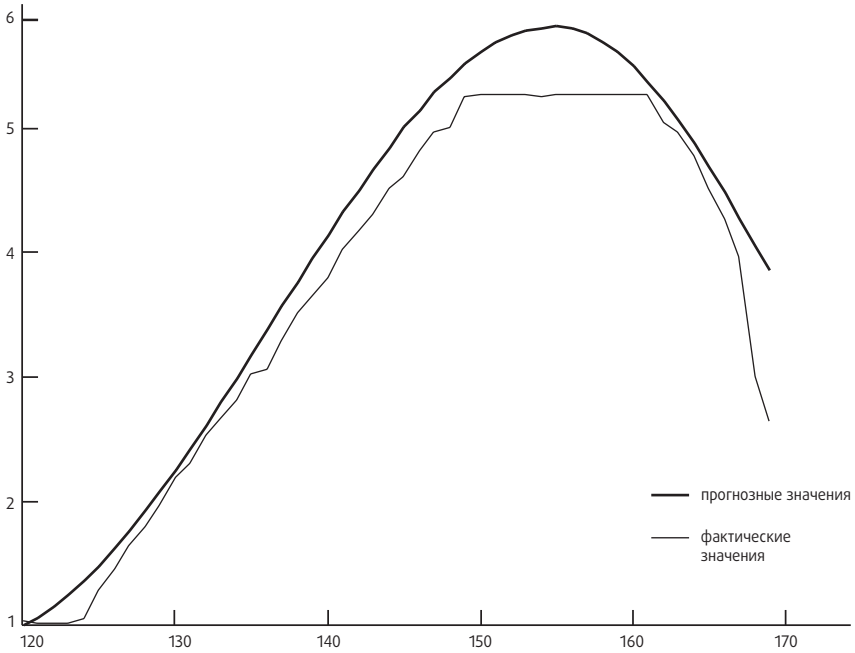


Рис. 6. **Прогноз индекса EONIA: январь 2004 — февраль 2008 года.**

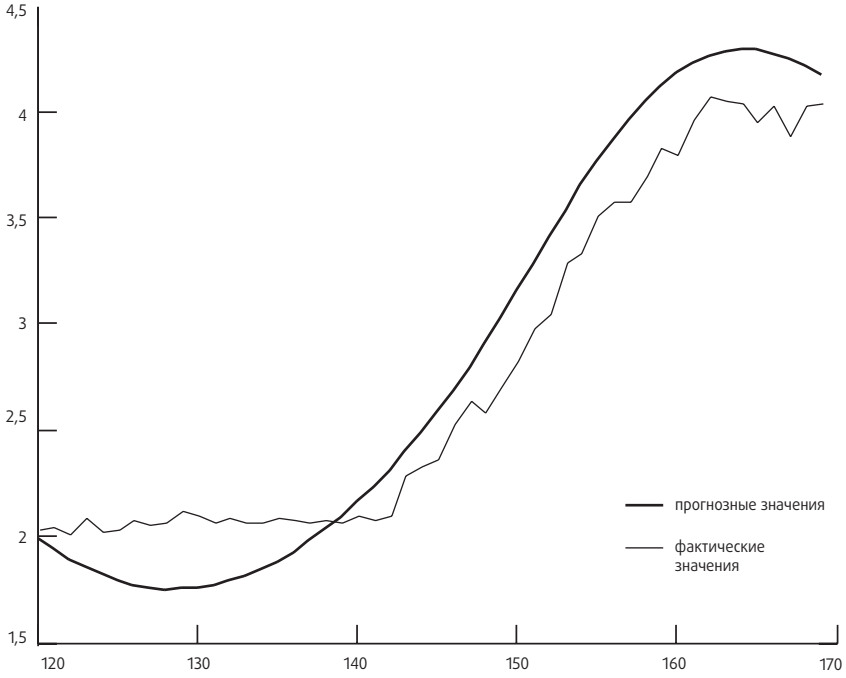


Рис. 7.

$$\begin{pmatrix} dhicp_t \\ dcpi_t \\ deugap_t \\ dusgap_t \\ eonia_t \\ ffr_t \\ dexr_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \delta_1 \\ \delta_2 \\ \delta_3 \\ \delta_4 \\ \delta_5 \\ \delta_6 \\ \delta_7 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \theta_{11} & \theta_{12} & \theta_{13} & \theta_{14} & \theta_{15} & \theta_{16} & \theta_{17} \\ \theta_{21} & \theta_{22} & \theta_{23} & \theta_{24} & \theta_{25} & \theta_{26} & \theta_{27} \\ \theta_{31} & \theta_{32} & \theta_{33} & \theta_{34} & \theta_{35} & \theta_{36} & \theta_{37} \\ \theta_{41} & \theta_{42} & \theta_{43} & \theta_{44} & \theta_{45} & \theta_{46} & \theta_{47} \\ \theta_{51} & \theta_{52} & \theta_{53} & \theta_{54} & \theta_{55} & \theta_{56} & \theta_{57} \\ \theta_{61} & \theta_{62} & \theta_{63} & \theta_{64} & \theta_{65} & \theta_{66} & \theta_{67} \\ \theta_{71} & \theta_{72} & \theta_{73} & \theta_{74} & \theta_{75} & \theta_{76} & \theta_{77} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} dhicp_{t-1} \\ dcpi_{t-1} \\ deugap_{t-1} \\ dusgap_{t-1} \\ eonia_{t-1} \\ ffr_{t-1} \\ dexr_{t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \varepsilon_{3t} \\ \varepsilon_{4t} \\ \varepsilon_{5t} \\ \varepsilon_{6t} \\ \varepsilon_{7t} \end{pmatrix}$$

на основе обучающей выборки того же размера, но уже смещенной на один шаг вперед: если на шаге t оценка производилась по наблюдениям на интервале (t-84, t), то на следующем шаге обучающая выборка уже будет составлять (t-83, t+1). Таким образом, в нее уже будут включено прогнозное значение, полученное на предыдущем шаге. При такой процедуре влияние фактических значений переменных, полученных из статистических баз данных, постепенно ослабевает (обучающая выборка смещается), и через 85 шагов оно будет полностью исключено. Это позволяет проследить развитие системы на очень далекий горизонт.

Для того чтобы иметь возможность оценить возможности модели, осуществим прогноз с января 2004 года по октябрь 2008, т.е. период более, чем 3,5 года. Особо отметим, что для расчета прогноза мы используем только информацию до декабря 2003 года включительно, все прогнозные значения являются результатом компьютерной симуляции модели. Результаты прогнозирования приведены на графиках.

Как видно из графиков, прогноз получается достаточно точным. Существенным является то, что модель оказалась способной ухватить как фазы увеличения процентных ставок, так и фазы снижения, при этом момент перелома тенденции отражен очень точно как по времени наступления, так и по абсолютному значению.

До сих пор мы рассматривали систему, которая включает в себя семь переменных. Их набор был выбран исходя из основанных на общепризнанных фактах предположений о принципах принятия решений по поводу процентной ставки центральными банками США и еврозоны, а также исходя из адекватности концепции непокрытого паритета процентных ставок. Эта модель показала хорошие результаты. Однако важно понять, насколько значима для качества прогнозирования каждая из переменных. Рассмотрим крайний случай, исключив из системы все переменные,

кроме процентных ставок. Теперь модель выглядит следующим образом:

$$eonia_t = \delta_1 + \theta_{11} \cdot eonia_{t-1} + \theta_{12} \cdot ffr_{t-1} + \varepsilon_{1t}$$

$$ffr_t = \delta_2 + \theta_{21} \cdot eonia_{t-1} + \theta_{22} \cdot ffr_{t-1} + \varepsilon_{2t}$$

то есть на каждом шаге процентная ставка зависит от своего предыдущего значения и от предыдущего значения ставки второго центрального банка. Для того чтобы проверить качество прогнозирования, как и прежде, построим прогноз на период с января 2004 года по февраль 2008, длину базисного периода положим равной 84.

Удивительно, но прогноз получился почти таким же, как и в случае со сложной системой. Причем графики прогнозов получились почти такими же, как и в случае сложной системы. Особо отметим, что в упрощенном варианте в системе отсутствуют переменные, характеризующие состояние экономики, рассматриваются только управляемые центральными банками переменные. Такие результаты наводят на мысль, что показатели гэпа выпуска, инфляции, валютного курса не являются существенными для прогнозирования процентных ставок. В данных о поведении процентных ставок ФРС и ЕЦБ, как оказалось, заложена информация о будущих траекториях развития на значительный горизонт. Взаимодействие банков друг с другом, завязанное на процентных ставках, предопределило принятые в будущем решения. На фоне заявлений банков и дискреционном типе принятия решений, о тщательном рассмотрении экономической ситуации и учете широкого спектра факторов при выборе уровня процентной ставки это выглядит особенно странно.

Можно предложить два возможных варианта объяснения подобному явлению. Первый заключается в том, что способность системы давать реалистичные прогнозы процентных ставок на основе только лишь их предыдущих значений предопределена очень тесной взаимозависимостью экономик и стабильностью экономических циклов, которые должны иметь одинаковую длину. Однако этот вариант, скорее всего, далек от реальности.

