Содержание

№9 сентябрь 2009

Разделяй и делай

Екатерина Казаченко, генеральный директор ООО «Барклайс Капитал», рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, что такое сознательный клиент, почему иностранные ценные бумаги пока еще не торгуются на нашем рынке и для чего необходимо улучшение системы риск-менеджмента.

18

КНИЖНАЯ ПОЛКА

Улюкаев А. В. Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы

60

ТЕМА НОМЕРА: ВСЕ-ТАКИ О КРИЗИСЕ

7

Пока вагон не отцепили

Президент Центра стратегических разработок Михаил Дмитриев рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как Россия усваивает уроки кризиса и почему мир в своем экономическом развитии движется быстрее, чем мы.

26

Чемпионат продолжается

Для инвестиционной компании кризис оказался благом – она укрепила прежние позиции и совершила прорыв по другим направлениям.

28

Ампутация? Терапия?

В России восстанавливается докризисная модель экономики и спекулятивная модель финансового рынка.

31

Дисбалансы остаются

Наиболее жесткого сценария глобального кризиса, возможно, удастся избежать. Но для устранения причин сделано мало.

32

Жизнь после кредитов

Профессор Высшей школы экономики Александр Абрамов рассказывает «Вестнику НАУФОР» о том, почему игры, в которых все участники получают значительную выгоду, не могут длиться вечно.

34

Длительно, системно

Алексей Ведев, директор Центра стратегических исследований Банка Москвы, рассказывает журналу «Вестник НАУФОР» о специфике российского финансового кризиса и об опасностях форсированного потребления.

36

После пожара

В целом российская экономика, похоже, начинает выходить из пике. Нормализована ситуация на денежном рынке: ставки на межбанковском рынке вернулись на нормальные уровни, проблем с ликвидностью нет. Однако тушение пожара всегда занимает гораздо меньше времени, чем восстановление.

38

Без права пересдачи

Комитет по финансовым рынкам и денежному обращению Совета Федерации провел в июле заседание «круглого стола» на тему «Состояние российского фондового рынка в условиях финансового кризиса: первые уроки». В мероприятии принимали участие парламентарии, чиновники и финансисты. Итогом их работы стали рекомендации по изменению ситуации.

42

Пузыри и бонусы

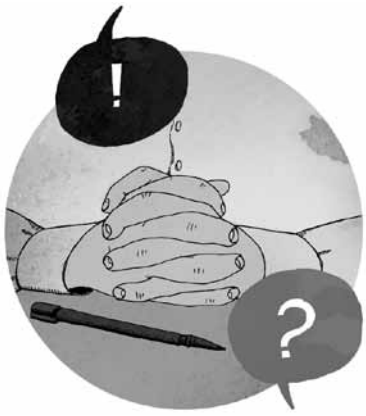
Глобальный экономический кризис глазами западных экспертов: причины, его вызвавшие, и последствия для финансовой системы.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

44

В целом неплохо

Фондовый рынок России в августе смог выбраться в лидеры роста среди стран БРИК, в то время как основные конкуренты чувствовали себя хуже. Восстанавливался интерес к сектору ОФЗ.



ПРОФСООБЩЕСТВО

НАУФОР консультирует

На вопросы профессиональных участников отвечают специалисты Правового управления НАУФОР.

4

52

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

Лекарство от болезней роста?

В России появилась стандартная договорная документация для рынка деривативов.

И все-таки о кризисе

Если бы в этом сентябре к нам прилетела комиссия, предположим, с планеты Марс и стала готовить дайджест российской прессы, то для начала ей пришлось бы понять, почему в сентябре все наши СМИ общего назначения (о финансовой прессе нечего и говорить) печатали и показывали, будто сговорившись, одни лишь сюжеты о кризисе.

Но поскольку местные ведь не с Луны свалились, то им данный факт особо объяснять не приходится.

Для многих из нас 15 сентября — этот тот самый день, когда обанкротился банк Lehman Brothers. Индекс Dow Jones в тот день, как известно, уменьшился на 504,48 пункта, S&P 500 упал на 59,00 пункта, NASDAQ — на 81,36 пункта.

А что творилось на наших торговых площадках, лучше не вспоминать вовсе. Хотя и забыть мрачные шуточки о временном приоткрытии российских бирж до сих пор получается не у всех.

Мудрено ли, что спустя год кризис остается глобальным хедлайнером месяца? Регуляторы, ученые, эксперты определяют его природу и делают прогнозы. Предаемся этим занятиям и мы (в меру скромных сил).

В мире до кризиса многие люди верили, что капитализм способен воплотить в жизнь марксистскую концепцию коммунизма — «от каждого по способности, каждому — по потребности».

Но, возможно, девиз «от каждого по способности, каждому — в меру затраченного труда» в мире после кризиса может оказаться более жизнеспособным.

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
Рубен Аганбегян, председатель правления группы компаний «Ренессанс Управление Инвестициями»
Дмитрий Ананьев, глава Комитета по финансовым рынкам и денежному обращению Совета Федерации
Вадим Беляев, генеральный директор финансовой корпорации «Открытие»
Сергей Васильев, заместитель председателя Внешэкономбанка
Алексей Ведев, директор Центра стратегических исследований Банка Москвы
Анатолий Гавриленко, председатель наблюдательного совета группы компаний «АЛОР»
Владимир Евстигнеев, д.э.н., зав. кафедрой ГУ-ВШЭ, зав. сектором ИМЭМО РАН
Ольга Кудинова, заместитель председателя правления НАУФОР
Юрий Минцев, президент ИК «Брокеркредитсервис»
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
Александр Трегуб, советник председателя правления НАУФОР
Борис Черкасский, вице-президент ДКК
Александр Щеглов, генеральный директор ИК «Церих Кэпитал Менеджмент»
Олег Ячник, генеральный директор инвестиционной фирмы «Олма», председатель Совета директоров НАУФОР

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.

Новости НАУФОР

Заслон для «черного нала»
Национальная ассоциация участников фондового рынка подписала соглашение с Международным учебно-методическим центром финансового мониторинга (МУМЦФМ) о сотрудничестве в области формирования системы обучения и подготовки кадров для организаций, осуществляющих операции с денежными средствами в целях противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма (ПОД/ФТ).

Соглашение нацелено на разработку и реализацию программ целевого инструктажа, а также создание централизованного учета лиц, прошедших обучение.

В рамках сотрудничества стороны будут разрабатывать учебно-методическую базу для обучения кадров, проводить аналитическую работу в области ПОД/ФТ, организовывать обучающие мероприятия, тематические семинары, конференции.

Подписание соглашения позволит НАУФОР проводить целевой инструктаж не только для профессиональных участников фондового рынка, но также для других организаций, осуществляющих операции с денежными средствами и иным имуществом (аудиторов, страховых компаний и др.).

В соответствии с приказом ФСФМ России инструктаж является обязательным для определенного перечня сотрудников некредитных организаций. НАУФОР начала проводить подобные семинары для профессиональных участников фондового рынка в апреле 2009 года. За пять месяцев было проведено семь семинаров в Москве и один в Екатеринбурге, в них приняли участие 136 человек. Все слушатели семинаров НАУФОР получают свидетельство установленного образца о прохождении соответствующего инструктажа.

Мгновенные советы
На сайте Национальной ассоциации участников фондового рынка начал работать новый сервис — консультации онлайн. В этом разделе представители компаний — членов НАУФОР могут теперь задавать вопросы специалистам ассоциации по любым аспектам работы профессионального участника рынка ценных бумаг. Вскоре после того, как вопрос задан, он появится на сайте. Для удобства поиска все заданные вопросы распределены по темам. Срок публикации ответа может составлять до пяти рабочих дней.

Раздел «Консультации» доступен только для членов НАУФОР.

За консультациями следует обращаться по адресу: http://naufor.ru/tree.asp?n=7605

Еще раз о снижении требований к собственным средствам
Совет директоров Национальной ассоциации участников фондового рынка на заседании 8 сентября 2009 года выразил несогласие с инициированным ФСФР России ужесточением требований к собственным средствам профессиональных участников и принял решение продолжить консультации с регулятором по данному вопросу.

По мнению НАУФОР, решение об увеличении требований к капиталу профессиональных участников противоречит одобренной Правительством РФ Стратегии развития финансового рынка, повышает издержки операций, подавляет конкуренцию и исключает существование и развитие малого и среднего бизнеса на российском финансовом рынке.

Ранее НАУФОР направляла в ФСФР России письмо, в котором выражала обеспокоенность возможным принятием приказа ФСФР России «Об утверждении изменений, которые вносятся в нормативы достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов» и предлагала рассмотреть вопрос о снижении требований. Согласно приказу, минимальные требования к капиталу брокеров в течение двух лет увеличиваются с 10 до 50 млн рублей, для брокеров, совмещающих деятельность с депозитарной — с 40 до 80 млн рублей.

«Развитие российского финансового рынка, особенно с учетом размеров территории России, должно предполагать создание большой группы посредников, конкурирующих между собой, в результате чего при привлечении средств населения на российский фондовый рынок поддерживаются низкие издержки и высокий уровень качества услуг», говорилось в письме.

В письме также отмечалось, что «инициатива ФСФР России усугубляет последствия экономического кризиса для российских финансовых организаций и не соответствует подходам, которых придерживаются в других странах». ◻

НАУФОР консультирует

На вопросы профессиональных участников отвечают специалисты Правового управления 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 о деятельности по управлению ценными бумагами, о правилах представления информации в систему ведения реестра и другие.

Консультации специалистов НАУФОР см. в №№ 1, 3, 5, 7-8, 2009

Что понимается под «другими срочными договорами» в пункте 2.4 Порядка осуществления деятельности по управлению ценными бумагами?

Пунктом 1.1 Положения о порядке оказания услуг, способствующих заключению срочных договоров (контрактов), а также особенностях осуществления клиринга срочных договоров (контрактов), утвержденного приказом ФСФР России от 24 августа 2006 года № 06-95/пз-н, установлено, что под срочной сделкой/срочным договором (контрактом) понимается сделка, исполнение обязательств по которой зависит от изменения цен на ценные бумаги, от изменения значений индексов, рассчитываемых на основании совокупности цен на ценные бумаги (фондовых индексов), в том числе сделок, предусматривающих исключительно обязанность сторон уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен на ценные бумаги или от изменения значений фондовых индексов.

В соответствии с пунктом 2.4 Порядка осуществления деятельности по управлению ценными бумагами, утвержденного приказом ФСФР России от 3 апреля 2007 года № 07-37/пз-н (далее — Порядок осуществления деятельности по управлению ценными бумагами), в процессе доверительного управления ценными бумагами управляющий вправе заключать на фондовых биржах срочные договоры, базовым активом которых являются фондовые индексы, ценные бумаги или другие срочные договоры. В процессе доверительного управления ценными бумагами управляющий также вправе заключать внебиржевые срочные договоры.

Таким образом, по нашему мнению, из пункта 2.4 Порядка осуществления деятельности по управлению ценными бумагами следует, что другие

срочные договоры могут быть только базовым активом срочных договоров, предусмотренных указанным пунктом.

Вправе ли номинальный держатель представить держателю реестра информацию о владельцах ценных бумаг за вознаграждение?

В соответствии с пунктом 1 статьи 8 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон) владельцы и номинальные держатели ценных бумаг обязаны соблюдать правила представления информации в систему ведения реестра.

Согласно пункту 2 статьи 8 Закона для осуществления владельцами прав, закрепленных ценными бумагами, держатель реестра имеет право требовать от номинального держателя ценных бумаг представления списка владельцев ценных бумаг по состоянию на определенную дату. Номинальный держатель ценных бумаг обязан составить требуемый список и направить его держателю реестра в течение семи дней после получения требования. В случае, если требуемый список необходим для составления реестра, то номинальный держатель ценных бумаг не получает за составление этого списка вознаграждения.

Дополнительные основания для обязательного представления номинальным держателем информации о владельцах ценных бумаг регистратору могут быть предусмотрены нормативными правовыми актами Российской Федерации.

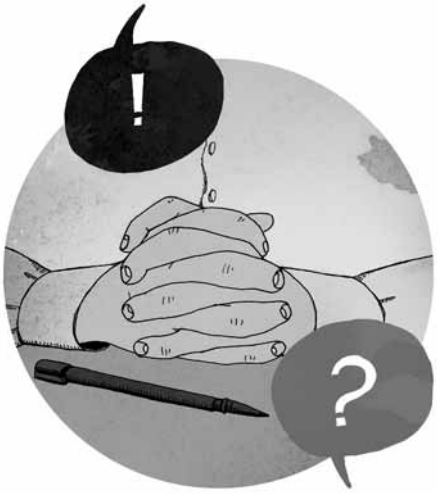
Полагаем, что номинальный держатель вправе представить держателю реестра информацию о владельцах ценных бумаг и в других случаях, в том числе за вознаграждение.

Может ли профессиональный участник рынка ценных бумаг, имеющий лицензию на осуществление брокерской деятельности, совершать сделки с иностранными ценными бумагами/финансовыми инструментами за счет и в интересах клиентов через иностранного брокера?

В соответствии с пунктом 1 статьи 3 Закона брокерской деятельностью признается деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом.

Согласно абзацу 1 пункта 2 «Положения о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг», утвержденного приказом ФСФР России от 23 октября 2007 года № 07-105/пз-н (далее — Положение), профессиональные участники рынка ценных бумаг при осуществлении профессиональной деятельности и проведении операций с иностранными ценными бумагами должны соблюдать требования к профессиональной деятельности и проведению операций с ценными бумагами, установленные федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации. В частности, профессиональные участники, осуществляющие брокерскую деятельность, обязаны соблюдать требования о раздельном хранении и (или) учете денежных средств и (или) ценных бумаг брокера и клиента.

В соответствии с подпунктом «в» пункта 3 Положения профессиональные участники рынка ценных бумаг, осу-



ществляющие брокерскую деятельность, вправе совершать гражданско-правовые сделки по приобретению иностранных финансовых инструментов, которые в соответствии с Положением не квалифицированы в качестве ценных бумаг, только за счет клиентов, являющихся квалифицированными инвесторами. При этом такие профессиональные участники обязаны ежеквартально, начиная с 1 июля 2008 года, в срок не позднее 45 дней с даты окончания отчетного квартала представлять в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг сведения о совокупном количестве и размере в денежном выражении сделок по приобретению таких иностранных финансовых инструментов, совершенных в отчетном квартале.