Более адекватным объяснением представляется особый режим действия ФРС и ЕЦБ, в центре которого — своеобразная «игра» банков друг с другом, желающих установить определенное соотношение между процентными ставками.

Хотя способность теории непокрытого паритета процентных ставок уловить направление движения валютного курса позволяет предположить, что одной из причин игры между банками может быть желаемая динамика валютного курса, однако требует дополнительного исследования вопрос, почему и в каких ситуациях центральным банкам может быть выгодно обесценение или удорожание валюты. В 1980–1990-е годы, как уже говорилось ранее, банки стали отходить от строгих правил принятия решений, позволяющих формализовать и упростить этот процесс, к дискреционному типу проведения кредитно-денежной политики, при котором анализируется максимально возможное количество информации, что, теоретически, должно повысить эффективность регулирования банками экономики.

Однако наши результаты прямо противоречат этому. Причем, как оказывается, банки не только не следуют определенной функции реагирования, которая, пусть и в весьма примитивной форме, отражает состояние экономики, но и вообще не ориентируются на анализ экономической ситуации (по крайней мере, экономический анализ занимает далеко не первое место). Этим можно объяснить низкую объясняющую способность функций реагирования, которые, при справедливости наших предположений, по своему построению не могут охарактеризовать истинный механизм выбора процентных ставок центральными банками. ◻

Примечания и комментарии

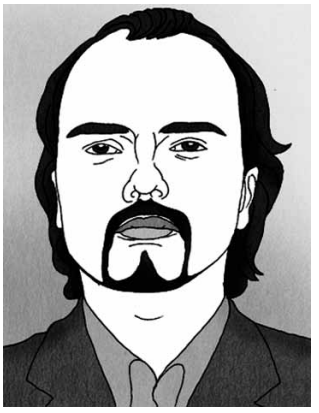
[1] Svensson, Lars (2003). «What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules», Journal of Economic Literature, vol. 41, pp. 426–77.
Svensson, Lars (2004b). «Targeting Rules versus Instrument Rules for Monetary Policy? What Is Wrong with McCallum and Nelson?» unpublished manuscript, Princeton University, August.
McCallum, Bennett, and Edward Nelson (2004). «Targeting versus Instrument Rules for Monetary Policy», Carnegie Mellon University and Federal Reserve Bank of St. Louis, unpublished manuscript, February.

[2] McCallum, Bennet (1988). «Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy», Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 29, pp. 173–203.
Taylor, John B., ed. (1999). Monetary Policy Rules. Chicago: University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research.
Levin, Andrew, and John Williams (2003). «Robust Monetary Policy with Competing Models», Journal of Monetary Economics, vol. 50, pp. 945–75.

[3] Svensson, Lars (2004c). «Monetary Policy with Judgment: Forecast Targeting», unpublished manuscript, Princeton University, September.

[4] Francesco Giordano, Sandra Persaud. The Political Economy of Monetary Union. Routledge,1998.

[5] Некоторые свидетельства подобного поведения ЕЦБ содержатся в «How the ECB and the US FED Set Interest Rates», Belke, Polleit, Department of Economics, University of Hohenheim, Germany, series Diskussionspapiere aus dem Institut fьr Volkswirtschaftslehre der Universitдt Hohenheim with number 269/2006.



Павел Соловьев
начальник Отдела развития
Управления рынка стандартных
контрактов ММВБ

Яна Ильина
специалист Отдела развития
Управления рынка стандартных
контрактов ММВБ

Деривативы и кризис

Рынок биржевых деривативов в мире претерпел значительные изменения под влиянием кризиса. Каковы пути развития этих инструментов

В последние месяцы 2008 года на операциях с деривативами сказался мировой финансовый кризис, так как резко упал выпуск долговых обязательств и уменьшилась необходимость в хеджировании процентного риска. Восстановление сегмента процентных деривативов связывается с активизацией программ государственной поддержки и восстановлением кредитного рынка.

В сегменте процентных деривативов в 2008 году обороты торгов снизились на 10%.

Итоги 2008 года на рынке биржевых деривативов

Прошедший год был рекордным с точки зрения количественных показателей рынка для бирж, где проводятся операции с деривативами, и лишь в последние месяцы 2008 года на них сказался мировой финансовый кризис. В первую очередь, уже с середины 2008 года, и в большей степени снижение активности наблюдалось по процентным инструментам, в результате чего их доля в совокупном объеме торгов биржевыми деривативами (в количественном выражении[1] снизилась за год с 24 до 20%, в то время как по фондовым деривативам и в незначительной мере на остальных сегментах рынка она выросла. Сегмент процентных деривативов стал единственным, показавшим за год и абсолютное снижение оборотов торгов — около 10% по сравнению с показателем 2007 года.

Снижение объема торгов производными на процентные ставки на фоне глобального кризиса было закономерным. Это стало следствием кредитного кризиса, в результате которого резко упал выпуск долговых обязательств, а значит, и необходимость в хеджировании процентного риска. В частности, эмиссия облигаций, по данным международного аналитического агентства Dealogic, сократилась в 2008 году на 29% по сравнению с прошлым годом. В значительной мере это обусловлено снижением выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, — по данным Thomson Reuters, на 79% в 2008 году, — причем выпуск ипотечных облигаций упал на 82%. Ликвидность на рынке облигаций в целом снизилась, и они стали менее привлекательным инструментом для инвестирования. При этом основными игроками на рынке процентных деривативов являются инвестиционные банки и хедж-фонды, которые стали главными жертвами кризиса, в связи с чем их активность резко сократилась.

В этой статье:

Новые тенденции на рынке деривативов.

Торговля российскими деривативами на европейских площадках.

Сокращение затрат на срочных биржах.

Выход бирж на новые рынки.

Наконец, в условиях мягкой монетарной политики денежных властей большинства стран мира неопределенность в отношении динамики процентных ставок снизилась — ожидается, что они будут поддерживаться на невысоком уровне, — а инвесторы предпочитают низкорискованные краткосрочные бумаги.

Согласно вышесказанному, сильнее всего в 2008 году пострадали с точки зрения торговой активности срочные биржи, где большая часть торгового оборота приходится на процентные деривативы, в частности Мексиканская биржа деривативов MEXDER (падение общего оборота почти на 70%) и Австралийская фондовая биржа ASX (падение общего оборота свыше 13%).

Восстановление сегмента процентных деривативов связывается с активизацией программ государственной поддержки, таких как американская программа выдачи гарантий под необеспеченные долговые обязательства Temporary Liquidity Guarantee program (TLGP), а также ростом выпуска государственных бумаг и восстановлением кредитного рынка. Биржи также не остаются в стороне от проблемы снижения ликвидности в данном сегменте: они принимают меры для привлечения более мелких спекулянтов, чтобы компенсировать отток средств институциональных инвесторов. Например, Eurex и Euronext.Liffe заявили об увеличении минимального шага цены по некоторым процентным фьючерсам, чтобы сузить спреды и повысить прибыльность сделок, в первую очередь скальперских, улавливающих небольшие движения рынка.

Положительная динамика производных на акции и фондовые индексы объясняется сохранением ликвидности в данном сегменте на высоком уровне, а также традиционным повышением торговой активности по индексным производным в периоды финансовых потрясений ввиду увеличения хеджевых транзакций. Кроме того, по сравнению с операциями на фондовом рынке, спекулятивные сделки на рынке деривативов требуют существенно меньшего отвлечения средств и включают гораздо большее кредитное плечо (что, например, актуально при наличии запрета на короткие продажи), предполагая потенциально более высокую доходность при контролируемом уровне риска.

Объем контрактов и, соответственно, размер поддерживаемой (депозитной) маржи на контракт по фондовым деривативам, как правило, ниже, чем по другим инструментам срочного рынка, что на фоне более высокой волатильности цен фондового рынка также привлекает широкий круг участников, в частности индивидуальных инвесторов. О значительной спекулятивной направленности торговли некоторыми фондовыми деривативами (например, фьючерсами на индексы E-mini S&P 500 и DJ Euro Stoxx 50) свидетельствует большой объем торгов данными инструментами (указанные контракты занимают две ведущие позиции в рейтинге индексных фьючерсов, публикуемом Futures Industry Association[2]), а также высокий среднедневной объем торгов по сравнению с величиной среднего объема открытых позиций (около 1,1 и 0,7 соответственно).

Именно сегмент фондовых деривативов позволил крупнейшей и наиболее диверсифицированной бирже деривативов в мире — CME Group, включающей площадки CME, CBOT и NYMEX, показать в 2008 году рост среднедневного объема торгов в целом по всем рынкам на 4%, при том, что в декабре было отмечено серьезное падение — на 27% по сравнению с декабрем 2007 года. Динамика оборотов торгов различалась по классам инструментов: торговля процентными деривативами в 2008 году сократилась на 12%, и активность переместилась в сегмент производных на фондовые индексы, где рост составил 37%. Таким образом, результаты 2008 года указывают на важность диверсификации инструментов в рамках одной биржи.

Крупнейшей европейской срочной бирже Eurex благодаря большей доле в совокупном объеме торгов производных на фондовые индексы (почти 50%), в частности на индекс Dow Jones Euro Stoxx 50, удалось показать в 2008 году более высокий рост — на 14%. Объем торгов на биржах Euronext.Liffe, входящих в группу NYSE.Euronext, вырос на 11% по сравнению с 2007 годом также преимущественно за счет производных на акции и фондовые индексы.