Подпунктом «д» пункта 3 Положения также установлено, что профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие брокерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами, обязаны осуществлять ведение внутреннего учета сделок и операций с иностранными финансовыми инструментами в порядке, установленном для ведения внутреннего учета сделок, включая срочные сделки, и операций с ценными бумагами. ◻

Михаил Дмитриев
президент Центра стратегических разработок

Пока вагон не отцепили

Кризис обозначил, что сырьевая и энергетическая ориентация экономики России уже не гарантирует будущего страны

Президент Центра стратегических разработок Михаил Дмитриев рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как Россия усваивает уроки кризиса и почему мир в своем экономическом развитии движется быстрее, чем мы.

— Михаил Эгонович, какие основные проблемы российской экономики выявил нынешний кризис? Справляется ли страна с выполнением «уроков кризиса»?

— Россию принято сравнивать с другими странами БРИК, и это достаточно корректное сравнение. Больших стран, находящихся примерно на той же стадии экономического развития, что Россия, в мире не так много.

Оказалось, что среди стран БРИК Россия пострадала от кризиса в наибольшей степени. Несмотря на разговоры о защищенности российской экономики, которую должны были обеспечить значительные золотовалютные и бюджетные накопления, а также высокая сбалансированность государственных финансов. Темпы падения производства у нас оказались более глубокими, а восстановительный рост начался позднее и находится на очень низком уровне. И, что особенно неприятно, финансовые риски ведения бизнеса, выражающиеся в волатильности индикаторов финансовых рынков, у нас в несколько раз выше, чем в других странах БРИК. Это означает, что международный бизнес сейчас оценивает масштаб дополнительных экономических угроз в нашей стране гораздо выше, чем аналогичные угрозы Бразилии, Индии и Китая.

При всем том, что до кризиса российские позиции в рейтингах, оценивающих риски, были в принципе не хуже, а по некоторым показателям даже лучше, чем у других стран БРИК.

Таким образом, кризис для России послужил некоторым водоразделом.

Он обозначил, что сырьевая и энергетическая ориентация экономики страны (которая преобладала в предыдущие десять лет) уже не является достаточным условием стабильного развития в будущем. Даже если страна будет поддерживать высокий уровень бюджетной стабильности и значительные валютные резервы.

По уровню валютных резервов в процентах к денежной массе мы сейчас по-прежнему ли-

дируем в регионе. Но тем не менее мировые рынки оценивают перспективы развития российской экономики негативно.

В недавнем прошлом, мы знаем, одной лишь бюджетной стабильности в сочетании с высокими ценами на нефть было достаточно для высокой оценки инвестиционной привлекательности страны. Кризис показал, что этот период закончен. И если Россия не примет дополнительных мер по улучшению ситуации в национальной экономике, мы вряд ли сможем получить ту долю международных инвестиций, которые нам необходимы для поддержания высоких темпов роста.

Нам сейчас надо привлекать как минимум 4-5 % ВВП в год в виде иностранных инвестиций. Либо в виде ПИИ, либо в виде кредитов и портфельных инвестиций. Но реально Россия вряд ли сможет претендовать на эту долю в условиях сжавшихся мировых рынков.

Таким образом, кризис поставил перед страной очень непростой вызов. Мы должны либо кардинально измениться в лучшую сторону, либо (после кризиса) будем иметь сравнительно низкие темпы роста и отставать от стран-конкурентов по темпам экономического развития.

России по-прежнему не хватает внутренних сбережений для решения всех тех задач инфраструктурного и производственного развития, которые стоят перед ней. Критическим по-прежнему является доступ к мировым финансовым рынкам. А этот доступ — при нынешних уровнях нашей инвестиционной привлекательности — скорее всего, будет недостаточным.

— Существует миф о том, что российское население до сих пор располагает значительными неучтенными денежными сбережениями (так называемые «матрацные деньги»). Привлечение этих ресурсов в отечественную финансовую систему не могло бы хоть отчасти изменить ситуацию с инвестициями?

— Проблема нашего внутреннего рынка сбережений состоит не только в том, что доля организованных сбережений долгосрочных инвесторов (например, в

В недавнем прошлом, мы знаем, одной лишь бюджетной стабильности в сочетании с высокими ценами на нефть было достаточно для высокой оценки инвестиционной привлекательности страны. Кризис показал, что этот период закончен.

виде паевых инвестиционных фондов, пенсионных фондов) или сбережений населения в виде банковских депозитов недостаточна. Проблема еще и в том, что значительная часть российских сбережений носит краткосрочный характер. Кризис еще более усугубил эту ситуацию. Люди не имеют долгосрочного горизонта планирования, они не верят в стабильность и предсказуемость ситуации на многие годы вперед. Поэтому надолго доверять значительную часть своих сбережений финансовому посреднику никто не хочет. Средний срок депозитов в отечественных банках составляет немногим более года. В результате кризиса, насколько можно судить, он сократился еще больше.

Основные российские заемщики — энергетика, металлургия, многие отрасли машиностроения — имеют потребность в реализации долгих и очень дорогих проектов. Базировать финансирование этих проектов на краткосрочных финансовых ресурсах невозможно. В этом состоит одна из причин того, что крупные российские корпорации были вынуждены последние годы прибегать к масштабным заимствованиям из-за рубежа.

Доля российских банков, скажем, в синдицированных кредитах, которые получали наши корпорации, до кризиса составляла всего 5%. И это говорит о том, что даже если население понесет в банки все свои деньги, то их будет недостаточно для решения всех существующих структурных проблем нашего финансового сектора. И это не даст российским предприятиям тех финансовых ресурсов, в которых они нуждаются. Отечественным компаниям нужны не просто деньги, а длинные деньги в особо крупных объемах, которые наш фрагментированный финансовый сектор пока давать не способен.

Отсюда сохраняется актуальность доступа России на внешние финансовые рынки. Без этого успешное развитие страны невозможно.

— **Как же все-таки привлечь деньги? И на какие цели их следует направить в первую очередь?**

— Судя по всему, главная проблема, которая сейчас начнет отталкивать инвесторов от российской экономики, состоит в том, что после кризиса значение благоприятного конкурентного климата для ведения бизнеса существенно возросло.

Повторяю, просто факта, что у страны есть сырьевые ресурсы, обеспечивающие экспортную выручку, для бизнеса теперь недостаточно. Все смотрят, насколько благоприятна среда для ведения бизнеса, какие существуют административные барьеры, насколько защищены права собственности, насколько эффективно работает система создания и ликвидации предприятий, насколько независима и объективна судебная система. По этим показателям Россия не сильно движется вперед.

Согласно последней оценке конкурентоспособности Всемирного экономического форума, Россия — единственная из стран БРИК — провалилась в рейтинге почти на десять позиций. Причем мы проседаем именно по показателям, которые характеризуют состояние конкурентной среды, качество государственного управления и защиту прав собственности. Здесь наше государство демонстрирует неспособность добиться серьезных улучшений.

До кризиса институциональные реформы в этой сфере не были приоритетом, ими откровенно пренебрегали.

В условиях столь серьезного отставания по качеству рыночных институтов государство едва ли сможет быстро провести такие сложные преобразования. Потенциал государства в сфере экономической политики по-прежнему невысок.

— **Как же отвечать на этот вызов?**

— Мы должны понять, что у нас возникла серьезная проблема.

Сохранение статус-кво равнозначно сохранению низких темпов роста на неопределенную перспективу и, стало быть, отставанию России даже от тех стран, которые она сейчас превосходит по уровню развития.

Нынешнее положение сродни наркотическому опьянению, потому что доходы от нефти все-таки идут. Правительство празднует победу над кризисом, поскольку цены на нефть и металлы поднялись до уровня 1997 года. Это расценивается как выдающееся достижение в борьбе с кризисом, хотя само по себе не является заслугой властей. Но такой оптимизм как раз и характерен для состояния наркотической иллюзии. Деньги поступают независимо от прилагаемых услилий, и можно считать, что все хорошо, что мы куда-то движемся. Однако остальной мир движется гораздо быстрее, поэтому мы рискуем оказаться в хвосте поезда. А потом наш вагон могут и совсем отцепить и отогнать в тупик. Общество должно осознать, что страна столкнулась с большой системной проблемой, которая требует активного сотрудничества всех слоев.

Речь идет об изменении статус-кво в плане существующих правил игры. Грубо говоря, сейчас многое зависит от того, кто именно распределяет энергосырьевую ренту. От этого зависят, в том числе, и условия ведения бизнеса для тех предприятий, которые не очень близки к сырьевым секторам, но способны предлагать рынку привлекательные продукты по привлекательным ценам.

Любые изменения в сфере распределения ренты обязательно нарушают чьи-то интересы. Скажем, если в автомобилестроении мы получим конкурентных производителей, представленных иностранными инвесторами, а АвтоВАЗ лишится госу-

Ясно, что если история с государственным субсидированием неконкурентоспособных предприятий будет многократно повторяться в отраслях, где у нас низкая производительность и низкая конкурентоспособность, то состояние наркотической зависимости всей экономики от сырьевых рынков станет хроническим.

дарственных субсидий, то его придется закрывать. Существует могущественное лобби, которое стремится предотвратить такое развитие событий. Ясно, что если история с государственным субсидированием неконкурентоспособных предприятий будет многократно повторяться и в других отраслях, где у нас низкая производительность и низкая конкурентоспособность, то состояние наркотической зависимости всей экономики от сырьевых рынков станет хроническим.

Мы откладываем проведение важных преобразований, которые мешают стране развиваться, потому что они задевают интересы отдельных групп. Эти интересы защищены сговором бизнеса и власти, созданием барьеров, которые не позволяют эффективным бизнесам расширять свою долю на рынке.

Без осознания неизбежности изменений, без создания широкой политической поддержки реформам вряд ли что-то можно сделать. Слишком уж глубоко проросли повсюду отношения распределения ренты и ограничения конкуренции.

В любом случае, первый шаг должен состоять не в разработке реформ, а в откровенном обсуждении проблем и достижении такой ситуации, когда значительная часть общества поймет, что мы зашли в тупик.

И что при поиске выхода из этого тупика простых и легких решений не будет. Все прочее бесполезно, потому что надо слишком многое менять в сложившихся правилах игры.

При такой масштабной, всепроникающей коррупции, например, невозможно обойтись без применения серьезных мер в органах государственного управления. Сейчас подавляющее большинство властных структур является участниками коррупционной деятельности. А операции на самих себе проводить невозможно.

По крайней мере, для этого необходимо осознание масштаба опасности, которая в нынешней ситуации грозит всему обществу.

Вот только одна из тех проблем, с которыми мы сейчас будем иметь дело.

— Честно сказать, мне не кажется, что наше общество готово выслушать честную оценку ситуации.

— Если общество (повторюсь) не будет к этому готово, то мы будем накапливать предпосылки для последующих кризисов, которые уже не совпадут с мировыми.

В нашей ситуации следующий кризис наступит в России (как в отдельно взятой стране) просто потому, что мы потеряем остатки конкурентоспособности по сравнению с другими странами нашего уровня развития. Если в обществе не возникнет предпосылок для упреждающей реакции на существующие проблемы, которые накапливаются, то мы получим ситуацию брежневского застоя или, если угодно, николаевской России середины позапрошлого века. Выход из нее будет болезненным и неминуемо будет сопровождаться социальными потрясениями.

— Потрясения могут привести к нарушению территориальной целостности страны?

— Разговор о территориальной целостности — отдельная сторона вопроса.

Частью нерешенных проблем долгосрочного развития России является ситуация в Сибири и на Дальнем Востоке, где власти пока мало что делают для того, чтобы добиться интеграции этих регионов в быстро развивающуюся экономику Азиатско-Тихоокеанского региона. А без интеграции развитие там невозможно.

Сибирь и Дальний Восток пока выглядят как экономическая пустыня на фоне соседних Китая, Кореи, Японии. Если ситуация останется прежней, то удержать контроль над этими территориями будет все более проблематично.

Таким образом, часть проблем, которые нам надо решить, напрямую связана с сохранением территориальной целостности. Существующая модель развития Сибири и Дальнего Востока таковую целостность отнюдь не гарантирует. Однако выбор иной модели — вопрос очень непростой.

Центр стратегических разработок в последнее время участвовал в разработке стратегии развития названных регионов. Некоторые из подготовленных документов уже находятся на рассмотрении в правительстве. Так что мы, как участники этой работы, на собственном опыте убедились, насколько трудным оказывается поиск по-настоящему эффективных решений, которые могут дать выход из сложившейся ситуации.

В то же время значимость этой проблемы невозможно переоценить.

Сибирь дает больше половины российского экспорта. Значительная часть прироста нашего ВВП базируется именно на том, что мы вывозим сырье из Сибири и продаем всему остальному миру. Неспособность страны успешно развивать эти территории создает огромные риски для российской экономики в целом. Решить проблему простым способом невозможно, потому что существующая модель ведет к изоляции этих регионов от мировой экономики. Прежде всего, она не позволяет им воспользоваться плодами быстрого роста в странах Азиатско-Тихоокеанского региона.

Россия пока не смогла пойти по пути Австралии, которая успешно встроилась в быстрое развитие стран Азии, получила выгоды от этого развития и добилась

устойчивого экономического роста и диверсификации экономики, используя свои ресурсы.

— У нас есть шанс куда-то встроиться?

— В Западной Европе мы имеем продолжающийся кризис во многих отраслях обрабатывающей промышленности. Их дальнейшее развитие в самой Европе становится не очень выгодным, потому что производители этих стран не всегда конкурентоспособны из-за высокой стоимости рабочей силы и других издержек. В течение 90-х и текущего десятилетия многие производства перемещались в Центральную и Восточную Европу. Но, как показал нынешний кризис, возможности этого региона уже близки к насыщению.