В других регионах фондовые деривативы имеют не меньшее значение. В числе наиболее динамичных в прошедшем году оказалась испанская биржа MEFF, где объем торгов фьючерсами на акции вырос на 177%. Кроме того, индексные деривативы с большим отрывом доминируют в структуре торгов на азиатских срочных площадках.

В общем русле с общемировыми тенденциями развивались рынки деривативов на российские активы на двух европейских площадках. Европейская биржа фондовых деривативов EDX, совместная дочерняя структура Лондонской и Стокгольмской фондовых бирж, запустила рынок фьючерсов и опционов на российские АДР, обращающиеся на LSE, и соответствующий фондовый индекс FTSE Russia IOB Index в декабре 2006 года, опередив своего ближайшего конкурента по данному проекту — Eurex — более чем на треть года. Это позволило занять доминирующее положение на указанном сегменте рынка (без учета российских площадок) за счет привлечения участников с европейского внебиржевого рынка деривативов на российские АДР и достигнуть по итогам 2008 года доли в более чем 95% биржевого рынка деривативов на российские АДР. Увеличение объемов торгов только данными инструментами на EDX за 2008 год составило свыше 85% в стоимостном выражении и почти трехкратный рост – в количественном выражении. За тот же период на бирже Eurex объемы торгов фьючерсами и опционами на российские АДР и фьючерсами на индекс RDXxt® USD – RDX Extended Index выросли более чем в шесть раз в стоимостном выражении и в 7,5 раз в количественном, несмотря на пока еще нерегулярные обороты.

Другие сегменты рынка биржевых деривативов также показали в 2008 году хорошую динамику. Среди них в первую очередь выделяются товарные деривативы. В частности, объем торгов фьючерсами и опционами на металлы вырос в 2008 году на 39% на фоне бума на товарных рынках в первой половине года и бегства от рисков, сопровождавшегося ростом спроса на золото, в его второй половине. Лидерами в данном сегменте являются Лондонская биржа **металлов** (LME) и Товарная биржа в Нью-Йорке (COMEX), входящая в CME Group, однако их активно догоняют азиатские и ближневосточные биржи, где фьючерс на золото стал одним из самых успешных новых инструментов. Кроме того, на Азию приходится более 60% (в количественном выражении) торговли деривативами на сельскохозяйственную продукцию, прирост объема торгов которыми достиг в 2008 году 40%, а наиболее ликвидным является фьючерс на белый сахар, торгуемый на китайской бирже **Zhengzhou Commodity** Exchange (ZCE). На рынке биржевых деривативов на энергоносители рост составил 16%. И здесь интерес представляет новый контракт Дубайской товарной биржи — фьючерс на сырую нефть из Омана, который показал за последний год рост на 60%, причем в январе 2009 года объем торгов им достиг рекордного уровня, что заставило многих специалистов говорить о появлении нового бенчмарка нефтяного рынка.

Наконец, на фоне высокой волатильности на рынке FOREX в 2008 году на 24% вырос объем торгов на биржевом рынке валютных деривативов. Наибольший рост наблюдался на развивающихся рынках, хотя лидерство за собой сохранила CME Group. Тем не менее по состоянию на сентябрь-октябрь 2008 года фьючерс на доллар США, торгуемый на срочном рынке ММВБ, имел максимальные показатели по объему торгов и величине открытых позиций в количественном выражении среди всех валютных деривативов в мире, причем в относительных величинах прирост оборотов торгов за 2008 год составил 55%. Такой рост активности подтолкнул российские биржи к дальнейшему развитию данного сегмента — в обращение были введены новые валютные контракты, а именно фьючерсы на евро и курс евро к доллару США. Стоит отметить, что даже на рынок валютных деривативов, где традиционно доминируют банки и крупные компании, биржи все чаще стремятся привлекать небольшие компании и индивидуальных инвесторов, чтобы компенсировать возможный отток средств первых. Так, в феврале 2009 года CME объявила о запуске «микрофьючерсов» на основные валютные пары — объем данных контрактов будет меньше стандартных в десять раз, что открывает торговлю валютными деривативами для ряда новых участников.

Направления развития срочных бирж

Начало 2009 года стало провальным для многих бирж, торгующих деривативами, особенно в США и Европе. Это побуждает их искать новые пути для борьбы с последствиями финансового кризиса. Предложение рынку новых инструментов по-прежнему актуально, но постепенно отходит на второй план, тем более что оно не гарантирует появление ликвидности. Напротив, согласно данным аналитического издания FO Intelligence, более 70% запущенных в 2007 году биржевых деривативов до конца года так и не нашли своих инвесторов. На первый же план выходят программы снижения издержек для участников, развития систем централизованного клиринга для внебиржевых (OTC) деривативов, а также поддержания партнерских инициатив с другими биржами.

По первому пути пошла Eurex, запустив программу скидок для новых участников — the Eurex Membership Incentive. В течение первого года вновь присоединяющиеся к торгам члены биржи могут сэкономить на комиссии от 27 до 54 тыс. евро. В частности, для тех, кто не имеет прямого подключения к Eurex и торгует через Интернет,

предоставляется скидка в размере 3000 евро в месяц на оплату комиссии в течение первых 6 месяцев полного членства. Если объем торгов за этот период достигнет 300 тысяч контрактов, то данная скидка будет продлена еще на 6 месяцев, в противном случае она сократится до 1500 евро в месяц. Пойти на подобный шаг Eurex позволили технологические усовершенствования доступа к торгам, которые снизили затраты биржи на подключение новых членов. Однако скидки могут затрагивать не только биржевую комиссию — уменьшение издержек торговли для участников достигается и за счет снижения маржинальных требований. На Euronext.Liffe они меньше в случае поддержания противоположной позиции по аналогичным инструментам, торгуемым на других биржах, в частности по фьючерсам на золото, что выгодно для арбитражеров.

Перевод OTC-инструментов на биржевой клиринг должен затронуть, в первую очередь, рынок кредитных деривативов, ранее практически нерегулируемый и оттого ставший одним из катализаторов глобального кризиса. Однако этим он не ограничивается: например, CME предложила централизованный клиринг для процентных свопов — крупнейшего сегмента внебиржевого рынка деривативов. Кроме того, на бирже NYMEX, входящей в CME Group, поддерживается клиринговая платформа ClearPort для внебиржевых энергетических деривативов, и в 2008 году на неё приходилось 26% всех контрактов, которые торгуются и/или клирингуются на NYMEX. Через биржу ICE также проводится клиринг OTC-деривативов на энергоносители, который приносит ей около трети комиссионных доходов. На Euronext.Liffe клиринг внебиржевых деривативов на акции доступен через динамично развивающуюся платформу Bclear, а в 2009 году он распространится на товарные и кредитные деривативы. Подобные технологии есть

Таблица. **Объем торгов ведущими фьючерсами на фондовые индексы в 2008 году**

Фьючерс	Биржа	Объем торгов в 2008 г. (контрактов)	Изменение к 2007 г., %
E-mini S&P 500 Futures	CME (США)	633 889 466	53
DJ Euro Stoxx 50 Future	Eurex (Европа)	432 298 342	32
S&P CNX Nifty Futures	NSE (Индия)	202 390 223	46
E-Mini Nasdaq 100 Future	CME (США)	108 734 456	14
Nikkei 225 Mini Future	OSE (Япония)	95 446 729	94
RTS Index Future	RTS (Россия)	87 456 399	156
KOSPI 200 Future	KRX (Корея)	66 433 767	41
CAX 40 Future	Euronext.Liffe (Европа)	49 242 000	10
DAX Future	Eurex (Европа)	49 237 082	-2
FTSE 100 Index Future	Euronext.Liffe (Европа)	42 314 080	26

Источник: FO Intelligence.

Рисунок. **Стоимостной объем торгов деривативами на российские активы EDX и EUREX**

даже в Азии — например, у Сингапурской фондовой биржи (SGX). В целом, централизованный клиринг OTC-деривативов сочетает в себе преимущества внебиржевого рынка (гибкость условий сделки) и биржевого рынка (минимизация кредитного и операционного риска, прозрачные котировки, меньший размер обеспечения) и генерирует дополнительную прибыль для бирж. При этом потенциал для роста объема клиринговых услуг для внебиржевых инструментов еще велик. Так, по данным Bank for International Settlements на июнь 2008 года внебиржевой рынок деривативов в восемь раз превосходил их биржевой сегмент.

Еще один способ привлечения клиентов — выход на новые рынки за счет приобретения доли в других биржах или заключения с ними стратегических партнерств. Данное направление активно реализует биржа CME, активно развивающая на базе своей электронной площадки CME Globex соответствующее биржевое партнерство и имеющая соглашения, например, о торговле фьючерсами на сырую нефть из Омана (Oman Crude Oil Futures) с Дубайской товарной биржей (DME) и фьючерсами на индекс KOSPI 200 с корейской биржей KOFEX, а также всеми производными инструментами объединенной бразильской биржи BM&F Bovespa, в капитале которой CME Group владеет долей 5%. В последнем случае бразильские инвесторы, в свою очередь, получают прямой доступ к продуктам CME Group через BM&F Bovespa. Европейская биржа Eurex не отстает от своего американского конкурента и тоже заключила соглашение о взаимодействии с Корейской биржей. В соответствии с данным соглашением биржа Eurex получила право ввести в обращение, осуществлять клиринг и предоставлять международный доступ к торгам дневными фьючерсными контрактами на опцион на индекс KOSPI 200 (Daily Futures on KOSPI 200 Options). Начало торгов данными инструментами планируется в январе 2010 года, и посредством предложенного механизма международные участники торгов и инвесторы получат доступ к одному из самых ликвидных биржевых деривативов в мире в расширенном временном регламенте за счет торговой сессии на европейской бирже.

Таким образом, в период финансового кризиса привлечение новых клиентов становится для срочных бирж еще более актуальным. Для этого они стремятся расширить своё присутствие на других рынках, в том числе за счет участников внебиржевого рынка деривативов и рынка FOREX, клиентов конкурирующих бирж и многочисленных индивидуальных инвесторов, которым они готовы предложить скидки, новые продукты и технологии. ◻

Примечания и комментарии

[1] Учет количественных показателей рынка с точки зрения числа контрактов в объеме торгов или открытых позициях.

[2] Futures Industry Magazine, January/February 2009.

Новости РТС

Периоды волатильности — правильное время для работы на срочном рынке. Похоже, именно поэтому март нынешнего года стал для РТС сезоном рекордов.

17 марта на рынке РТС — FORTS были установлены рекорды по объему торгов и по активности участников рынка. По итогам основной торговой сессии объем торгов фьючерсом на Индекс РТС достиг уровня — 832 589 контрактов. (Предыдущий рекорд был зафиксирован 9 октября 2008 года, тогда объем торгов данным инструментом составил 717 806 контрактов.)

Также 17 марта 2009 года был зафиксирован очередной рекорд по активности участников срочного рынка: по итогам основной торговой сессии участники рынка заключили 309 744 сделки. (Предыдущий рекорд — 307 250 сделок.)

В тот же день отдельно с фьючерсом на Индекс РТС было заключено 194 607 сделок. (Предыдущий рекорд был установлен 11 марта 2009 года, тогда количество сделок с данным инструментом достигло 191 398.)

Помимо того, в товарной секции FORTS зафиксирован рекорд по объему торгов фьючерсом на нефть марки BRENT. 17 марта 2009 года по итогам основной торговой сессии объем торгов данным инструментом составил 1 176 613 423,96 рублей. (Предыдущий рекорд — объем торгов 11 04 904 125,13 рублей.) Объем открытых позиций по данному инструменту также достиг рекордного уровня – 33 376 контрактов.

Всего участники рынка заключили 2954 сделки с данным инструментом.

19 марта на FORTS были взяты новые уровни.

Так, по итогам основной торговой сессии объем торгов фьючерсными контрактами составил 2 063 915 контрактов.

(Предыдущий рекорд, установленный 18 февраля, составлял 1 972 134 контрактов.)

25 марта взята еще одна высота.

На рынке фьючерсов и опционов РТС — FORTS зафиксирован новый рекорд по объему торгов фьючерсным контрактом на евро/доллар. Так, по итогам основной торговой сессии объем торгов фьючерсом на евро/доллар составил 150 427 контрактов, или 203 249 466,34 долларов США. Предыдущий рекорд по объему торгов фьючерсом на евро/доллар был зафиксирован 19 марта 2009 года. Тогда объем торгов составил 147 037 контрактов, или 197 854 766,73 долларов США.

Андрей Иванов
директор департамента корпоративных финансов
ИК «Файненшл Бридж»

Не только для брокеров –2

Кризис уже не первый день как перерос рамки финансового сектора. Поэтому и адресат у антикризисных раздумий может быть самым широким

Ни один кризис не похож на другой, и вместе с тем у всех у них есть общее. Это отсутствие готовых решений. Поэтому имеет смысл мониторить ситуацию постоянно – и пристально ее изучать. Пока что практическое изучение кризиса для участников финансового рынка в самом разгаре: каковы же особенности текущего момента?

У кризиса обнаружились новые грани. Как они влияют на фондовый рынок.

Первые два месяца девятого года проявили у кризиса несколько новых граней.

К примеру, оказалось, что психологическая компенсаторная реакция на негатив (усиленная притоком новеньких инвесторов) может выносить рынок на десятки процентов вверх. Именно такой является, на мой взгляд, природа 20%-ного локального роста по индексу ММВБ. Эта новая волна роста возникла в результате того, что крупные брокеры продолжали пропагандировать возможности фондового рынка. А ведь даже простой опыт говорит о том, что если доля информации о ситуации на рынках в общем потоке новостей растет, то это ведет к приходу на рынок многих тысяч частных инвесторов. Конечно, они рассчитывали удачно войти в рынок на дне, но что с того. Теперь вместе с остальными они будут проходить через новые минимумы.

Так что в итоге волна свежих спекулянтов пополнила ряды заложников кризиса.

Предлагаю традиционно начать описание нынешней ситуации с тезисов:

1. Большинство участников рынка воспроизводят докризисные действия.
2. Как ни странно, на рынке возможно весеннее обострение. На новые негативные сигналы последует усиленная «позитивная» психологическая реакция.
3. Государство и крупные компании пока действуют в логике частных решений.
4. Макроэкономика России остается «переоцененной». Экономика большинства отраслей и предприятий продолжает ухудшаться.
5. Весной предстоит новая стадия удорожания денег.
6. Стоит ожидать локальной активизации сделок M&A.

Теперь раскроем тезисы.

1. Большинство участников рынка воспроизводят докризисные действия.

В этой статье:

Влияние информации на рост числа инвесторов.

Осознание бизнесом своих корпоративных интересов.

Новые пути поступления финансовых потоков в реальный сектор.

Полезные советы.

В 2009 год все участники рынка вошли по инерции. Государство взяло паузу в антикризисной практике — единственным серьезным шагом в плане помощи бизнесу стали консультации с нефтяными «мейджорами» по специальным налоговым режимам для работы в отдельных регионах. Меры монетарных властей в части противостояния девальвации я бы назвал предсказуемыми; не Центробанк управляет ситуацией, а ситуация управляет ЦБ.

Докризисные долгосрочные инвесторы пока не хотят переквалифицироваться в спекулянты. Может, это для них и к лучшему. Уже смирившись с потерями, большинство из них остаются пассивными наблюдателями. Спекулянтам же приходится активизировать операции.

К февралю на рынке сложился локальный максимум: отложенный спрос со стороны инвесторов-«новеньких» начал разгонять рынок. На этот рост охотно откликнулись засидевшиеся в бумагах докризисные спекулянты, и в результате образовалась взаимнонакачивающаяся система. Не берусь оценивать, насколько хорошо или плохо в целом для экономики то, что еще часть накоплений была сожжена на фондовом рынке — но для самого рынка такое контрнаступление я бы оценил положительно. Механический вброс денег и увеличение числа инвесторов повышают спрос и укрепляют антикризисный фронт.

Единственной более или менее серьезной новацией на рынке стало кратное увеличение спроса на рынке еврооблигаций. Ряд брокеров инсталлировал у себя эту услугу (по большей части, по субброкерской схеме), некоторые крупные клиенты сформировали неплохие среднесрочные портфели. Недостаточный резонанс имели проблемы одной крупной управляющей компании, в которой в январе сменилось руководство. Лишь вскользь в прессе появилась информация о том, что компанией были допущены системные нарушения в инвестировании, фактически средства вкладывались в подешевевшую к осени прошлого года зарубежную недвижимость вместо зафиксированных в декларациях инструментов.

2. Как ни странно, на рынке возможно весеннее обострение.

На новые негативные сигналы последует усиленная «позитивная» психологическая реакция. Я бы отметил усиление роли психологического фактора: компенсаторная реакция инвесторов резко усилилась. Реакция на накопление позитива в новостях стала резче. Можно предположить, что весеннее обострение в связи с этим все-таки состоится. Усилить резонанс могут такие факторы, как краткосрочное укрепление рубля в связи с налоговыми выплатами, улучшение конъюнктуры на рынке нефти в связи с бегством в нефть международных спекулянтов, некие конкретные шаги со стороны правительства в поддержку финансовой системы или отдельных отраслей.

3. Государство и крупные компании пока действуют в логике частных решений.

Хочется верить, что озвученное президентом пожелание заниматься диверсификацией экономики станет со временем убеждением всего правящего класса. Осознание того факта, что правительству самому не надо добывать нефть — лить металл — сеять и собирать урожай, а достаточно создавать условия для развития частной инициативы, слава богу, происходит.

Пока практика государственной борьбы с кризисом следовала по пути частных решений. Даже составление списка системообразующих предприятий, по моему мнению, является не способом стратегического управления, а лишь данью лоббистскому ресурсу. Конечно, правительству непросто выруливать под мощным давлением различных лобби, однако разработать и реализовать стратегию борьбы с кризисом — принципиально важно.