Центральная и Восточная Европа уже пострадали от высокого уровня кредитной зависимости от развитых европейских стран, от слишком большого кредитного плеча. Названные причины породили серьезные финансово-бюджетные последствия. Дальнейшее перемещение среднетехнологичных производств в страны только этого региона уже не является решением для Западной Европы.

Именно поэтому западноевропейские инвесторы с интересом смотрят на Россию, где, в принципе, при улучшении институциональных условий ведения бизнеса можно выпускать ту же продукцию с приемлемым уровнем издержек. Именно поэтому Россия оказывается привлекательной для инвесторов из развитых стран далеко не только из-за богатых природных ресурсов. Это представляет уникальную возможность для европейской части России. Если мы создадим здесь конкурентную среду для ведения бизнеса, снизим административные издержки и риски утраты собственности, то действительно сможем пойти по пути Центральной и Восточной Европы 90-х годов.

То есть сможем постепенно наращивать экспортный потенциал в Европу и другие страны для средне-

технологичных отраслей промышленности. Это возможно в тех отраслях, где у России есть преимущества, связанные с близостью к рынкам сырья и рынкам сбыта, либо преимущества, связанные с тем, что соотношение уровня квалификации и зарплаты нашей рабочей силы может быть лучше, чем в том же Китае, который будет конкурировать с нами на некоторых рынках.

— Можем ли мы прогнозировать структуру спроса на труд различной квалификации на отечественном рынке труда?

— Такие прогнозы Центр стратегических разработок совместно с компанией «Strategy partners» делал накануне кризиса. Конечно, в этот прогноз не был заложен собственно кризисный сценарий. Но в остальном актуальность такого рода оценок сохраняется и сегодня.

Речь идет о сценарии диверсификации российской экономики в сторону отраслей обрабатывающей промышленности (с повышением их экспортного потенциала). Это для нас очень важно в плане ухода от сырьевой зависимости. В рамках этой работы мы и наши партнеры провели оценку перспективной отраслевой структуры по всем федеральным округам с учетом перспектив повышения технологического уровня и производительности труда в этих отраслях до уровня стран, более развитых, чем Россия сегодня. На этой основе был оценен спрос, который эти отрасли будут предъявлять на труд разной квалификации.

Оказалось, что в большинстве федеральных округов через 10–15 лет наиболее острый дефицит возникнет в одной специфической категории персонала — квалифицированные рабочие и средний технический персонал. Это работники, которые наиболее востребованы в промышленных секторах экономики и строительстве. Одновременно будет наблюдаться избыток неквалифицированной рабочей силы, которая, в частности, представлена рабочими-мигрантами. Во многих федеральных округах будет заметен также избыток рабочей силы с высшим образованием.

Выводы из нашего исследования таковы.

В России намечается острый дефицит компетентных кадров, которые необходимы для появления конкурентоспособных экспортно-ориентированных сегментов обрабатывающей промышленности.

С другой стороны, российская система высшего образования оказалась заточена на обучение менеджеров для отраслей услуг. Компетенции сравнительно простые, качество образования невысокое, но достаточное для того, чтобы получившие его люди смогли найти работу в постиндустриальных секторах экономики.

Это тоже неплохо, потому что доля сектора услуг в экономике России будет возрастать. По-прежнему существует огромный потенциал роста у таких секторов, как торговля, финансовый секторы и различного рода бизнес-услуги. Соответственно, в них имеется большой потенциал роста занятости.

Компетенции, приобретаемые в российской системе образования, более или менее достаточны для работы в этих сегментах.

— Как можно справиться с дефицитом кадров среднего звена для промышленности?

— Этот дефицит будет очень трудно восполнить за счет внутренней российской рабочей силы. Потому что он возникает на фоне демографической ямы. В ближайшем десятилетии численность трудоспособного российского населения будет ежегодно снижаться. Суммарно снижение превысит цифру 12 миллионов человек. Кроме того, большая часть стремительно сокращающегося числа выпускников российских школ будет, скорее всего, поступать в вузы. Многие из них в дальнейшем пойдут работать в сектора услуг постиндустриальной экономики, где будет создаваться высокая добавленная стоимость. Поэтому, для того чтобы развивать промышленность, придется опираться не только на внутренние трудовые ресурсы, но и на привлечение мигрантов извне. Однако проблема состоит в том, что на сегодня в России не налажена система подготовки и повышения квалификации трудовых мигрантов, которая имела бы систематический характер и отражала реальные потребности российских работодателей. Из-за этого в строительной отрасли таджикский рабочий сегодня производит в пять раз меньше, чем рабочий в Америке. Эти рабочие не имеют достаточной квалификации и не владеют современными технологиями.

Одна из задач — создать эффективную систему обучения и повышения квалификации рабочих-мигрантов до уровня, который превращает их в квалифицированных рабочих, знакомых с современными технологиями.

Это то, что сейчас в массовых масштабах делает Китай. России есть чему у него поучиться. Возможно, имеет смысл даже импортировать услуги китайской системы профессионального образования для обучения, в том числе, трудовых мигрантов.

На сегодня китайские ПТУ — одни из лучших в мире. Они обладают огромной пропускной способностью и обучают

В большинстве федеральных округов через 10–15 лет наиболее острый дефицит возникнет в одной специфической категории персонала — квалифицированные рабочие и средний технический персонал. Это работники, которые наиболее востребованы в промышленных секторах экономики и строительстве.

людей современным промышленным технологиям.

Воспользоваться этими возможностями для обучения трудовых мигрантов — в российских интересах. Иначе наша промышленность не получит достаточных ресурсов для диверсификации.

Новые инвесторы просто захлебнутся от нехватки рабочей силы, это вынудит их принимать решение об инвестировании не в российскую экономику, а в ту же китайскую, индийскую и бразильскую. Туда, где меньше ограничений на рынке труда.

Тем более что, скажем, в Индии проблем демографического характера не возникнет вплоть до середины этого столетия. В Китае они начнутся уже в следующем десятилетии, но и там они не так серьезны, как у нас.

Кстати, в этом состоит возможность использования потенциала китайской системы образования. Сейчас там накапливается избыточный потенциал, который обеспечивает процесс быстрого перетока населения из сельской местности в города. Этот процесс вскоре начнет затухать, и появятся свободные учебные мощности, которые Китай будет заинтересован использовать более эффективно.

— Вы сказали, что наш финансовый сектор фрагментарен. А дальше упомянули о том, что он имеет потенциал развития. Нельзя ли пояснить и то, и другое замечание?

— У нашего финансового сектора действительно есть потенциал развития как внутри страны, так и за ее пределами.

Потенциал внутри страны состоит в том, что норма накопления в российской экономике традиционно очень высока. Россия сберегала до 40% ВВП. Но из-за неопределенности отношений собственности и слабого развития внутреннего финансового посредничества значительная часть этих денег уходила за рубеж в виде экспортированного капитала, переваривалась финансовыми рынками и потом час-

Снижение инфляции является долгосрочным приоритетом. И, естественно, мы и в будущем должны обеспечить ответственную, предсказуемую бюджетную политику. России крайне опасно было бы отказаться от сбалансированного бюджета, который в предыдущие годы был одним из ключевых конкурентных преимуществ страны.

тично возвращалась в Россию в виде инвестиций из-за рубежа. Но инвестиций, уже иначе структурированных по рискам, по продолжительности, по объемам, то есть таких, которые внутри страны в любом случае не могли бы возникнуть.

В принципе, это свидетельствует о том, что для дальнейшего развития финансового сектора в России имеется солидная внутренняя база.

Наша экономика способна генерировать крупные сбережения. Проблема финансового сектора в том, что до недавнего времени он был не в состоянии эти сбережения использовать и конвертировать в инвестиции, востребованные внутри страны.

Проблемы, которые необходимо решить для того, чтобы финансовый сектор мог использовать эту ресурсную базу, состоят, во-первых, в повышении долгосрочной макроэкономической устойчивости, а также в ведении предсказуемой экономической политики. Это может быть затруднительно при тех высоких уровнях инфляции, которые сохраняются в стране. Для того чтобы финансовый сектор креп и наращивал внутреннюю ресурсную базу, надо, чтобы деньги могли даваться на длительные сроки. В условиях высокой инфляции это невозможно.

В любом случае, высокая инфляция резко сужает горизонт инвестирования и не позволяет эффективно использовать ресурсы внутри страны. Инвесторам нужны длинные деньги.

Снижение инфляции является долгосрочным приоритетом. И, естественно, мы и в будущем должны обеспечить ответственную, предсказуемую бюджетную политику. России крайне опасно было бы отказаться от сбалансированного бюджета, который в предыдущие годы был одним из ключевых конкурентных преимуществ страны.

Если мы перейдем к практике формирования бюджетов с большим дефицитом, это существенно осложнит возможности развития финансового сектора страны и приведет к вытеснению государством частного сектора на финансовых рынках.

В частности, такие риски возникают в связи с последними решениями по пенсионной системе, из-за которых дефицит Пенсионного фонда увеличивается до 4-5% ВВП. Если проблема дополнительных источников финансирования пенсионной системы на долгосрочную перспективу не будет решена, то вряд ли возникнут условия для стабильного развития финансового сектора.

Этому будет мешать постоянная угроза банкротства пенсионной системы, которая приведет к дестабилизации всей финансовой системы страны.

Еще одна проблема, которую надо решить, — гарантии прав собственности. И вообще повышения эффективности всей системы государственного регулирования, в том числе в финансовом секторе.

Слабость государственных регуляторов, высокий уровень коррупции, незащищенность прав собственности для кредиторов и инвесторов – все это является факторами риска, прежде всего для финансового сектора. Пока эти факторы действуют как тормоз развития финансового сектора.

Симптоматичны в этом плане недавние инициативы по изменению закона о банкротстве, которые позволяют заемщикам, прибегая к упрощенной процедуре финансового оздоровления, не платить по долгам в течение пяти лет без риска потери собственности. Подобные новации повышают риски невозврата банковских кредитов и могут стать тормозом развития кредитных рынков после кризиса. Кстати, согласно Глобальному индексу конкурентосопосбности Всемирного экономического форума Россия по индексу состояния финансовых рынков за последние два года опустилась в мировом рейтинге на десять позиций и вошла в двадцатку стран с наихудшими показателями.

— А что можно сказать о возможностях за пределами страны?

— Второе направление развития, перспективное для развития финансового сектора, — это экспансия на пространство бывшего СССР.

Дело в том, что еще до кризиса российский финансовый сектор существенно увеличил свою роль в финансировании экономического роста в Закавказье и в Центральной Азии. Российские инвестиции оказались одним из ключевых факторов экономического роста этих стран за последние годы. Россия по-прежнему является крупнейшим торговым партнером этих стран. И это создает хорошие предпосылки для превращения российской валюты в региональную валюту, а российского финансового рынка — в региональный финансовый рынок, где происходят сделки по приобретению активов на всем пространстве бывшего Советского Союза и который является источником инвестиций для стран этого региона.

Но здесь опять-таки очень важно иметь благоприятную институциональную среду, четкие гарантии защиты прав собственности, прав инвесторов, благоприятный налоговый режим и стабильность российской валюты.

При инфляции в 10% ни о какой стабильности валютного курса гово-

рить не приходится. Снижение инфляции до уровня 3–4% в год — ключевое условие реализации каких-либо амбиций международного плана для российского рубля.

А у нас не было ни одного года, когда инфляция упала бы ниже 10%.

— Казахстан, где инфляция сейчас существенно ниже российской, активно обсуждает планы создания региональной валюты и в этом качестве видит отнюдь не рубль, как известно.

— Казахстан вряд ли может претендовать на роль регионального финансового центра в силу малых масштабов своей экономики и того, что в этой стране пока трудно обеспечить устойчивые гарантии собственности.

Если в России будут реализованы те условия, о которых я говорил, то есть макроэкономическая стабильность, низкая инфляция, и будет обеспечен высокий уровень защиты собственности, то превращение российского рубля в региональную валюту — это, скорее, вопрос времени.

Я бы не стал сильно хвалить российскую банковскую систему, у нее масса проблем. Но выбор будет делаться в пользу той страны, где больше эффект масштаба, больше концентрация ресурсов и которая имеет больше экономического и финансового влияния на другие страны.

— В чем состоят уроки кризиса для глобальной экономики? В частности, что можно сказать относительно реформы архитектуры мировых финансов?

— Проблемы, с которыми еще предстоит столкнуться мировому финансовому сектору, – вопрос по-прежнему до конца не ясный.

Начнем с того, что даже в условиях оживления экономического роста мировая экономика, скорее всего, вынуждена будет в ближайшие несколько лет развиваться в условиях явного недостатка предложения на кредитных рынках. Примерно такая же ситуация имела место во время Великой депрес-

Если мы возьмем США, то после глубоких рецессий кредитная активность там восстанавливалась с запозданием по отношению к оживлению экономического роста. Как правило, восстановление объемов кредитования довольно сильно запаздывало, а объемы кредитов реальному сектору снижались в конце рецессии и начале подъема.

сии, и связано это было примерно с теми же причинами.

Оживление финансовых рынков сейчас по-прежнему стимулируется государством, это по-прежнему рост низкого качества, и частные инвесторы еще не очень продемонстрировали свою готовность к инвестированию в этих обстоятельствах. Более того, даже если мы возьмем США, то после глубоких рецессий кредитная активность там восстанавливалась с запозданием по отношению к оживлению экономического роста. Как правило, восстановление объемов кредитования довольно сильно запаздывало, а объемы кредитов реальному сектору снижались в конце рецессии и начале подъема.

Так что надо быть готовыми к тому, что первый период восстановительного роста пройдет в условиях ограниченного доступа к финансовым ресурсам.

Это значит, например, что Россия будет вынуждена вести острую конкурентную борьбу за международные инвестиции с другими странами. Иллюстрацией того, с чем мы столкнемся, является июльская ситуация на нашем финансовом рынке. Как только ЦБ ослабил для российских банков ограничения по зарубежным кредитным операциям, то объем кредитов, выданных российскими банками зарубежным заемщикам, вырос на 20%. При всем том, что внутри страны происходило кредитное сжатие — и кредитов населению, и кредитов предприятиям.

Это показывает, что даже внутренние российские инвесторы не верят в перспективы российской экономики и предпочитают инвестировать за рубежом.

В ситуации обострившейся конкуренции за международные капиталы Россия занимает невыигрышную позицию. По ряду признаков финансовые рынки оценивают риски вложений в Россию намного выше, чем в большинство других стран с развивающимися финансовыми рынками. Это говорит о том, что нам предстоят не самые лучшие времена. Мы можем столкнуться и со значительным объемом оттока капитала, и с недостаточными возможностями привлечения капитала внутри страны и за рубежом для реализации важных инвестиционных проектов.

Инвесторы предпочтут, повторюсь, другие страны.

Для мировой финансовой архитектуры возникает еще одна проблема — дефицит идей. Никто достоверно не знает, как смягчить в будущем появление новых финансовых пузырей на новых сегментах финансовых рынков.

Проблема в том, что финансовые рынки очень динамичны и сильно зависят от финансовых инноваций. Регуляторам важно соблюдать баланс между обеспечением надежности, смягчением рисков и созданием благоприятных условий для создания новых финансовых продуктов, которые отражают потребности растущей мировой экономики.

Пока регуляторы ограничиваются набором весьма мягких и консервативных идей, которые сфокусированы на двух направлениях.

Первое — снизить процикличность регулирующих норм. Например, не требовать от банков увеличения капитала в период, когда кризис уже наступил. Идея состоит в том, чтобы предъявлять завышенные требования к нормативам достаточности капитала в условиях перегрева и экономического подъема. И наоборот, смягчать эти нормативы в условиях кризиса. Это будет способствовать смягчению кредитного сжатия и улучшению предпосылок для кредитования нефинансового сектора.

Второе — обратить особое внимание на продукты и институты, которые создают системные риски в экономике. Например, разного рода производные финансовые инструменты, которые могут создавать длинную цепочку дефолтов. Или крупные банковские холдинги и страховые компании, которые создают целые сети взаимных обязательств, и банкротство которых может парализовать целые области финансовых отношений. Пример Lehman Brothers и AIG показал, насколько важно минимизировать риски таких организаций. Видимо, в дальнейшем на них будет обращено особое внимание.

Ну, и наконец, возникает вопрос о том, как институционально обеспечить возможности работы для международных регуляторов. Сейчас этот вопрос не решен даже на рынке Евросоюза.

Как решить эти вопросы в глобальном масштабе — проблема еще более сложная. И вряд ли она в ближайшее время будет решена. Но дискуссия на эту тему уже началась. ◻

Профессор за штурвалом

В кризис и компаниям, и экономике в целом требуются антикризисные управленцы. Но не факт, что таковым не может стать бывший кабинетный ученый

Профессор Бернанке, автор учебников по макро- и микроэкономике и ряда работ по исследованию Великой депрессии, возглавил ФРС в 2006 году. Когда в августе 2007 года финансовый кризис набирал обороты, известный американский телекомментатор Джим Крамер сказал: «Бернанке — академический ученый, а сейчас не время академиков».

Теперь же, предлагая назначить Бена Бернанке на пост председателя ФРС уже на второй (!) срок, президент США Барак Обама отметил, что, будучи экспертом по причинам возникновения Великой депрессии, Бен Бернанке сыграл важную роль в предотвращении развития кризиса по модели 1930-х годов. Президент объяснил свое решение тем, что мудрость, спокойствие и решительность, проявленные г-ном Бернанке, помогли удержать финансовую систему страны на краю пропасти в разгар кризиса и предотвратить свободное падение экономики.

Но Бен Бернанке подвергается также и критике за свою деятельность на посту руководителя ФРС. Некоторые считают, что на начальном этапе кризиса он действовал недостаточно решительно.

В связи с годовщиной банкротства Lehman Brothers можно вспомнить еще одно обстоятельство: руководство банка предупреждало том, что крах LB вызовет масштабное разрушение благосостояния. Предупреждение не было принято во внимание тогдашним министром финансов США Генри Полсоном, главой ФРС Беном Бернанке и президентом Федерального резервного банка Нью-Йорка Тимоти Гайтнером (ныне министр финансов США).

После публичного цитирования идеи Милтона Фридмена о том, что для борьбы с дефляцией можно разбрасывать деньги с вертолета, Бернанке получил прозвище «вертолетный Бен».

Ряд республиканцев (однопартийцев главы ФРС) критикует «вертолетного Бена» за слишком большие государственные расходы. Они указывают на то, что ФРС ввела новые программы кредитования и одобрила скупку в больших объемах долговых обязательств правительства и ипотечных бумаг.

Несмотря на критику, авторитет Бернанке высок, и утверждение его на нынешнем посту сенатом не подвергается сомнениям. На Уолл-стрит и в Вашингтоне его номинирование на второй срок встречено с одобрением.

Журнал «The Economist» отмечает, что перед главой ФРС стоит, с одной стороны, сложная задача повышения учетных ставок (по краткосрочным обязательствам учетная ставка равна нулю) с тем, чтобы предотвратить инфляцию. С другой стороны, неосторожное и несвоевременное повышение учетных ставок может привести к новому падению американской экономики, только начавшей выходить из кризиса.

Кроме того, перед Бернанке стоит сложная политическая задача сохранить у ФРС все необходимые инструменты воздействия на финансовую сферу в связи с реформированием системы финансовых регуляторов США.

(Использованы материалы «The Economist», New York Times, сайтов «Голоса Америки» и ФРС.)

Владимир Кузнецов

Екатерина Казаченко
генеральный директор, ООО «Барклайс Капитал»

Разделяй и делай

Не просто прийти самим, но и открыть для своих клиентов российский рынок как интересную возможность для инвестиций

Екатерина Казаченко, генеральный директор ООО «Барклайс Капитал», рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, что такое сознательный клиент, почему иностранные ценные бумаги пока еще не торгуются на нашем рынке и для чего необходимо улучшение системы риск-менеджмента.

— Катерина, почему выход «Барклайс Капитал» на российский рынок произошел в кризис?

— «Барклайс» принял решение о выходе на российский рынок еще до начала кризиса, так что это скорее совпадение, чем что-то еще.

Но вот тот факт, что кризис не изменил планы «Барклайс Капитал» по выходу на российский рынок, показывает достаточно серьезное отношение компании к своим планам и поступкам, а также отношение к российскому рынку как к стратегически интересному для «Барклайс». Кризис неизбежно накладывает отпечаток на способы и сроки реализации решений, но отношение «Барклайс» к России как очень серьезному, важному и перспективному рынку сохранилось.

Наша главная цель — не просто прийти самим, предоставлять российским клиентам услуги, отвечающие самым высоким мировым стандартам, но и открыть для своих клиентов российский рынок как интересную возможность для инвестиций, привести деньги этих клиентов в Россию.

Требования бизнеса к скорости запуска проекта в кризисное время не так остры.

В такой момент компания более чем когда бы то ни было стремится контролировать расходы. Поэтому сроки запуска немножко увеличились. Ведь реализация любой цели определяется соотношением времени и ресурсов. Если используются большие человеческие и финансовые ресурсы, сокращается время реализации проекта. И наоборот. В этом есть и плюсы, и минусы.

Кризис — ситуация, к которой пришлось подстраиваться для того, чтобы был достигнут тот результат, который планировался. А целью нашей было построить инфраструктуру с учетом и российских требований и традиций, и мировых стандартов.

Фондовый рынок наиболее чувствителен ко всему, что происходит в экономике, это некий индикатор и взлетов, и падений. Кризис бьет по фондовому рынку очень больно, но зато и взлет его в благополучные времена очень заметен.

— На каком этапе построения бизнеса вы сейчас находитесь?

— Наша цель — построение полноценного российского подразделения инвестиционного банка, отвечающего самым высоким мировым стандартам:

Сознательный клиент правильно понимает свои перспективы, ответственно подходит к принятию решений, понимает последствия своих действий и имеет четкий план своего развития. России очень не хватает инвесторов, делающих сознательные и продуманные инвестиции.

обслуживания клиентов, контроля рисков, высокой ответственности за каждую сделку и каждый проект. Соответствие высоким мировым стандартам — принципиальная позиция «Барклайс Капитал», и благодаря этому даже в кризис банк чувствует себя неплохо.

Моя основная как менеджера задача — создать условия для построения качественного бизнеса с использованием как лучших мировых стандартов, так и стандартов, сложившихся на российском рынке, в полном соответствии с российским законодательством и российской рыночной практикой — непроста, но достаточно занимательна. Далеко не все мировые стандарты хорошо имплементируются в российскую действительность, равно как и российские нормы и традиции не всегда идеально согласуются с нормами, по которым работает материнская компания.

Наш подход таков: выбирая между российскими стандартами и западными, мы ставим себе задачу соответствовать наиболее строгому. И тем самым гарантируем наибольшую защиту нашим клиентам и контрагентам.

Это огромная работа. Но любая, самая грандиозная, задача может быть разделена на цепь соподчиненных, более мелких задачек, своего рода кусочков. И каждый из них по отдельности, если он правильно «размечен», уже не представляет собой ничего сложного или необычного. Просто надо правильно выстраивать последовательность этих частных, мелких решений. Чтобы каждое последующее не разрушало предыдущее, а, напротив, надстраивало уже созданное.

— Какова, с вашей точки зрения, специфика российского рынка, в чем состоят существенные для вас особенности его инфраструктуры?

— Инвестиционный банк «Барклайс Капитал» предоставляет клиентам достаточно широкий спектр возможностей. Мы даем доступ к различным финансовым рынкам — фондовому, валютному, деривативному, денежному. Мы строим традиционный брокерский бизнес, предоставляем услуги на рынке капиталов. Мы делаем сложные проекты (в области проектного финансирования, инвестбанкинга, синдицированных кредитов), создаем сложные финансовые продукты, предназначенные для узкого круга профессиональных инвесторов. По сути, это не разовые сделки, а целый комплекс подходов и решений, который помогает клиенту решить конкретную задачу.

Мы стремимся точно понимать, что именно требуется нашим клиентам.

Во-первых, есть общие вопросы, которые возникают у любого участника рынка независимо от его национальной «прописки».

Во-вторых, есть вопросы более частного порядка, связанные с тем, что среди наших клиентов есть и российские клиенты, и иностранные клиенты, и международные корпорации.

Мы ориентируемся на серьезных, сознательных клиентов — на серьезных игроков, реализующих в том числе сложные проекты, такие, которые не всякой компании по силам.

— Что такое «сознательный» клиент?

— Это клиент, который правильно понимает свои перспективы, ответственно подходит к принятию решений, понимает последствия своих действий и имеет четкий план своего развития.

России очень не хватает инвесторов, делающих сознательные и продуманные инвестиции. Серьезная проблема нашего рынка — крупный отток капитала.

Кризис, который мы переживаем, имеет не российское происхождение, он мировой. Но из-за массового оттока капитала очень серьезно пострадала именно Россия.

Не все эти движения ресурсов определяются серьезным анализом ситуации со стороны инвесторов: они бывают подвержены и простой панике. Сознательный инвестор массовым настроениям не поддается. Он руководствуется собственными принципами и стратегиями.

— Откуда же взять таких инвесторов?

— Ответственные, серьезные и профессиональные люди есть на любом рынке. Соответственно, есть и серьезные инвесторы. Наша задача состоит в том, чтобы их доля на российском рынке росла. Чтобы появлялись российские компании, сознательно инвестирующие в российский рынок, имеющие стратегию работы на этом рынке. Хотелось бы, чтобы Россия получила в итоге целый класс стратегических инвесторов.

Кроме того, в мире уже существует целый класс стратегических инвесторов, и было бы хорошо, если бы их деньги, в конце концов, тоже оказались на российском рынке. Причем не опосредованно, через торги на Лондонской бирже, а напрямую. Только значительное количество, целый класс сознательных инвесторов создает стабильность рынка.

Но он не возникает моментально, он должен созреть. И, похоже, в России сейчас этот класс начинает формироваться. Это серьезная задача и большое достижение и для регулятора, и саморегулируемых организаций.

Российские эмитенты интересны для инвесторов, поэтому обидно, если ценная бумага обращается только за рубежом, но не в России. Чтобы менять ситуацию, наш рынок должен предоставлять определенные гарантии своей прозрачности, невозможности злоупотреблений или, по крайней мере, защиты от них. Это с точки зрения регуляторных рисков. С другой стороны, рынок должен давать определенный уровень защиты от экономических рисков, адекватное

соотношение риска и доходности. И, наконец, рынок должен быть удобным для работы, он должен функционировать по четким и понятным (и желательно — привычным) правилам, иметь хорошую инфраструктуру, в достаточной мере надежную и опять же — понятную для иностранных инвесторов.

Эти задачи, кстати, уже начинают выполняться.

Имею в виду и закон об инсайде, и те меры, которые регулятор принимает в рамках своей ежедневной деятельности по определению правил для рынка.

Это также и дополнительные инициативы по доступу иностранных бумаг. И дополнительные усилия регулятора в сфере модернизации внутреннего регулирования, например, в рамках депозитарной деятельности, биржевой деятельности. Это и развитие наших бирж, модернизация расчетных палат и клиринговых центров. Вообще отрадно, что регулятор открыт для профучастников и постоянно находится в диалоге с ними.

Все это вместе создает обнадеживающую тенденцию.

Да, мы находимся еще в начале трудного пути, но преодолеть его можно, и уже сейчас видны способы решения стоящих перед рынком задач.

— Какой формат выхода на организованный рынок вы выбираете?

— В той части, где мы будем работать для своих клиентов, выбирать будут клиенты. Наша задача — дать возможность работать на каждой из двух основных российских бирж. Поэтому сейчас мы находимся в процессе подключения и к ММВБ, и к РТС, осуществляем весь комплекс технических мероприятий параллельно для каждой из них. Будем вместе с каждым клиентом выбирать лучшую площадку для реализации каждого конкретного запроса.

Понятно, что биржи конкурируют. Но они разные, каждая из них решает свои задачи.

По поводу возможного объединения скажу, что любое решение о слиянии бирж (или отказе от слияния) должно быть продиктовано самим рынком, его естественным экономическим разви-

тием. Мы заинтересованы в том, чтобы рынок развивался, и те биржи, которые на рынке существуют, работали хорошо.