Наибольшую опасность для российской экономики представляет продолжение парада лоббистских усилий. Чтобы парад не состоялся, а взамен крупный бизнес также — и по-настоящему — поддержал усилия правительства, необходимо осознание бизнесом своих цеховых интересов. Мы все помним, что послужило спус-

ковым крючком обвала на российском рынке. Группа металлургов пожаловалась на коллег по цеху, на «Мечел». Уже через две недели пожинать плоды этой ситуации начали все металлурги, а с ними и угольщики, и машиностроители… Поскольку в России одним из немногих реально действующих механизмов является совместная работа политического ресурса, поддержанного крупным бизнесом, то ровно в этой же логике интересы крупного бизнеса должны стыковаться с правительственными в общей борьбе.

Симптоматична в этой ситуации будет тема изменений в Законе о банкротстве, лоббируемых крупным бизнесом. Если государство сконцентрируется на этой теме в ущерб другим, это будет означать, как минимум, значимую потерю времени.

4. Макроэкономика России остается «переоцененной». Экономика большинства отраслей и предприятий продолжает ухудшаться.

Эффект пропагандистской «переоценки» экономики будет оставаться. Сталкиваясь с реальными проблемами предприятий в регионах, соглашусь с оценкой некоторых экспертов в том, что сейчас простаивает до 50% производственных мощностей. Две трети от этой массы бизнесов — или состоявшиеся или потенциальные банкроты. Во многих отраслях с длинными цепочками производства или сложной интеграцией (таких, как машиностроение) каждый день решается вопрос о сохранении уровня технологий в принципе.

Спад внутреннего производства станет новым системным фактором в разгоне инфляции: цена импорта будет постепенно, но неуклонно расти.

Применительно к этому тезису, правительство находится перед лицом еще одной опасности. Оно пребывает в своем собственном информационном пространстве (создаваемом отчасти пропагандистским аппаратом, отчасти деловым истеблишментом) и рискует направлять основные усилия непропорционально масштабу проблем. Остается надеяться, что свою эффективность проявит обширный госаппарат как в лице представительств президента в федеральных округах, так и в лице силовых служб. Должны же в спецслужбах быть специалисты и по экономической безопасности! Единственно, хотелось бы призвать представителей властей избирать не путь давления на бизнес, а путь диалога и улучшения условий. Поверьте, бизнес будет адекватен.

5. Весной предстоит новая стадия удорожания денег.

Разрыв между способностями предприятий производить добавленную стоимость и банковскими ставками не сократится. Поскольку по итогам года большинство заемщиков покажет ухудшение показателей, то поле кредитования сузится еще больше. У предприятий начнутся проблемы со стратегическим выживанием. Инвесторы впадут в ступор — дай бог, если их хватит не только на остановку производства, но и на рациональный пересмотр стратегии. Или повезет с покупателем.

Придется, видимо, правительству искать новые пути направления финансов в экономику — не через госбанки. К примеру, это возможно сделать через региональные бюджеты и субсидирование кредитных ставок предприятиям определенных отраслей или определенного масштаба. Вот он — реальный вызов политике диверсификации. Децентрализация помощи является необходимым условием спасения реального сектора по регионам страны. Либо придется это признавать, либо консервировать разрыв между финансовым и реальным сектором.

Кстати, рынок уже оценил системные риски нашей экономики — они отразились в цене российских кредитных свопов. В частности, спреды CDS на суверенные облигации выросли на 7,7%. Стоит задуматься!

До какого уровня могут подняться ставки на этом рынке? На десятки процентов от уровня конца февраля 2009 года.

6. Стоит ожидать локальной активизации сделок M&A.

Уже сейчас в рынке появляются клиенты, присматривающие дешевеющие активы. Они будут ждать с покупками до мая-июня, а пока спокойно изучать рынки. В некоторых отраслях уже определились те предприятия, которые выживут — их сейчас особенно любят банкиры. У лидеров может появиться желание не только кредитоваться, но и прикупить что-нибудь для себя на заемные деньги. В LBO могут быть направлены и средства из господдержки.

Повышение фоновой активности в секторе слияний-поглощений стоит только приветствовать. Наличие активности в этой зоне — еще одна степень свободы для экономических субъектов и атрибут жизнеспособной экономики.

Если читатель ждет в конце материала конкретных советов, что же делать, то я бы посоветовал:

- Долгосрочным инвесторам — нанять частного управляющего для спекуляций с целью постепенного вывода денег из рынка.
- Спекулянтам — попытаться сыграть на весеннем обострении. Спекулянтам без опыта на срочном рынке — не играть на срочном рынке.
- Никому не входить в ПИФы до конца этого года.
- Предприятиям — изучить возможность осуществления расчетов с контрагентами векселями — для улучшения ликвидности. ◻

Политики не согласны с экономистами

Президент России Дмитрий Медведев заявил в интервью телекомпании Би-Би-Си, что в перспективе на мировом рынке должно использоваться больше резервных валют, а возможно, и единая валюта для расчетов между странами.

«Совершенно очевидно, что нынешняя валютная система не справилась с вызовами. Это хорошо, что мы еще имели некий набор валют: доллар, евро, фунт стерлингов. Но по-хорошему на будущее эта система должна быть основана на мультивалютной корзине, она должна включать в себя и другие региональные резервные валюты. Если мы сможем договориться, то в будущем можно говорить и о создании некоей супервалюты», — сказал Медведев.

Медведев подчеркнул, что участники саммита «большой двадцатки» должны найти адекватные решения проблем, которые ставит глобальный финансовый кризис.

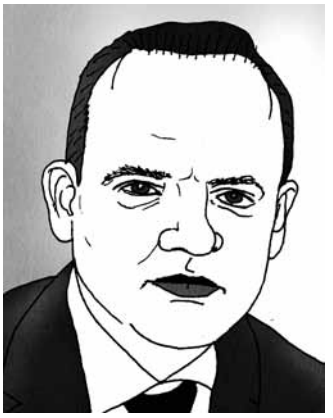
О необходимости введения единой мировой валюты заявляли в последнее время многие крупные политики.

Между тем большинство экспертов-экономистов отмечает, что введение даже региональных единых валют требует соблюдения множества условий (гармонизация законодательств, наличие существенного товарооборота между странами-партнерами, свободная прямая конвертация валют и т.д.), а также упирается в многочисленные препятствия политического характера.

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.



Владимир Рожанковский
старший аналитик «Центринвестгрупп»

Оптимальная ипотека

Банки считают ипотеку высокорисковым продуктом, а население — верной дорогой к жизни «на вулкане»

Россия — страна, где люди относятся к процессу приобретения жилья по старинке. Они не привыкли зарабатывать на решение жилищных проблем. Большинство россиян получало квартиры в наследство от старших поколений или от государства. В развитых странах все обстоит с точностью до наоборот.

Ипотека — фактически единственный полезный для экономики вид кредита.

Ипотеку ныне часто и беспощадно критикуют как источник всяческого зла, внесший значительную лепту в развитие кризиса ипотеки Subprime. К сожалению, в России ипотеку и до кризиса многие недолюбливали, считая ее «кабалой». Но сейчас эта нелюбовь стала поистине всеобъемлющей и всенародной. Банки считают ипотеку высокорисковым продуктом, а население — верной дорогой к жизни «на вулкане». Похоже, рынок, едва родившись, медленно испускает дух, несмотря ни на какие усилия государства по его реанимации.

Между тем, ипотека — фактически единственный полезный для экономики вид кредита. Его исчезновение на фоне отсутствия эффективного государственного механизма по финансированию и распределению жилья грозит ростом социальной напряженности, семейных драм и дальнейшим ухудшением демографической ситуации в России. Ипотека, разумеется, имеет хорошо известные минусы. Для получения ипотечного банковского кредита нужно иметь высокий официальный доход (а в России далеко не все имеют возможность получить справку о своих реальных доходах). Нужно, кроме того, найти продавца, который готов иметь дело с «ипотечным» покупателем (то есть рассчитываться по безналичному расчету и в рублях). Кроме того, безналичный расчет исключает «цепочки» (сложные сделки, в которых участвует много продавцов и покупателей).

Но у ипотеки также много плюсов. Не в последнюю очередь ипотека мотивирует работника на повышение собственной эффективности и карьерный рост, одновременно обеспечивая равномерно высокий спрос на банковский кредитный продукт. Трудно представить себе более неподходящее время для сворачивания коммерческой ипотеки в России — той стране, где люди по старинке привыкли получать жилье лишь по наследству или «в награду» от государства. В то

В этой статье:

Проблемы установления процентных ставок по ипотечным кредитам.

Коэффициент адекватной цены на недвижимость.

Государство как «верховный фискальный гарант».

Расширение функций банков в ипотечной системе.

время как в развитых государствах до кризиса ипотечными кредитами как способом финансирования покупки жилья пользовались от 65 до 85% населения.

С точки зрения банка, ипотечный кредит должен обладать двумя характеристиками — эффективной ипотечной процентной ставкой и сроком выдачи. Если в отношении срока выдачи между заемщиком и банком, как правило, удавалось достичь взаимопонимания, то в отношении процентной ставки до кризиса у заемщиков действовал принцип «неосведомленного благодушия». Клиенту было трудно количественно оценить последствия вступления в долгосрочные кредитные отношения с банком по той или иной процентной ставке. Не столь давно банки кредитовали средний класс в узком диапазоне ставок, обоснованность которого опиралась лишь на сложившуюся на тот момент конъюнктуру рынка, но не учитывала долгосрочных экономических последствий для заемщика (не говоря уже о столь внезапно для всех разразившемся финансовом кризисе, спутавшем все карты и заемщиков, и кредитодателей). Однако теперь эта практика поменялась. То, что ранее воспринималось как норма амортизации кредита — когда банковский процент уплачивался заемщиком в первую очередь, а тело кредита — во вторую, более позднюю стадию — сегодня в США стали квалифицировать как элемент «хищнической кредитной практики» (predatory lending).