Фондовый рынок — это увеличительное стекло, он усиливает все экономические тенденции. А экономика работает по определенным законам. Поэтому вопрос количества бирж должен предопределяться естественным экономическим развитием.

Лично мне комфортно работать и с той, и с другой биржей. И, как правило, самые удачные проекты реализуются при участии обеих бирж.

— Почему иностранные ценные бумаги пока еще не торгуются на нашем рынке?

— Трудно ожидать, что ценные бумаги появятся на наших торговых площадках сразу после выхода соответствующего нормативного акта.

Закон — это хорошая возможность, но для того, чтобы ее реализовать, надо решить ряд технических вопросов. Кроме того, мне кажется, что иностранные ценные бумаги имеет смысл рассматривать в связке с иностранным инвестором. Сами по себе бумаги никуда не перетекают: с ними начинают совершать сделки инвесторы. И как ни парадоксально, но большое количество сделок с иностранными ценными бумагами совершают именно иностранные инвесторы. Соответственно, им должно быть хорошо и комфортно в России. Поэтому нормально, что процесс выхода на чужой рынок происходит не за секунду.

Наша задача — на базе уже имеющегося нормативного акта решать вопросы технического характера. Регулятор этим тоже сейчас занимается очень серьезно, что вызывает веру в успех предприятия.

Второй момент: наряду с привлечением иностранных ценных бумаг надо делать сам российский рынок более привлекательным для инвесторов, в том числе иностранных.

Сейчас у многих работающих на нашем рынке так называемых иност-

ранных инвесторов имеются более чем очевидные российские корни.

Но ведь хотелось бы здесь видеть и «по-настоящему» иностранных инвесторов.

Это вопрос, который, будучи решен, даст существенный импульс развитию рынка. Пока в этом направлении сделано недостаточно.

Для привлечения иностранных инвесторов очень важен имидж рынка. А он создается тяжело и долго, это дело не одного дня. (НАУФОР, кстати, многое делает для создания положительного имиджа российского рынка.)

Следующий вопрос — это технический доступ.

Что должна сделать иностранная компания, чтобы прийти на российский рынок?

Не будем забывать, что российское законодательство сильно отличается от европейского — и не в лучшую или в худшую сторону, просто оно другое. Кроме того, иностранцы еще и кириллицей плохо пользуются. И в результате всего этого у иностранного инвестора с самого начала возникает огромное число маленьких технических проблем.

Давайте для примера возьмем постановку на налоговый учет. Руководителю иностранной компании надо лично пойти в российскую налоговую инспекцию с целью регистрации и открытия счета. То есть ему придется заполнять какие-то незнакомые формы на русском языке! В то время как руководитель крупной компании и в своей-то налоговой инспекции не всегда хорошо и детально понимает, что делать.

Может быть, имеет смысл привлекать российские брокерские компании к оказанию помощи подобного рода. Пока делать это не позволяет закон, и, к сожалению, это не предмет регулирования фондового рынка, а налоговая часть нашего законодательства.

Дальше надо будет получать соответствующий налоговый режим!

Российское законодательство сильно отличается от европейского — и не в лучшую или в худшую сторону, просто оно другое. Кроме того, иностранцы еще и кириллицей плохо пользуются. И в результате всего этого у иностранного инвестора с самого начала возникает огромное число маленьких технических проблем.

Зачастую тот пакет документов, который в данном случае требуется в России, отличается от «западного» пакета. К счастью, здесь может помочь российский брокер, просто увеличится нагрузка на его сотрудников. Однако выполнение всех этих действий тоже требует времени и сил.

На развитых западных рынках проблем такого рода не существует. Потенциально один и тот же инструмент может торговаться и в Москве, и в Лондоне. Но в Лондоне инвестор хорошо знает, что делать. Он нажал на одну кнопку — и торговля уже началась.

В России, прежде чем выйти на торговую площадку, надо преодолеть не один барьер. Если мы хотим привлечь иностранного инвестора, то подобные технические моменты необходимо упрощать. Мы должны создавать техническую возможность совершать простые технические действия — зарегистрироваться, открыть счет и так далее.

Но будем считать, что бег с препятствиями благополучно завершен. Дальше компания начинает совершать операции на фондовом рынке. На этом этапе качественный инвестор должен понять те риски, которые берет на себя.

Это, во-первых, риски на российских брокеров. Встает вопрос их капитализации. Но далеко не всегда вопрос рисков снимается только при достаточной капитализации. Встает еще вопрос гарантий, внутренних документов, страхования, надлежащей инфраструктуры (у данного конкретного брокера), возможности этого брокера пройти процедуру KYC (know your customer) у иностранного контрагента. Каждому российскому брокеру приходится доказывать клиенту, что он надежен, прозрачен, полностью соответствует нормативам, финансово и организационно состоятелен.

Дальше возникает вопрос о качестве инфраструктуры рынка. Клиент-иностранец должен понять, что наши биржи, наши расчетные палаты, клиринговые центры и расчетные депозитарии достойны его доверия. Это вопрос не только капитализации, но также надлежащих процедур, наличия надлежащего комплекта документов, определенных гарантий. Да и наконец, просто вопрос репутации и имиджа.

Здесь нужны общие усилия по созданию у наших потенциальных иностранных клиентов понимания того, что инфраструктурные организации российского фондового рынка действительно являются надежными.

А дальше перед инвестором встает вопрос надежности биржевых сделок, и эта проблема решена в России лишь частично. Ведь глобально она решается всего двумя способами. Первый — когда биржа признает себя центральным контрагентом. Второй — когда биржа создает механизм, гарантирующий исполнение сделок. И механизм преддепонирования не всегда является самым лучшим. Да, он стопроцентно гарантирует исполнение сделки, но отвлекает очень большие финансовые ресурсы. Кроме того, он создает дополнительную и очень сложную для иностранца проблему — взять на себя валютный риск. И здесь тоже есть о чем подумать.

С точки зрения требований «антиотмывочных» процедур иностранному контрагенту опять-таки очень важно понимать, с кем он торгует на бирже. Когда биржа не является ССР (центральным

контрагентом), она должна давать определенные гарантии и по контрагентам.

А дальше встает вопрос об организации документооборота с российским брокером. Может быть, мне не повезло, но я ни разу еще не видела действительно иностранного контрагента, который в состоянии с первого раза понять документацию, присылаемую ему российским брокером. Особенно брокерский отчет. Не очень хорошо понимают иностранцы также процедуру подписания всех этих документов на бумажном носителе. Они привыкли к работе через СВИФТ, через электронную почту, к тому, что переговоры через «Рейтерс» или «Блумберг» не оспариваются. Они не понимают, почему на каждом подтверждении должны проверять наличие подписи председателя правления, главного бухгалтера, а также печать!

Я не ратую за то, чтобы все это немедленно поменять. Но, возможно, надо вводить какие-то альтернативные способы. Выявить все те технические — именно технические — сложности, с которыми на каждом этапе встречается иностранный инвестор. Стратегию определяют первые лица, но воплощают ее исполнители.

И когда возникают сложности у исполнителей, они начинают с недоверием относиться к российскому рынку в целом, начинают думать, что он работает непонятно, а раз непонятно — то и ненадежно. Надо создать такие условия, чтобы иностранному инвестору в России все стало понятно!

Или дать возможность российским брокерам, которые понимают местные правила игры, помогать иностранным коллегам.

— Похоже, второй путь более реален?

— Да, конечно. Ведь российский брокер выполняет функции налогового агента и решает часть вопросов налогообложения. Он также мог бы быть агентом в рамках процедуры регистрации счетов. Или открытия счета. Возможно,

нужен более простой для иностранцев порядок ввода денег, может быть, надо начать говорить о мультивалютных счетах у российского брокера. Может, надо предоставить больше соответствующих прав российским депозитариям и брокерам? Может, есть смысл поменять законодательство о депозитарной деятельности таким образом, чтобы иностранцы не боялись перейти от своего глобального кастодиана к нашему расчетному депозитарию?

— То есть идея в том, чтобы создать агента, который может сопровождать иностранного клиента на российском рынке. А кто может быть движителем этого процесса?

— Я уже сказала, что любой глобальный проект делится на маленькие участки.

В принципе, было бы неплохо, если в рамках реализации большой программы превращения России в финансовый центр можно было поручить (либо регулятору, либо саморегулируемым организациям) составить реестр необходимых чисто технических работ. Если мы хотим, чтобы программа не только обсуждалась, но и реализовалась практически, надо спускаться с трибун уровнем ниже, к конкретным исполнителям, совершающим конкретные шаги. Исполнители работают с иностранными клиентами каждый день и знают, по каким именно причинам те отказываются от выхода на российский рынок. Иностранцам очень интересен прямой, не через посредников, доступ на наш рынок. Но иностранный инвестор оставляет попытки прямого выхода в значительной степени именно из-за технических моментов, которые связаны с комплаенсом, риск-менеджментом, переводом денег, процедурой преддепонирования и так далее.

Иностранцев доводит до колик наша стандартная банковская карточка образцов подписей. Они не понимают, что это и зачем нужно.

Может быть, имеет смысл подходить ко всему этому более гибко?

Надо спуститься на один-два уровня вниз от текста концепции создания МФЦ, просмотреть все технические процедуры и понять, каким образом они могут быть упрощены. Возможно, какие-то полномочия этого рода должен получить наш регулятор? Можно также на базе НАУФОР создать рабочую группу, которая будет заниматься устранением технических трудностей.

Надо спуститься на один-два уровня вниз от текста концепции создания МФЦ, просмотреть все технические процедуры и понять, каким образом они могут быть упрощены. Возможно, какие-то полномочия этого рода должен получить наш регулятор? Можно также на базе НАУФОР создать рабочую группу, которая будет заниматься устранением технических трудностей. Только устранять эти закавыки надо по одной — и адресно. Все проблемы сразу не решаются.

Должен быть создан соответствующий механизм. Пусть это не вызовет моментального наплыва инвесторов, но хотя бы один заслон при выходе на наш рынок будет снят.

Это мелкая ежедневная работа, которая не на трибуне делается. Но практика работы показывает, что ежедневный кропотливый труд может приносить грандиозные результаты.

— В кризис выявилось несовершенство систем управления рисками российских брокеров. Как это можно исправить?

— При управлении риском (если мы говорим о риске как экономической категории) действуют одни и те же экономические принципы, единые для всех юрисдикций, риски есть всегда и у всех, только не всем удается правильно рисками управлять.

Одни компании пренебрегают управлением рисками, другие не имеют правильных технологий. С пренебрежением надо серьезно бороться, возможно, на регулятивном уровне.

Но на российском рынке гораздо больше вреда причинило недостаточное умение.

Говорить об улучшении системы риск-менеджмента необходимо.

Наше понимание вопроса изменилось, мы понимаем, что риск-менеджмент обязательно должен существовать, НАУФОР разрабатывает соответствующие стандарты. Было бы неплохо, если в рамках анализа последствий кризиса более интенсивно обсуждался вопрос открытости компаний. Тут я полностью согласна с Вадимом Беляевым *(интервью с В. Беляевым см.: Смена лиги. — Вестник НАУФОР. 2009. № 6)*. Компаниям было бы полезно получить возможность узнать друг друга и, может быть в частности, анализировать опыт друг друга в сфере риск-менеджмента.

Опыт «Барклайс Капитал» свидетельствует о том, что главным в риск-менеджменте является, во-первых, наличие соответствующих технологий, во-вторых, абсолютное участие риск-менеджеров в процессе принятия бизнес-решений. Риск-менеджеры у нас вовлечены в обсуждение любого бизнес-проекта.

Технологиям риск-менеджмента обязательно надо учиться. А когда технология создана, ее следует обязательно имплементировать в бизнес-процесс, чтобы обойти ее не было никакой возможности. ◻

Дмитрий Серебренников
руководитель дивизиона «Ивестиционный» компании «Финам»

Чемпионат продолжается

Для нашей компании кризис оказался благом – она укрепила прежние позиции и совершила прорыв по другим направлениям

Можем ли мы сейчас говорить о том, что кризис закончен? Что означает выражение «конец кризиса»? Существует формальное определение: если рост ВВП двух кварталов подряд будет выше ВВП двух соответствующих кварталов прошлого года, то считается, что кризис преодолен.

В нынешний кризис рынок удвоился от минимумов уже к маю нынешнего года.

Существует опережающий индикатор реальной экономики — поведение фондовых рынков, которые живут ожиданиями, и настроения на которых в целом отражают фондовые индексы.

Например, в 1998 году в течение трех месяцев перед 17 августа индекс РТС снизился на 58%, а в 2008 за те же три месяца до 9 октября — на 64%, и только тогда о кризисе заговорили в реальной экономике.

О том, что кризис позади, в 1998 году стали говорить через четыре месяца после того, как индекс РТС вырос на 100% от минимумов, достигнутых в октябре. Это произошло в марте 1999-го, а уже в июле (если обратиться к прессе) госчиновники высокого ранга заявляли, что действия правительства по преодолению кризисных явлений можно считать успешными. Подоспевшая квартальная статистика подтвердила это.

В нынешний кризис рынок удвоился от минимумов (показанных в январе) уже к маю нынешнего года. В сентябре 2009 года мы уже можем видеть прогнозы госчиновников о преодолении кризиса, и, скорее всего, цифры 3-го квартала это подтвердят!

Понятно, что на основании двух случаев нельзя делать вывод о том, что такое поведение — закономерность. Но мы провели исследование поведения фондовых рынков других стран начиная с 1987 года. Статистика показывает, что после роста рынка на 100% бывают коррекции, но ни разу рынки не достигали новых минимумов!

С интересом прочитал недавно статью первого зампреда ЦБ России Алексея Улюкаева, в которой он анализирует природу текущего кризиса.

Он спорит с представлениями о том, что нынешний кризис был некой болезнью, излечив

которую, экономика вернется к предкризисным состояниям. «Экономический рост, — говорит А. Улюкаев, — может порождать серьезные структурные дисбалансы», так что представления о темпах роста и его структуре придется пересматривать. Глобальный экономический рост последних лет имел неестественый характер. Поэтому надо приложить максимум усилий к тому, чтобы, выйдя из кризиса, мировая экономика не вернулась на ту же траекторию. Для этого автор предлагает:

- повысить устойчивость глобальной банковской системы;
- минимизировать риски от деятельности системных банков и финансовых компаний;
- обеспечить эффективное взаимодействие национальных банковских и финансовых регуляторов;
- изменить мотивацию сотрудников и руководителей финансовых компаний.

Полностью согласен с этими мыслями. Единственное, что я бы сделал по-другому, это иначе расставил бы приоритеты в рекомендациях по разрешению противоречий.

Глубоко убежден, что начинать надо с изменения мотивации сотрудников и руководителей. На мой взгляд, именно совокупное стремление этих людей заработать или не потерять в доходах и порождает большинство проблем. Со времен, описываемых Драйзером в романе «Финансист», инвестиционные банкиры относились к касте высокооплачиваемых. Это привлекало и привлекает в отрасль лучшие умы.

Вот и изобретают финансовые инженеры такие продукты, где маржа должна быть достаточной для того, чтобы гордо носить звание инвестиционного банкира. Кому же хочется сравняться по доходам с инженером на производстве? Разве для этого молодые таланты заканчивали престижные вузы?

Поэтому, проанализировав существующие модели мотивации, молодые люди, пришедшие в отрасль, делают вывод, что для того чтобы заработать значительные деньги, нужно рисковать!

Стандартные банковские операции (на рынке казначейских облигаций, с кредитами-депозитами) и инвестиционные продукты (брокерская деятельность, ПИФы, доверительное управление) давно являются низкорентабельными. Если посмотреть на производственные отрасли, то их рентабельность давно уже никого не восхищает! Вот и изобретают финансовые инженеры такие продукты, где маржа должна быть достаточной для того, чтобы гордо носить звание инвестиционного банкира. Кому же хочется сравняться по доходам с инженером на производстве? Разве для этого молодые таланты заканчивали престижные вузы?

В результате пока получается гонка по тому же образцу, что у изобретателей вирусов и антивирусных программ. Но при попытках изменить существующую систему бонусов, конечно, появится много проблем на пути разработки и внедрения новых систем мотивации, которые бы были связаны со стабильностью и долгосрочностью результатов и в то же время не привели к снижению текущих доходов.

К сожалению, разработкой таких систем никто не занимался, да и их внедрение натолкнется на сопротивление, а готовых рецептов пока не существует.

Для нашей компании кризис оказался благом. Там, где мы были лидерами, наши позиции укрепились. Например, брокерское подразделение и касса осенью работали до 10 часов вечера и в выходные дни, для того чтобы оформить и принять средства у всех желающих выйти на фондовый рынок.

По другим направлениям произошел настоящий прорыв, так как конкуренты чувствовали себя неважно, и их клиенты, в свою очередь, дали нам откусить кусок пирога.

Кроме того, удалось решить кадровые проблемы за разумные деньги, что в инвестиционном бизнесе очень важно. Сейчас мы ощущаем, что другие компании оправились от кризиса и тоже стали набирать сотрудников. Конкуренты также активизировались в области продаж своих услуг.

Но мы готовы каждый день подтверждать свой уровень в регулярном чемпионате инвестиционных компаний! ◻

Яков Миркин
председатель Совета директоров компании «Еврофинансы»

Ампутация? Терапия?

В России восстанавливается докризисная модель экономики и спекулятивная модель финансового рынка

Нынешний кризис по-своему уникален. После 1930-х годов государственное вмешательство в работу финансовых структур развитых стран впервые происходит в таких масштабах. Прежние рецессии лечились, как правило, гораздо более мягкими способами. Но масштаб проблемы требовал того.

Мы всегда боялись инфляции, мы боимся ее почти 20 лет. И, по-моему, мы перебоялись.

История болезни

Финансовый кризис начался, как известно, в США с обвала рынка ипотечного кредитования. Практически все компании, предоставлявшие ипотечные кредиты с низкими стандартами кредитования, заявили тогда об убытках. Ряд ипотечных операторов второго эшелона заявили о своем уходе с рынка, а в некоторых случаях и о банкротстве.

В августе 2007 года кризис на рынке ипотечного кредитования США распространился на Европу. Мировая система начала испытывать дефицит ликвидности. Центральные банки Европы, Англии, Японии, США, Канады, Австралии и Новой Зеландии провели массированные интервенции средств, пытаясь остудить рынки и снизить ставки денежного рынка.

В сентябре Федеральная резервная система США резко понизила ставку рефинансирования с 5,25 до 4,75%. Британский ипотечный банк Northern Rock получил срочные финансовые вливания в размере свыше 20 млрд евро от Английского Центрального банка. Данная мера лишь усугубила проблемы, за один день вкладчики вывели порядка 4 млрд долларов.

Американский инвестиционный банк Lehman Brothers объявил о банкротстве 15 сентября. Американские СМИ назвали этот день «черным понедельником». Индекс Dow Jones уменьшился на 504,48 пункта (4,42%). S&P 500 упал на 59,00 пункта. Индекс NASDAQ понизился на 81,36 пункта. Крупное падение котировок наблюдалось и на других мировых биржах. Жертвой кризиса стал также американский инвестиционный банк Merrill Lynch. Он был куплен Bank of America за 50 миллиардов долларов.

Взятая сама по себе цель удержания цен и устойчивости национальной валюты является, во-первых, недостижимой, а во-вторых, вызывает к жизни такой набор монетарных действий властей, которые способны создать серьезные риски для экономики. Вместо лекарственной терапии — мы ей раз за разом ампутируем конечности.

На следующий день произошло падение фондового рынка в России. К приостановке торгов индекс РТС упал относительно закрытия вторника на 6,39% — до 1058,84 пункта, ММВБ понизился на 3,09% — до 853,93 пункта.

В октябре инвестиционный банк Merrill Lynch списал миллиард долларов в качестве убытков. Затем о многомиллиардных убытках сообщили большинство американских и европейских банков, инвестиционных и хеджевых фондов.

В январе набирал силу банковский кризис в Европе. За первые две недели января европейский биржевой индекс DJ Euro Stoxx Banks упал примерно на 10%. Обвалились фондовые рынки в Азии.

В феврале ЦБ России признал существование проблем с ликвидностью у российских банков.

Словом, хроника кризиса наглядно показывает, что он изобиловал дефолтами системообразующих финансовых структур.

Лекарство и лечение

Когда возникает рыночный шок (дефолт крупного банка, резкое падение на рынке акций и т.п.), рынки начинают вести себя как толпа. Немедленно сокращается спрос, резко уменьшаются расходы. Это вызывает дальнейшее снижение на рынке. В результате все существовавшие риски переходят в стадию сверхконцентрации, и начинают реализовываться только сюжеты падения.

Этот сценарий, как известно, называется эффектом домино. На этой стадии важно удержать экономику и финансовую систему от разрушения.

Масштабы системных рисков, накопленных к кризису 2007–2009 годов, были таковы, что государства избрали радикальный способ лечения. Рынки залили ликвидностью при нулевой или отрицательной цене денег, правительства многих стран осуществляли объемный выкуп проблемных активов за счет средств налогоплательщиков. Вмешательство было успешным (оно еще не закончилось), искусственный денежный поводок, на котором держали рынки, продолжает существовать.

Дальше часто возникает обратный эффект. Экономические агенты (не важно, люди, компании или банки) ощущают, что ситуация удержана. Они немедленно переходят к антиципации расходов, создавая новый эффект толпы, — стадию нового роста, освоения новых ниш бизнеса и рабочих мест, принятия новых рисков, новых инвестиций. Начинается то, что в экономике называется выходом из кризиса. Это циклические процессы, которые важно поддержать усилиями государства, — стимулированием роста через налоги, кредит, процент, валютный курс, политику цен, государственные инвестиции.

По ощущениям, то, что происходит сейчас в экономике, является началом процесса восстановления, когда больной еще накачан лекарствами, но уже делает первые шаги.

Но в России восстанавливается докризисная модель экономики и спекулятивная модель финансового рынка.

Не развивается та компонента экономики, которая относится к росту внутреннего денежного спроса (в дополнение к внешнему) и внутреннего предложения товаров и услуг (в дополнение к экспортно-ориентированному). Антикризисные меры не сопровождались ростом внутренних инвестиций в инфраструктуру, в программу общественных работ. Возобладал «антиинфляционный» подход, в рамках которого сдерживалась денежная масса (то есть внутренний спрос) вместо ее увеличения, как во всех странах мира, процент имел эксцессивную величину (вместо почти нулевых значений в международной практике), бюджетные средства тратились на покрытие убытков, но не на цели роста внутренних инвестиций. Предстоит увеличение налогового пресса (социальных налогов), что сокращает норму накопления и вымывает частные инвестиции из экономики.

Мы всегда боялись инфляции, мы боимся ее почти 20 лет. И, по-моему, мы перебоялись. Среди 40 крупнейших стран с высоким и средним уровнем

развития не было второй экономики, которая бы в кризис настолько серьёзно потеряла валютные резервы, настолько глубоко девальвировала свою валюту и в которой произошла бы настолько масштабная утечка капитала. Я думаю, что и с точки зрения вспышки инфляции (личной, а не статистической) мы опережаем другие страны. Всё это происходит, что удивительно, при профиците бюджета, торгового баланса, третьих по размеру в мире валютных резервах, больших стабилизационных фондах.

Кризис хорошо показал, что главной задачей денежных властей и финансовых регуляторов является содействие устойчивости экономики и финансовой стабильности. Вытащенная из этого контекста, взятая сама по себе цель удержания цен и устойчивости национальной валюты является, во-первых, недостижимой, а во-вторых, вызывает к жизни такой набор монетарных действий властей, которые способны создать серьезные риски для экономики. Вместо лекарственной терапии — мы ей раз за разом ампутируем конечности.

Кризис, безусловно, поставил задачи не только перед российской, но также перед мировой экономикой.

Профилактика

Мировую финансовую архитектуру следует, видимо, менять. Но задача создания стабильной финансовой архитектуры в среднесрочном периоде — не решаема. Она неизбежно восстановится в том виде, в каком существовала до кризиса. Ее изменение — длительный, инерционный процесс, который только начинается. Попытка континентальных стран Европы (Германия, Франция) доказать, что их жесткие модели регулирования являются более эффективными, чем англо-американская модель, будет неизбежно разрушена потоком финансовых инноваций и новых нерегулируемых финансовых институтов, которые возникнут на стадии подъема нового длинного цикла. Будут новые мыльные пузыри и новые кризисы. Начнется новое дерегулирование, новые «рейганомика» и «тэтчеризм». Решающее изменение (в далеком будущем), содействующее финансовой стабильности — новая мировая резервная валюта, не привязанная только к США, и, как следствие, глобализация финансового регулирования.

Капитализация международных финансовых институтов неизбежно опережает реформу их корпоративного управления. Последнее — длительный процесс (у кого останется «контрольный пакет», насколько развивающиеся страны могут усилить свое влияние). Эта реформа неизбежно ограниченна в возможностях. Основной поток средств, идущих через МВФ и Всемирный банк, всегда направляется в страны со средними и низкими доходами на душу населения (другое дело, на каких условиях и при какой политике). Поэтому все, что дает МВФ, минует богатейшие страны (они — доноры, часть средств вновь уходит в них при бегстве капиталов из развивающихся стран, если на эти цели тратятся валютные резервы, сформированные за счет помощи МВФ, пример — 1998 год). При разрешении кризиса нет равных возможностей. Неизбежно крупнейшие суммы тратятся теми и на тех, кто способен вытянуть мировую экономику из кризиса, тратятся на самих себя. Иной вопрос, как исправить масштабные искажения в распределении финансовых и других ресурсов, глубокие дисбалансы в мировой экономике в посткризисный период. По сути, это задача построения глобальной «шведской модели», «всемирного» общества, не имеющего кричащей бедности.

Конечно, в жизни всякое бывает, случаются повторные неприятности. Однако то, что мы видим сейчас, как мне кажется, предвещает долгую историю выздоровления.

XX век четко делился на 30-летние циклы (с 15–20-летними стадиями подъема). Если впереди долгий подъем, то нужно быть очень осторожными, потому что там будут текущие кризисы и проблемы, особенно в такой неустойчивой экономике и нестабильной финансовой архитектуре, какой является Россия.

Обильные кризисы 1990-х годов в Латинской Америке, странах Азии, Турции, происходившие на фоне роста глобальной экономики и иностранных инвестиций, хорошо доказывают это. ◻

Ольга Беленькая
заместитель руководителя аналитического
департамента ООО «СОВЛИНК»

Дисбалансы остаются

Наиболее жесткого сценария глобального кризиса, возможно, удастся избежать. Но для устранения причин сделано мало

Начало острой фазы кризиса часто привязывают к банкротству Lehman Brothers. После него финансовые и сырьевые рынки перешли в режим свободного падения, долговой рынок практически перестал существовать, а крупнейшие развитые и большинство развивающихся экономик мира столкнулись с наиболее жесткой за весь послевоенный период рецессией. На первый взгляд, можно сделать вывод, что спустя год рынки практически восстановились после обвала, а глобальная экономика выходит из рецессии. Действительно, чрезвычайные антикризисные меры, объем которых измеряется триллионами долларов, принятые правительствами и центробанками крупнейших стран мира, позволили преодолеть кризис доверия и коллапс банковской системы. Это позволяет надеяться, что наиболее жесткого сценария глобального экономического кризиса по примеру Великой депрессии или «потерянного десятилетия» в японской экономике удастся избежать. Но слишком мало сделано для устранения причин, которые, собственно, и привели к кризису.

Не устранен один из крупнейших глобальных дисбалансов — избыточное потребление в развитых странах (прежде всего США), финансировавшееся за счет притока избыточных сбережений из азиатских стран. Сжатие кредитования, рост безработицы и необходимость самоограничения потребления домохозяйств с учетом и так непомерно высокой долговой нагрузки должны подавлять потребительский спрос в США в ближайшие годы, а значит, мировая экономика может столкнуться с перепроизводством. Не выработаны и не внедрены новые правила регулирования финансовых рынков, ограничивающие краткосрочные доходы и риски, хотя дискуссии об этом уже долго идут как на национальном, так и на международном уровне.