Так кем на самом деле является банк для ипотечного заемщика: помощником в решении его жилищных вопросов или бесстрастным институциональным ростовщиком?

Ответ на этот сложный (несмотря на его кажущуюся простоту) вопрос зависит от той роли, которое государство готово взять на себя в обеспечении социальных гарантий ипотеки. На примере хронологии событий последних месяцев в США можно с уверенностью сказать, что государственное монетарное вмешательство в экономику в целом оказалось менее эффективным, чем обеспечение им функций «верховного фискального гаранта».

Этот подход (гарантии важнее монетизации) вполне может быть эффективно применен и в ипотеке.

Прежде всего, АИЖК должно более плотно и конструктивно сотрудничать с коммерческими банками и застройщиками. Россия вошла в ипотечный кризис с наихудшим в мире показателем адекватности цен на недвижимость (см. таблицу):

Коэффициент адекватной цены недвижимости (АЦН) получен простым делением первой колонки чисел на вторую. Он отражает покупательную способность населения при приобретении одного квадратного метра жилья. Очевидно, что в дальнейшем просто стимулировать российский рынок ипотеки невозможно, следует привести коэффициент АЦН в рамки сопоставимые с прочими странами. Накачивание рынка деньгами чревато наступлением российского национального ипотечного кризиса в перспективе нескольких лет.

И уж на сей раз это будет полностью независимый от внешних событий, чисто российский по происхождению кризис!

Государство должно стать не раздатчиком денег, а «верховным фискальным гарантом».

Таким образом, первоочередной задачей государства в этом качестве будет учреждение самостоятельного ведомственного регулятора рынка ипотеки и недвижимости (мы предлагаем условно назвать его «Федеральной службой по ипотеке и рынкам недвижимости» — ФСИРН). Основные задачи ФСИРН — ввести ряд законодательных ограничений и обеспечить равномерное

В США в докризисные годы существовало простое правило максимальных расходов домохозяйств на ипотеку — для динамичного и бесстрессового развития экономики необходимо, чтобы платежи абстрактной семьи по ипотеке находились в диапазоне не более 30–50% от ее совокупных доходов.

Таблица. **Адекватность цен на недвижимость**

Страна	ВВП на душу населения	Средняя по стране цена 1 кв. м городской недвижимости, долларов США	Коэффициент АЦН*
Китай	5943	23	258
Россия	16161	88	184
Бразилия	10298	16	644
США	47025	125	376

Источники — МВФ, Global Property Guide.

развитие рынка недвижимости по всей стране, что в итоге должно повысить коэффициент АЦН и отодвинуть угрозу кризиса.

Вторая функция ФСИРН будет связана уже с необходимостью избегать негативного зарубежного опыта (благо, теперь есть возможность учиться на чужих ошибках).

В США в докризисные годы существовало простое правило максимальных расходов домохозяйств на ипотеку, которое гласило, что для динамичного и бесстрессового развития экономики необходимо, чтобы платежи абстрактной семьи по ипотеке находились в диапазоне не более 30–50% от ее совокупных доходов. Беспощадное пренебрежение этим «принципом золотого сечения», когда в середине первого десятилетия XXI века расходы домохозяйств по ипотеке могли доходить до 80–90% их совокупных доходов, а потребительские нужды удовлетворялись за счет усиленной эмиссии кредитных карт, послужило мощнейшим катализатором кризиса Subprime в США.

На самом деле снижение бремени ипотечных платежей ниже 30–50% в большинстве случаев делает невозможной полную оплату объекта недвижимости одним поколением заемщиков. В то время как его превышение над 30–50% делает невозможными осуществление домохозяйствами нормальных потребительских расходов. Последнее обстоятельство замедляет развитие экономики и товарооборота, ведет к массовому банкротству непродовольственных потребительских отраслей экономики и отсутствию стимула к их развитию.

Очевидно, что второй важнейшей функцией государства как «верховного фискального гаранта» будет внедрение принципов регулирования допустимого уровня ежемесячных ипотечных выплат населением — с тем, чтобы избежать образования системных рисков в экономике.

Банкам будет поручено осуществлять периодический мониторинг ипотечных платежей своих заемщиков с целью вовремя выявлять, кто из них нарушил «принцип золотого сечения». Результаты подобных наблюдений следует передавать во ФСИРН. Одновременно с этим банки будут вынуждены время от времени пересматривать график ежемесячных ипотечных платежей своих заемщиков, автоматически уменьшая их в периоды падения подтвержденных доходов населения и, наоборот, предлагая увеличить в периоды бурного зарплатно-карьерного роста.

Очевидно, что такая перспектива банкам вряд ли понравится, ведь она сулит дополнительную кропотливую работу аккаунт-менеджерам! Кроме того, банк вынужден будет не устанавливать изначально срок кредита и эффективную процентную ставку, как он это делал раньше, а, наоборот, мониторить и «подгонять» эти два параметра под свои benchmarks — с тем, чтобы обеспечить целевую прибыльность кредитным операциям банка в долгосрочной перспективе.

Кроме того, как и прежде, на банках останутся риски невозврата кредита и существенного падения доходов заемщика ввиду потери им трудоспособности. И (опять-таки, как прежде) эти риски должны быть застрахованы коммерческим способом.

Однако, как мы теперь хорошо знаем, цены на недвижимость могут не только расти. Страховать общеэкономические (форс-мажорные) риски не возьмется ни один страховщик. Но выход из положения может быть найден: риски такого типа должны покрываться специальным государственным фондом, управлять которым будет ФСИРН. ◻

Новости ММВБ

Пресс-служба ММВБ сообщает, что проект по организации торгов валютной парой евро/доллар США вступил в завершающую стадию реализации. Утверждены необходимые изменения в правила, договорную базу и тарифы; члены Секции валютного рынка получили соответствующую информацию.

На заключительном этапе планируется завершить доработку программно-технических комплексов ЗАО ММВБ и НКЦ, согласовать с Банком России новую редакцию правил проведения валютных операций на Единой торговой сессии, а также заключить с участниками ЕТС дополнительные соглашения, необходимые для получения доступа к торгам.

Развитие биржевого сегмента российского валютного рынка — хорошее начинание в период нестабильности, царящей сейчас на финансовых рынках. Реализация этого проекта позволит участникам торгов ЕТС совершать операции с инструментами EURUSD_TOD, EURUSD_TOM и заключать сделки своп EURUSD_TODTOM с использованием централизованного клиринга.

Дата начала торгов валютной парой евро/доллар намечена на 13 апреля 2009 года.

* * *

17 марта 2009 года в рамках рабочего визита премьер-министра Монголии Санжийна Баяра в Россию состоялось подписание меморандума о сотрудничестве между Монгольской фондовой биржей и группой ММВБ.

В церемонии приняли участие с российской стороны президент ММВБ Константин Корищенко, вице-президент, член правления ЗАО «ММВБ» Евгений Эллинский и вице-президент ЗАО «ММВБ» Геннадий Марголит. С монгольской стороны — заместитель министра финансов Монголии Тувдэн Очирхуу, генеральный директор Монгольской фондовой биржи Ренцэн Содхуу и другие участники правительственной делегации.

Согласно меморандуму стороны намерены развивать сотрудничество, прежде всего, в таких направлениях, как обмен опытом и информацией в области использования передовых финансовых технологий; сотрудничество в области листинга и торговли государственными облигациями и ценными бумагами компаний двух стран, а также сотрудничество в направлении развития двойного листинга на обеих биржах и регулярный обмен информацией о рынке ценных бумаг и деятельности бирж.

По итогам мероприятия президент ММВБ Константин Корищенко заявил, что для группы ММВБ подписание меморандума с Монгольской фондовой биржей означает начало реализации конкретных совместных проектов на фондовом рынке, прежде всего, по проведению двойного листинга для монгольских эмитентов, а также по углублению сотрудничества в области IT-технологий.

Егор Федоров
Начальник отдела анализа долговых рынков
Банка Москвы

Токсины вон!

Минфин США объявил детали программы по очистке финансовой системы от «токсичных» активов

Программа спасения обсуждается с начала февраля, но оптимизма рынку она пока не добавляла. Однако 23 марта инвесторы встретили план Гейтнера волной покупок. Американские индексы в тот день открылись бурным ростом. Вслед за ними «подтянулись» и основные европейские рынки, и азиатские.

О частно-государственной инвестиционной программе (Public-Private Investment Program).

Словом, рынок впал в эйфорию. По данным Bloomberg, прирост индекса S&P 500 в течение 10 дней стал наивысшим с 1938 года.

Отбросив в сторону детали, можно сказать, что было озвучено главное необходимое условие для прекращения разрушения финансовой системы США.

Опубликованы долгожданные детали Плана финансовой стабильности в части выкупа плохих банковских активов. Первая реакция рынка однозначна — инвесторы поверили в эту программу. Теперь дело осталось за малым — претворить написанное на бумаге в жизнь.

Важно отметить основные детали плана, от осуществления которого во многом будет зависеть судьба глобальных финансовых рынков. (Кстати, некоторые механизмы этой программы вполне могут быть использованы в российских реалиях.)

Детали и цели программы выкупа плохих активов

Официально она называется — частно-государственная инвестиционная программа(Public-Private Investment Program). По сути, это план выкупа плохих активов банков. (Для простоты в дальнейшем будем использовать английскую аббревиатуру PPIP.)

По версии Минфина США, ключевая причина, вследствие которой финансовая система работает против экономики, заключается в наследственных (legacy) активах — ипотечных кредитах или ипотечных ценных бумагах на балансах банков. Именно эти наследственные активы (в более привычном варианте — «токсичные» активы) являются причиной неопределенности изменения балансов финансовых институтов, владеющих ими, ограничивая возможность привлекать капитал или увеличивать кредитование.

В этой статье:

Основные преимущества PPIP.

Принципы PPIP.

Основная цель выкупа плохих активов.

Много ли желающих «возиться» с проблемными активами.

Интересно, что Минфин США заменяет неприятный термин «toxic asset» на более благозвучный — «legacy asset». По факту — это одно и то же.

PPIP осуществляется для очищения балансов банков и других агентов финансовой системы от проблемных активов в целях последующего восстановления кредитования бизнеса и домашних хозяйств, необходимого для подъема экономики.

Используя от 75 млрд до 100 млрд долларов средств, выделенных ранее Конгрессом на программу TARP, Минфин США вместе с ФРС, FDIC (Федеральной корпорацией страхования депозитов) и частным капиталом создадут возможности для выкупа «токсичных» активов на сумму от 500 млрд до 1,0 трлн долларов проблемных активов.

Основным преимуществом этой программы является кооперация усилий частного и государственного секторов в целях снижения бремени проблемных активов банков.

Государство не действует в одиночку и разделяет риски с частным сектором.

Три принципа PPIP

- Максимальная эффективность каждого доллара налогоплательщика;
- Разделение риска с частным сектором, который лишается всех инвестиций в случае негативного сценария;
- Определение цены с помощью рыночного механизма для минимизации риска завышения оценки проблемных активов.

Программа PPIP состоит из различных по технике исполнения частей:

1. Выкуп проблемных кредитов банков (Legacy loans), очистка балансов банков.
2. Выкуп проблемных ценных бумаг, в основе которых лежат ипотечные кредиты (Legacy Securities);

Техника выкупа проблемных кредитов (Legacy loans) и техника выкупа проблемных ценных бумаг (Legacy Securities) различаются, но в целом обе направлены на стимулирование привлечения частного капитала с использованием гарантий правительства США или средств ФРС.

Выкуп проблемных кредитов с балансов банков осуществляется с помощью следующей схемы:

- Банки, финансовые институты (сюда попадает довольно большой спектр организаций) представляют проблемные активы и формируют из них пул под надзором FDIC.
- FDIC устанавливает коэффициент debt-to-equity для каждого такого пула кредитов, но не больше 6:1.
- Каждый пул кредитов продается с дисконтом к номинальной стоимости на аукционе по наивысшей цене заявки.
- Лучшая заявка получает доступ к PPIP для формирования 50% equity части.
- Если цена удовлетворяет продавца плохого актива, частный инвестор финансирует операцию за счет выпуска долга, гарантированного FDIC.
- С момента продажи проблемного актива фонд управляется и контролируется частными менеджерами.

Схема в цифрах

На 100 долларов проблемных активов по номиналу стоимостью 84 доллара на аукционе частный инвестор должен проинвестировать 6 долларов собственных средств, получить 6 долларов от Минфина США и привлечь займы на 72 доллара, гарантированные FDIC (в случае, если отношение заемных средств к капиталу установлено на уровне 6:1).

Выкуп проблемных ценных бумаг (Legacy securities) также предназначен для очистки балансов, но только от уже «токсичных» ипотечных секьюритизаций. Цель прежняя — стимулировать кредитный рынок.

На 100 долларов проблемных активов по номиналу стоимостью 84 доллара на аукционе частный инвестор должен проинвестировать 6 долларов собственных средств, получить 6 долларов от Минфина США и привлечь займы на 72 доллара, гарантированные FDIC.

ФРС и Минфин США намерены расширить список потенциальных видов секъюритизаций в рамках программы TALF. ФРС будет предоставлять финансирование для покупки проблемных секьюритизированых бумаг. В новый список попадают неагентские (выпущенные без гарантии Freddie Mac или Fannie Mae до 2009 г.) ипотечные секьюритизированные активы с первоначальным рейтингом на уровне AAA, обращающиеся коммерческие бумаги (CMBS), либо другие ценные бумаги, обеспеченные активами (ABS) с рейтингом AAA.

В рамках этого выкупа пять отобранных Минфином США управляющих активами получат 100 долларов государственных средств в уставный капитал фонда на каждые 100 долларов средств частных инвесторов. Кроме того, Минфин предоставит 100 долларов в качестве заемного капитала для такого фонда, а также может рассмотреть возможность увеличения объема долга еще на 100 долларов по требованию управляющего. Сформировав фонд, управляющий действует по своему усмотрению, придерживаясь преимущественно стратегии buy-and-hold.

Что может последовать?

Мы полагаем, что предложенная идея управления проблемными активами понравится частному сектору.

Ведь, следуя этой схеме, вы фактически играете в рулетку. При этом заранее известно, что стол намагничен, а казино (в данном случае государство) несет ответственность в случае, если этот стол вдруг намагничен не будет. Правда, и здесь проблема все же остается. Она заключается в том, что сила магнитного поля на процесс движения шарика в рулетке влияет ограниченно. Шарик может, например, выкатиться в совсем неожиданную зону (в данном случае — стоимость проблемных активов может продолжить снижаться).

Стоимость проблемных активов может быть зафиксирована на аукционах.

При этом часть банковской системы действительно сможет очиститься от части таких активов. Но очиститься от всех токсичных активов не получится. Ведь в реальности рецессия затронула все классы активов, и в случае продолжения рецессии даже хорошие активы могут привести к отрицательной переоценке балансов банков.

В первую очередь к продаже будут предложены наиболее рискованные активы. Это может:

- ускорить переоценку банковских балансов;
- оттянуть переоценку менее рискованных активов.

Пока непонятно, кто, кроме ФРС, будет готов инвестировать в долги частных фондов, гарантированные FDIC.

Если больше никто, то ФРС продолжит «раздувать» свой баланс, принимая на себя все риски частного управления фондами плохих активов. Таким образом, степень принятия риска на баланс самой ФРС значительно возрастает.

Основная цель выкупа плохих активов — расчистить балансы банков и заставить их кредитовать экономику. Однако проблема снижения стоимости базовых активов предложенными мерами не решается.

В частности, эти действия не останавливают падение цен на недвижимость. Вместе с усилением негативной динамики на рынке труда это приводит к росту неплатежей и просрочек по другим видам кредитов.

Рост рынков во многом связан с эйфорией от публикации долгожданных деталей программы по выкупу активов.

Однако сама эта программа недостаточна для того, чтобы прекратились другие негативные тенденции, которые распространились во время кризиса (например, резкое ухудшение состояния рынка труда).

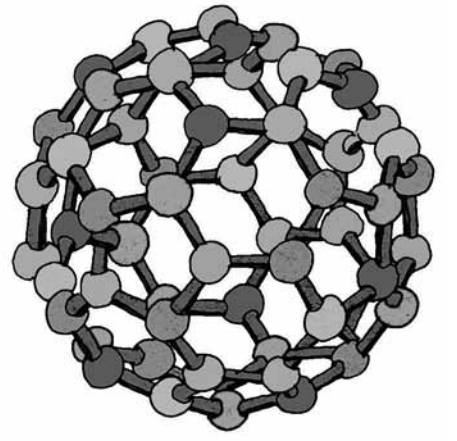
Желание частных фондов участвовать в программе PPIP еще не подкреплено реальными фактами.

Не исключено, что желающих «возиться» с проблемными активами может быть гораздо меньше, чем на то надеются финансовые регуляторы США.

Пока не все признанные финансовые гуру (мы видели мнение только Билла Гросса) высказались по поводу опубликованной программы.

На наш взгляд, достаточно небольшой критики с их стороны, чтобы мнение рынка в отношении новой программы развернулось на 180 градусов. ◻

Основная цель выкупа плохих активов — расчистить балансы банков и заставить их кредитовать экономику. Однако проблема снижения стоимости базовых активов предложенными мерами не решается. Эти действия не останавливают падение цен на недвижимость.



Если шанс для оптимизма?

В Никитском клубе промышленников и предпринимателей прошло два заседания, посвященных экономическому кризису

Заседания клуба, посвященные текущему кризису, вели президент клуба Сергей Капица и председатель экономической секции Олег Вьюгин.

На первом заседании рассматривались главным образом экономические аспекты кризиса. Участниками дискуссии был высказан широкий спектр мнений о его причинах и характере. Во многих выступлениях отмечалось, что проблемы с ипотечными кредитами в США были лишь спусковым механизмом, а причины кризиса находятся гораздо глубже и связаны с моделью экономического роста, начавшегося в 70-х годах прошлого столетия.