Между тем мировая финансовая система сейчас переполнена избыточной ликвидностью (так, только ФРС в борьбе с кризисом вдвое увеличила денежную базу), убирать которую центробанки пока не решаются, предпочитая дождаться более устойчивого оживления экономики.

В отсутствие существенно более жесткой контрциклической системы регулирования свободные деньги вполне могут быть направлены на формирование новых спекулятивных пузырей — возможно, это мы уже и наблюдаем в ценах финансовых и сырьевых активов. Наконец, в банках, несмотря на помощь государств в рекапитализации, остается огромный навес «токсичных активов» и продолжается рост невозвратов по кредитам.

Одно из последствий кризиса — значительный рост государственного долга и бюджетного дефицита многих стран, поскольку именно государства приняли на себя основное бремя проблем по спасению банковских систем и поддержанию потребительского спроса. Очевидно, по окончании острой фазы кризиса все эти проблемы должны как-то решаться, в противном случае очередная «волна» кризиса может стать делом времени. ◻

Александр Абрамов
профессор Высшей школы экономики

Жизнь после кредитов

Ряду развитых стран почудилось, что за счет кредитной экспансии можно обеспечить безграничный потребительский спрос

Профессор Высшей школы экономики Александр Абрамов рассказывает «Вестнику НАУФОР» о том, почему игры, в которых все участники получают значительную выгоду, не могут длиться вечно.

«Клинических» доказательств того, что дно в России достигнуто, пока нет.

— Александр, прошел ровно год с того момента, как на мировую экономику обрушился кризис. Каковы, по вашему мнению, его основные причины? Есть ли специфика у российского кризиса?

— Помните абсурдистский стишок: «Маленький мальчик гранату нашел, к бабушке в гости с гранатой пошел…» Образно говоря, нечто подобное случилось с миром, а «гранатой» оказалась глобализация экономики.

В 1990-е годы у разных людей в разных странах вдруг возникла иллюзия, что они нашли волшебный источник изобилия. США и ряду других развитых стран почудилось, что с помощью кредитной экспансии можно легко превратить домохозяйства и фирмы в механизмы безграничного глобального потребительского спроса и на этой основе войти в эру вечного экономического роста. В эту игру с радостью включились Китай и другие азиатские страны, которые с помощью дешевой рабочей силы и агрессивного субсидирования экспорта нашли свой источник роста. С явным азартом в эту игру включились экспортеры природных ресурсов. Неожиданно они поняли, что можно легко получать сверхдоходы, разрушая рыночный механизм инвестиций в разведку и добычу природных ресурсов и заставляя иностранные инвестиции двигаться через узкие двери бюрократических кабинетов.

До некоторого времени все играющие получали большие выгоды и удовольствия от столь азартной игры. Но гэмблинг не длится вечно. Американские домохозяйства больше не могли платить по кредитным долгам, и прекрасная игра вдруг посыпалась. Игрушка оказалась «гранатой».

Подчеркну, что в экономическом сумасшествии последних двух десятилетий виноваты не только США, но и все другие страны, которые сполна получали незаслуженные выгоды от азартного и иррационального игрового увлечения.

— Как вы оцениваете антикризисные действия российских монетарных властей?

— Суть антикризисных мер российского правительства была очень проста: сохранять банковскую систему, не разбазаривать золотовалютные резервы и тратить по возможности меньше средств на поддержку небанковского бизнеса. В отличие от большинства других стран G20, Россия не тратила значительных ресурсов на поддержку внутреннего спроса. В таких действиях есть своя внутренняя логика. Другое дело, что у правительства не было, и нет до сих пор реальной промышленной политики. По этой причине в благополучные докризисные годы отраслевая структура экономики не только не улучшилась, но даже ухудшилась. Зависимость страны от экспорта сырья усилилась. Но вряд ли правительству под силу было решать одновременно две задачи — борьбы с кризисом и выработки эффективной индустриальной политики.

Сейчас важно как-то пережить кризис, а за разработку и реализацию политики отраслевой модернизации экономики нужно будет приниматься по мере выхода из рецессии.

— Что потеряла в кризис российская финансовая система?

— Многие финансовые, особенно негосударственные, компании переживали трудности кризиса наравне с другими отраслями экономики. Увольнения, снижения заработных плат, замораживание проектов и даже банкротства — все эти беды затронули, в том числе, финансовый сектор.

Для меня главным разочарованием в кризис стала банковская система, которая продемонстрировала полную недееспособность в вопросах кредитования реальной экономики. Все это показало очевидную необходимость перемен в модели банковского бизнеса в России.

— Каковы основные проблемы российской экономики на данный момент? В чем больше всего нуждается сейчас фондовый рынок?

— Главная проблема российской экономики — разработка программы ее модернизации, осуществление радикальных перемен в отраслевой структуре. Для этого необходимо создавать организационную и правовую среду, благоприятную для инноваций.

Фондовый рынок России под воздействием кризиса подвергся примитивизации. На нем стали играть большую роль внутренние и иностранные спекулянты. Сейчас он нуждается в восстановлении доверия к нему внутренних инвесторов и переориентации на реальные потребности экономики. Другая проблема — повышение конкурентоспособности финансовых посредников.

— Разделяете ли вы мнение, что Россия глубже остальных стран БРИК упала в кризис потому, что не осуществляла институциональные реформы?

— К сожалению, это не мнение, а «клинический факт», подтвержденный данными международной статистики. С институтами — беда. Достаточно только взглянуть на причины недавнего падения позиций России в рейтинге глобальной конкурентоспособности за 2009-2010 годы Всемирного экономического форума. Мне как преподавателю ГУ-ВШЭ интересно было бы, например, спросить уважаемого руководителя ФСФР России, почему Россия упала до 125-го места из 133 участников по критерию защиты прав миноритарных акционеров?

— Газета «Ведомости» опубликовала статью первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева, где, в частности, автор утверждает, что нынешнее состояние экономики не является дном кризиса, оттолкнувшись от которого, она начнет расти. Кризис 2008-2009 года — это переход к новому состоянию макроэкономической стабильности. Прежний экономический рост невозможен и нежелателен — ни по темпам, ни по структуре. Согласны ли вы с этими соображениями?

— Я отношусь к понятию «дно» как к обычному статистическому явлению. Каждая страна ведет поквартальную статистику ВВП. Если данные за очередной квартал показывают, что ВВП упал меньше, чем за предыдущий период — это признак, что дно достигнуто. Вырос этот же показатель, значит, возобновился экономический рост.

Пока такая статистика по российской экономике не опубликована, имеются лишь предварительные оценки ВВП за 2-й квартал. Поэтому «клинических» доказательств того, что дно в России достигнуто, пока нет. Что касается темпов роста, соглашусь, что эти цифры, особенно для экономики России, не являются сейчас главными. Главное — структурная перестройка экономики, а не ее ускорение.

— Как можно повысить устойчивость глобальной финансовой системы?

— Основные глобальные меры — ограничение роста кредитной экспансии, особенно в части потребительского и ипотечного кредитования; усиление надзора за потребительскими и ипотечными кредитами, секъюритизацией и производными финансовыми инструментами; усиленное внимание к системным рискам; повышение требований по капитализации финансовых институтов на основе базельских стандартов; разработка мер по снижению бюджетных дефицитов и возврату средств, полученных банками во время кризиса.

— Считаете ли вы, что бонусы сотрудников банков и финансовых компаний следует регулировать, и если да, то кто должен это делать?

— Если во время кризиса банк получил значительные государственные ресурсы, то до момента их возврата предельные размеры бонусов должны подлежать государственному регулированию и обязательно быть прозрачными для общественности. ◻

Алексей Ведев
директор Центра стратегических исследований Банка Москвы

Длительно, системно

Российская финансовая система в кризис потеряла ложные приоритеты, но, возможно, приобрела новое понимание проблем управления рисками

Алексей Ведев, директор Центра стратегических исследований Банка Москвы, рассказывает журналу «Вестник НАУФОР» о специфике российского финансового кризиса и об опасностях форсированного потребления.

Прежде всего, российский кризис был запрограммирован в форсированном этапе развития в период 2006 — середина 2008 года.

— **Каковы, по вашему мнению, основные причины кризиса? Есть ли своя специфика у российского кризиса?**

— Без сомнения, у российского кризиса присутствует своя специфика. Прежде всего, кризис (или глубокая коррекция) был запрограммирован в форсированном этапе развития в период 2006 — середина 2008 года. Напомним, что именно в 2006 году в качестве основного фактора роста выступил внутренний спрос, рост которого определялся высокими экспортными доходами, масштабными внешними заимствованиями, кредитной экспансией. В результате, помимо роста ВВП, накапливались структурные проблемы, которые обязаны были привести к кризису. Можно выделить наиболее значительные:

- рост импорта, значительно опережающий рост внутреннего производства;
- рост частного внешнего долга и платежей по его обслуживанию;
- увеличение разрыва между объемом кредитов нефинансовому сектору и его банковскими сбережениями. Рост кредитной ямы пришелся именно на данный период, а ее размер в 2008 году превысил все собственные средства банковской системы;
- сегментация банковской системы, накапливающиеся высокие риски и прочие факторы.

Глобальный кризис определил начало кризиса в России — упали цены на нефть, снизился внешний спрос на сырье в физических объемах, сошел на нет приток иностранного капитала. Накапливающиеся

структурные проблемы обусловили как значительный спад в экономике (один из наиболее значительных в мире), так и сроки и стоимость выхода из кризиса.

— Как вы оцениваете антикризисные действия российских монетарных властей?

— Действия российских монетарных властей в октябре-январе были вполне адекватными — с учетом неопределенности и негативных ожиданий. Сегодня меры государственной поддержки декларируются в области расширения внутреннего спроса и активизации инвестиционных программ естественных монополий. Масштаб и действенность подобных мер представляются неоднозначными. С одной стороны, относительно успешными оказались программы кредитования сельского хозяйства. Так, уставный капитал «Россельхозбанка» был увеличен на 45 млрд рублей для кредитования предприятий АПК и проведения закупочных интервенций. В рамках поддержки АПК предполагалось израсходовать более 18 млрд рублей на субсидирование процентной ставки и возмещение части затрат по отдельным видам инвестиционных и краткосрочных кредитов. По итогам семи месяцев 2009 года выпуск продукции сельского хозяйства превышает прошлогодние объемы на 0,3%. Есть надежда на развитие льготного кредитования малого бизнеса при участии ВЭБ–Банка развития.

С другой стороны, неэффективной оказалась поддержка автопрома. По итогам семи месяцев 2009 года выпуск легковых автомобилей снизился более чем на 59%. АвтоВАЗ прекращал работу сборочного конвейера с 29 декабря 2008 года по 30 января 2009 года и с 1 по 31 августа 2009 года, 4 сентября 2009 года. ИжАвто официально признан банкротом. Российский авторынок сократился почти наполовину, и программа льготного кредитования не смогла этому противодействовать. Масштабная адресная поддержка российского автопрома была в значительной степени ориентирована на автогиганта и приобретала все более выраженную социальную мотивацию, тем самым фиксируя исключительно высокую цену несвоевременного решения накопленных проблем конкурентоспособности.

Сегодня у меня есть ощущение полной готовности российских монетарных властей к реализации различных неотложных мер. Однако проблема состоит в том, что сиюминутных рецептов нет, а есть необходимость системной и последовательной работы в области структурных и системных проблем в финансовой сфере, причем в достаточно длительном периоде.

— Что потеряла в кризис российская финансовая система?

— Российская банковская система потеряла перегрев и ложные приоритеты. Все остальное, пожалуй, можно отнести к приобретениям. Здесь отмечу прежде всего смену стратегических целей — от капитализации к эффективности, что должно отразиться и на смене многих бизнес-процессов. Приобрела качественно новое понимание проблем управления рисками — во всяком случае, хочется на это надеяться. Несколько «остыл» рынок труда в финансовой сфере — теперь не всегда дешевле привлекать специалистов из Лондона.

— Каковы основные проблемы российской экономики на данный момент? В чем больше всего нуждается сейчас фондовый рынок?

— Основные проблемы сохранились, к ним добавились усилившаяся зависимость от внешней среды и проблемы в бюджетной сфере.

— Разделяете ли вы мнение, что Россия глубже остальных стран БРИК упала в кризис потому, что не осуществляла институциональные реформы?

— Разделяю, однако проблема состоит не только в институциональных реформах, но и структурных проблемах. Например, в Китае кредиты нефинансовому сектору составляют лишь 67% от депозитов предприятий и домашних хозяйств, а вместо портфельных поощрялись прямые иностранные инвестиции, которые более устойчивы и приносят с собой передовые технологии.

— Газета «Ведомости» опубликовала статью первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева, где, в частности, автор утверждает, что нынешнее состояние экономики НЕ является дном кризиса, оттолкнувшись от которого, она начнет расти. Кризис 2008–2009 года — это переход к новому состоянию макроэкономической стабильности. Прежний экономический рост невозможен и нежелателен — ни по темпам, ни по структуре. Согласны ли вы с этим?

— Не разделяю, либо разделяю частично. Сегодня зависимость от внешних условий даже выше, нежели несколько лет назад. И рост возможен за счет внешних факторов, однако незначительными темпами.

На мой взгляд, опасность состоит в том, что после кризиса российская экономика вновь может вернуться на модель 2006–2008 годов — ускорение роста любой ценой. Восстановление внешнего спроса на российское сырье и полуфабрикаты, сохранение высоких цен на нефть, активизация внешних займов — и мы вновь на опасной траектории форсированного потребления (с возрастающей долей потребления в кредит). При этом старые проблемы не решаются, консервируются — и следующий кризис будет более глубоким и более дорогим. ◻

Максим Шеин
начальник аналитического отдела компании «Брокеркредитсервис»

После пожара

В экономике наличествует достаточно большой объем свободных ресурсов, но индекс РТС застрял в районе отметки 1100 пунктов

В целом российская экономика, похоже, начинает выходить из пике. Нормализована ситуация на денежном рынке: ставки на межбанковском рынке вернулись на нормальные уровни, проблем с ликвидностью нет. Однако тушение пожара всегда занимает гораздо меньше времени, чем восстановление.