Выход из кризиса связан не только и не столько с предпринимаемыми правительствами ведущих стран конкретными мерами, сколько с поиском новой экономической парадигмы.

На втором заседании обсуждались (в развитие предыдущей дискуссии) главным образом неэкономические компоненты мирового кризиса. Были затронуты в основном культурные аспекты состояния мирового сообщества в связи с текущими экономическими процессами. Отмечалось, что глобализация привела к кризису традиционной культуры. Широкое распространение интернета и медийных технологий сформировало огромный витруальный мир как культурного, так и экономического характера.

Никитский клуб публикует стенограммы своих заседаний, а также размещает их на сайте.

В. К.

Инвестиции в компенсации

Обсуждаются параметры и формат создаваемого на финансовом рынке России компенсационного фонда

На российском фондовом рынке создается компенсационный фонд. Параметры и механизмы его работы сейчас обсуждаются и профессиональным сообществом, и регулятором, и общественными организациями.

Для профсообщества создание фонда важно потому, что тесно связано с процессом привлечения на российский фондовый рынок средств населения. В свою очередь, наличие действительного массового класса национальных инвесторов — едва ли не решающий фактор полноценного существования национального рынка ценных бумаг. (Причем сказанное верно в отношении не только российского, а любого, в принципе, рынка). Имейся массовый национальный инвестор в России, и в период кризиса наш рынок, вполне возможно, падал бы не столь драматически — об этом сказано множество раз.

В банковской системе компенсационный фонд (в лице Агентства по страхованию вкладов) присутствует достаточно давно. И кризис дал возможность убедиться в том, что наличие национальной системы страхования вкладов обеспечивает этому виду инструментов дополнительный запас доверия инвесторов. Но компенсация потерь, возникающих вследствие несостоятельности финансовой организации, может быть обеспечена и для людей, инвестирующих на фондовом рынке.

В частности, свои предложения относительно принципов создания компенсационного фонда выдвинула Национальная ассоциация участников фондового рынка. При разработке модели фонда НАУФОР учитывала опыт США, где создана и работает организация, называемая SIPC (Securities Investors Protection Corporation).

Основная цель создания Фонда — покрывать убытки физических лиц, возникшие в результате банкротства брокерских компаний.

Позиция НАУФОР заключается в том, что за счет средств фонда должны компенсироваться убытки только неквалифицированных инвесторов, возникшие в результате неспособности брокера вернуть принадлежавшие клиенту денежные средства и ценные бумаги. Компенсация должна выплачиваться в размере 100% от суммы активов, но составлять не более 600 тысяч рублей.

Источниками формирования фонда предлагается считать страховые взносы брокеров и пени за их неуплату, доходы от инвестирования средств фонда, штрафы, государственные средства, компенсируемые в случае дефицита фонда, а также в качестве первоначального взноса. Срок формирования фонда до желательного размера может составить около пяти лет.

В исследовании НАУФОР «Российский фондовый рынок и создание международного центра» (оно использовалось при подготовке стратегии развития финансового рынка до 2020 года) создание компенсационного фонда для граждан предлагалось в качестве одной из наиболее эффективных мер по привлечению населения на рынок ценных бумаг наряду с налоговым стимулированием, введением института инвестиционного консультанта и реализацией про-

грамм повышения уровня финансовой грамотности населения.

По мнению председателя правления Национальной ассоциации участников фондового рынка Алексея Тимофеева, возможны две модели создания компенсационного фонда. Первая (предпочтительная) заключается в том, чтобы компенсационный фонд первоначально был сформирован за счет государственного взноса. Впоследствии он должен формироваться за счет отчислений профессиональных участников рынка ценных бумаг, оказывающих услуги розничным инвесторам, штрафов и доходов от инвестирования средств фонда и что самое важное этот фонд в случае своего дефицита опирается на государственные гарантии. Преимущества такого подхода — больший размер фонда, высокая прочность и доверие со стороны розничных инвесторов. Администрироваться такой фонд должен государственной компанией, например, в существующих условиях это могло бы быть Агентство по страхованию вкладов.

Вторая модель предусматривает формирование фонда без государственной поддержки самими СРО.

НАУФОР полагает, что компенсационный фонд должен стать одним из элементов системы защиты интересов розничных инвесторов, наряду с риск-ориентированным надзором, управлением рисками на фондовых биржах и регулированием деятельности розничных брокеров и управляющих ценными бумагами.

В ближайших выпусках «Вестника НАУФОР» мы планируем возвращаться к теме создания компенсационного фонда постоянно и освещать ее самым тщательным образом.

Рис. 1. **Компенсационный фонд — модель 1**

Рис. 2. **Компенсационный фонд — модель 2**

Две концепции защиты

ФСФР России, саморегулируемые организации и брокеры обсудили вопрос создания компенсационного механизма на финансовом рынке

19 февраля 2009 года в Институте современного развития состоялась встреча, организованная по инициативе ФСФР России, посвященная вопросу создания компенсационного механизма на финансовом рынке и защите розничных инвесторов.

В ней приняли участие руководитель ФСФР России Владимир Миловидов, заместитель директора департамента корпоративной политики Минэкономразвития Ростислав Кокорев, заместитель директора департамента финансовой политики министерства финансов Андрей Воронцов, руководители саморегулируемых организаций на фондовом рынке, руководители Агентства по страхованию вкладов и Российского союза автостраховщиков, брокеры, представители управляющих компаний.

Председатель Правления НАУФОР Алексей Тимофеев в ходе встречи представил вариант концепции защиты розничных инвесторов, включающий организацию надзора за профессиональными участниками и участниками биржевых торгов, работающих с розничными клиентами, с использованием механизма СРО, а также возможные модели создания компенсационного фонда.

Завершая мероприятие, глава ФСФР России Владимир Миловидов подвел итоги встречи. В частности, было признано целесообразным сформировать систему обязательной компенсации на финансовом рынке на основе смешанного финансирования — средств государства и взносов участников рынка, и на базе только государственной организации — Агентства по страхованию вкладов.

Саморегулируемым организациям поручено представить предложения по минимальным суммам, подлежащим компенсации в сфере их деятельности, и возможным размерам компенсационных взносов.

Также было решено проработать вопрос об обязательном членстве профессиональных участников в СРО, в частности, с точки зрения качественного надзора за участниками рынка.

Рискориентированный надзор — многоэтапное решение, требующее очень серьезного взаимодействия между государственными органами и саморегулируемыми организациями.

Основой этой системы должна являться отчетность профессиональных участников рынка ценных бумаг. Те профессиональные участники, которые оказывают розничные услуги инвесторам, должны быть членами одной из саморегулируемых организаций. Это позволит СРО дополнительно анализировать их отчетность, своевременно выявляя опасность финансовой нестабильности участников.

Институт
Современного
Развития

Институт
Современного
Развития
Институт
Современного
Развития

Саймон Вайн. Глобальный финансовый кризис: Механизмы развития и стратегии выживания. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — 302 с.

К настоящему моменту написано уже много книг, научных работ, статей, посвященных глобальному финансовому кризису. В каждой из них авторы размышляют на тему причин мирового кризиса, ищут виновных, оценивают его последствия и предлагают свои рецепты лечения болезни под названием «финансовый кризис», поразившей финансовые рынки практически всех стран.

Книга Саймона Вайна «Глобальный финансовый кризис: механизмы развития и стратегии выживания» не является исключением, однако она фундаментально отличается от многих своих предшественниц. Отличие заключается в совершенно новом видении автором процессов, проистекавших на мировом финансовом рынке в течение последних двух лет, и в большей степени благодаря тому, что Саймон Вайн, являясь одним из ведущих специалистов в России в сфере финансового консалтинга, инвестиций в ценные бумаги и работы с производными финансовыми инструментами, был все эти годы в эпицентре событий, происходивших на рынке.

Книга очень подробно определяет причины возникновения кризиса, описывает его хронологию, сравнивая его с кризисами прошлого, пытается искать проблемы в теории финансового рынка, а также описывает текущее положение дел на развитых и развивающихся рынках.

Совершенно иное, новое видение автором проблемы заключается в том, что он предлагает свою теорию возникновения и развития кризиса. Новация начинается с названия, которое автор дает всему происходящему: «кризис сохранения богатства», обосновывая его тем, что огромные стабилизационные фонды развивающихся стран, в особенности нефтедобывающих государств и стран Юго-Восточной Азии, будучи источником избыточной ликвидности, начали требовать создания новых инструментов для «безрисковых» инвестиций. Данная потребность стала выражаться в создании секьюритизированных облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами, что казалось вполне надежно и приемлемо, пока финансовые рынки демонстрировали устойчивый рост, и рейтинговые агентства присваивали так называемым «переупакованным» финансовым продуктам наивысшие рейтинги надежности.

Саймон Вайн ставит закономерный вопрос, на который финансовым властям всех развивающихся стран, в том числе и России, придется искать ответ: «Не лучше ли правительствам помогать гражданам своих стран, делая их жизнь более благополучной, чем искать, как лучше разместить накопления на международных рынках?»

Понимание той цены, которую общество заплатит сейчас за совершенные им ошибки, является ещё одним трудным, но совершенно необходимым уроком мирового финансового кризиса.

Наталия Терентьева