Восстановление российской экономики в большей степени зависит от внешних факторов.

Российская экономика в целом довольно успешно справилась с задачей остановки кризисных явлений.

Следует заметить, кстати, что антикризисных мер в помощь конкретно фондовому рынку было реализовано немного. Реально мы увидели две вещи — запрет ФСФР на открытие «шортов» (необеспеченных коротких позиций) в октябре 2008 года и остановка торгов на бирже. Обе эти меры были призваны остановить паническое падение фондовых индексов. В целом, регулятору это удалось.Проводилась также скупка государственным агентом акций на фондовом рынке, что также повлияло на котировки.

Что касается обозначившихся проблем со сделками РЕПО, они еще не решены, но уже предпринимается ряд мер в нужном направлении. Остальные меры, которые были призваны стимулировать фондовый рынок, — например, льготное налогообложение физических лиц, сальдирование финансового результата на срочном рынке и рынке акций для физических лиц, — не были реализованы. Хотя они обсуждались. В целом, похоже, экономика начинает выходить из пике.

На первом этапе нормализована ситуация на денежном рынке: ставки на межбанковском рынке вернулись на нормальные уровни, проблем с ликвидностью нет.

Однако тушение пожара всегда занимает гораздо меньше времени, чем восстановление после краха. Поэтому впереди еще много препятствий на пути к устойчивому росту экономических индикаторов.

К основным проблемам сейчас можно отнести, во-первых, отсутствие кредитования

реального сектора. Это связано как с сохраняющимися высокими ставками по кредитам, так и сокращением потребительского спроса.

Во-вторых, сохраняется высокий уровень безработицы, который, как ожидается, будет еще выше.

Третья проблема — качество и достаточность капитала банков.

Четвертый вызов для России — значительный дефицит федерального бюджета, который нуждается в финансировании.

В конечном счете, восстановление российской экономики в большей степени зависит от внешних факторов, и особенно от цен на нефть. В итоге исполнение бюджета, темп роста ВВП и обменный курс подчинены именно этому фактору. Мы полагаем, что мировые цены на нефть в следующем году останутся на комфортном уровне около 70 долларов за баррель. Это будет связано как с восстановлением мировой экономики, так и с растущими затратами в отрасли.

На российском фондовом рынке сложилась парадоксальная ситуация. При наличии большого объема свободных финансовых ресурсов основной фондовый показатель — индекс РТС — «застрял» в районе отметки в 1100 пунктов.

Инвесторы пока не решаются рисковать и медлят с определением долгосрочного тренда. Стратегические инвесторы заняли выжидательную позицию и не торопятся с выбором долгосрочной стратегии. Целый ряд факторов свидетельствует о том, что мировая экономика в целом и российская экономика, в частности, выдержали удар и начинают восстанавливаться.

Однако эти новости уже были «отыграны» на биржах. Для продолжения «ралли» (роста котировок) требуются более весомые доводы — устойчивый рост ВВП, сокращение безработицы, увеличение производства и т.п. ◻

Русские пришли

Площадка биржи РТС по торговле деривативами (FORTS) продолжает демонстрировать хорошую динамику.

Фьючерс на Индекс РТС вошел в десятку самых торгуемых производных инструментов на индексные активы в мире, опередив такие известные контракты, как фьючерс на индекс Kospi 200, обращающийся на Korea Exchange, и опцион на индекс DAX, торгующийся на Eurex.

Такие результаты содержатся в последнем исследовании одной из ведущих мировых независимых ассоциаций деривативных бирж Futures Industry Association по итогам первого полугодия 2009 года. Объем торгов фьючерсом на Индекс РТС в первые шесть месяцев текущего года составил 65587005 контрактов, что на 37,7% больше, чем за аналогичный период прошлого года.

Согласно исследованию FIA, в общем рейтинге бирж Срочный рынок РТС продолжает удерживать 9-е место в ТОП-30 ведущих деривативных площадок мира. Объем торгов в январе — июне 2009 года на FORTS составил 203 409 467 контрактов, что на 64,4% больше, чем в первом полугодии прошлого года.

Кроме того, еще три контракта от РТС входят в рейтинге в число самых торгуемых в мире. Так, фьючерс на нефть сорта Brent расположился на 17-м месте в ТОП-20 ведущих инструментов на энергоносители. А фьючерсные контракты на доллар-рубль и евро-доллар находятся на 10-м и 13-м месте соответственно в ТОП-20 производных на валюту.

Без права пересдачи

Мировой кризис поставил перед российской финансовой системой задачи, выполнение которых она не может проигнорировать

Комитет по финансовым рынкам и денежному обращению Совета Федерации провел в июле заседание «круглого стола» на тему «Состояние российского фондового рынка в условиях финансового кризиса: первые уроки». В мероприятии принимали участие парламентарии, чиновники и финансисты. Итогом их работы стали рекомендации по изменению ситуации.

Перед Россией стоит задача не только выжить, но и оторваться от сырьевой модели развития.

Заседание открыл председатель Комитета СФ по финансовым рынкам и денежному обращению Дмитрий Ананьев. Он оценил текущую ситуацию как тяжелую и заметил, что кризис четко выявил, в том числе, несовершенство имеющейся в России отраслевой законодательной базы. Далее г-н Ананьев привел перечень мер, необходимых для исправления ситуации. Прежде всего, по его мнению, это пакет системообразующих законов и совершенствование системы налогообложения в сторону либерализации.

Выступление Д.Ананьева инициировало долгую и оживленную дискуссию, в которой приняли участие представители двух регулирующих органов финансового рынка — ЦБ РФ и ФСФР, а также сотрудники Министерства финансов, Минэкономразвития, банков, инвестиционных компаний и других финансовых организаций.

Предложения, высказанные в ходе обсуждения, легли в основу рекомендаций «круглого стола».

Участники «круглого стола», в частности, постоянно возвращались к мысли о том, что перед Россией стоит задача не только выжить, но и оторваться от сырьевой модели развития. Частью экономики «нового образца» призван стать международный финансовый центр. Однако, цель создания МФЦ не может быть достигнута без системной работы всех заинтересованных сторон.

Слабой стороной российского финансового рынка, в первую очередь, является отсутствие конкурентоспособной и эффективной законодательной базы. Участники «круглого стола» отметили, что с начала кризиса в этом направлении достигнуты определенные результаты. Так, в конце 2008 — начале 2009 года приняты и вступили в силу следующие законы:

- о расширении возможности использования для привлечения средств на фондовом рынке биржевых облигаций;
- о совершенствовании порядка обращения взыскания на заложенное имущество;
- об усилении административной ответственности за нарушения на финансовом рынке;
- о допуске иностранных ценных бумаг на российский фондовый рынок.

Продвинулась работа по ряду других законодательных инициатив:

- приняты в Государственной думе РФ в первом чтении законопроекты о противодействии манипулированию ценами и использованию инсайдерской информации, об урегулировании взаимных встречных обязательств на срочном рынке (ликвидационный неттинг), об оптимизации налогообложения операций на финансовом рынке (в том числе финансовых инструментов срочного рынка и введения налогового стимулирования долгосрочного инвестирования граждан на срок более года) и о введении уголовного наказания за манипулирование ценами на рынке ценных бумаг;
- внесены в Государственную думу РФ для рассмотрения законопроекты, направленные на защиту прав владельцев облигаций (в том числе создание института общего собрания облигационеров) и на пересмотр для хозяйственных обществ ограничений, связанных с уставным капиталом (в том числе ограничений, связанных с осуществлением хозяйственными обществами эмиссии облигаций);
- разрабатывается законопроект, направленный на организацию пруденциального надзора за деятельностью небанковских финансовых организаций в целях защиты клиентов от рисков.

О расширении пруденциального надзора за пределы банковского сектора на мероприятии говорилось многократно.

Одновременно участники «круглого стола» отмечали, что до сих пор не приняты законопроекты «О биржах и организованных торгах» и «О центральном депозитарии», рассмотрение которых в первом чтении состоялось в Государственной думе РФ более года назад.

Несмотря на срок, определенный Стратегией развития финансового рынка России на период до 2020 года (июнь 2009 года), так и не внесен в Государственную думу РФ проект закона «О клиринге и клиринговой деятельности». Отсутствие соответствующих законопроектов не позволяет создать конкурентоспособную инфраструктуру финансового рынка из-за неурегулированности на законодательном уровне вопросов, связанных с реализацией концепции центрального контрагента, в том числе построением необходимой системы управления рисками.

Кроме неконкурентного финансового законодательства, кризис выявил и другие слабые стороны российского фондового рынка. Ими являются: дестимулирующая система налогообложения операций с ценными бумагами, зависимость от иностранных спекулятивных инвесторов, узкий круг инструментов инвестирования и несовершенная инфраструктура.

Решение указанных проблем должно включать в себя комплекс мер.

Во-первых, участники круглого стола отметили, что налогообложение операций с ценными бумагами носит исключительно фискальный характер, что способствует процветанию спекулятивных операций с использованием офшорных технологий. Российская система налогообложения противоречит задаче создания международного финансового центра. Для ее совершенствования необходимо срочное принятие следующих решений.

В части налога на доходы физических лиц:

- освобождение от НДФЛ дивидендов и процентов по ценным бумагам;
- совершенствование порядка налогообложения операций РЕПО, в том числе совершаемых с физическими лицами;
- выравнивание условий налогообложения операций с ценными бумагами для физических лиц – резидентов и нерезидентов;
- предоставление возможности физическим лицам учитывать убыток от операций на фондовом рынке в одном налоговом периоде, при расчете НДФЛ в следующих налоговых периодах;
- уточнение в законодательстве особенностей по налогообложению срочных сделок для физических лиц, объединение налоговой базы, рассчитываемой по финансовым инструментам срочных сделок с базой, рассчитываемой по операциям с ценными бумагами, обращающимися на организованном рынке.

В части налога на прибыль организаций:

- освобождение от налогообложения в размере до 25% прибыли, направляемой на увеличение уставного капитала;
- освобождение от налога на прибыль дивидендов и процентов по ценным бумагам;
- освобождение от налога на прибыль доходов от реализации ценных бумаг стратегическими акционерами;

В части налога на добавленную стоимость (НДС):

- отмена НДС на услуги профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- освобождение от НДС процентов по займам ценными бумагами.

Участники «круглого стола» констатируют, что реализация вышеперечисленных мер в области налогообложения положительно скажется на привлекательности национального фондового рынка для инвесторов.

Во-вторых, российский фондовый рынок должен формироваться, в первую очередь, за счет средств долгосрочного национального инвестора. Для этого необходимо:

- расширить перечень инструментов инвестирования, в том числе для средств пенсионных резервов и пенсионных накоплений;
- повысить уровень защиты прав собственности;
- создать современную и эффективную судебную систему;
- создать государственный компенсационный фонд на базе Агентства по страхованию вкладов;
- сальдировать финансовые результаты по операциям с различными инструментами фондового рынка;
- ввести институт инвестиционных советников.

Кроме того, задача привлечения на российский фондовый рынок долгосрочного национального инвестора не может быть решена без принятия радикальных мер по повышению уровня финансовой грамотности населения

В-третьих, финансовый кризис выявил необходимость развития и расширения спектра инструментов.

Крайне важны и актуальны следующие меры:

- восстановление и развитие рынка федеральных госбумаг (ОФЗ);
- развитие рынка еврооблигаций, в том числе государственных (федеральных, субфедеральных, региональных);
- снятие ограничений, связанных с размером уставного капитала или величиной обеспечения третьих лиц при выпуске облигаций надежными эмитентами;
- расширение перечня эмитентов, выпускающих биржевые облигации;
- упрощение процедуры эмиссии ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов;
- введение возможности оплаты акций путем зачета денежных требований к обществу;
- установление порядка ликвидационного неттинга;
- либерализация налогообложения производных финансовых инструментов;
- расширение возможности осуществления операций с производными финансовыми инструментами для институтов коллективных инвестиций, в целях хеджирования.

В-четвертых, финансовый кризис показал необходимость создания современной инфраструктуры фондового рынка. Инфраструктура должна развиваться по пути снижения издержек и рисков. Для этих целей предложено:

- создание условий для рыночной консолидации национальных биржевых площадок;
- придание рынку РЕПО статуса биржевого рынка;
- установление запрета на поглощение национальной биржевой и расчетной инфраструктуры иностранными инфраструктурными организациями;
- создание централизованной учетно-расчетной системы («центральный депозитарий») с возможностью расчетов в режиме реального времени;
- развитие режимов торгов с частичным обеспечением и с центральным контрагентом;
- установка стандартного электронного документооборота между всеми институтами учетной инфраструктуры;
- создание условий для интеграции российской системы учета ценных бумаг в международную систему учетных институтов.

В-пятых, российский рынок нуждается в последовательном развитии саморегулирования. Эта цель подразумевает:

- создание механизма внедрения предложений саморегулируемых организаций;
- объединение третейских судов саморегулируемых организаций в единый третейский суд на фондовом рынке.

Помимо решения системных проблем российского фондового рынка, безотлагательного решения требует проблема массовых дефолтов на рынке корпоративных облигаций. По мнению участников «круглого стола», назрела необходимость введения уголовной ответственности должностных лиц, принимающих решение о выводе активов компании, приводящем к дефолтам по облигациям. Бездействие исполнительных органов власти, не принимающих ответственных решений по данному вопросу, приводит к росту рынка «токсичных активов», повышению стоимости денег в экономике и уровня дефолтности банковской системы, увеличению странового риска и, в целом, наносит урон российской экономике.

Участники «круглого стола» констатировали, что главной задачей сегодняшнего дня является укрепление и повышение качества национальной финансовой системы. Для достижения этой цели и была разработана Стратегия развития финансового рынка России, а также Концепция по созданию международного финансового центра. Однако, для того, чтобы заявленные в этих документах цели воплотились в реальность, необходимо создать единый координационный орган, с достаточно широкими полномочиями, а также бескомпромиссно следовать принятым планам и установленным срокам!

Выработанные в ходе обсуждения предложения легли в основу рекомендаций «круглого стола», которые будут представлены в Правительство России, а также Центральный банк ◻

Утверждены
Советом директоров НП РТС
(Резолюция № 09-07-РДП-2108 от
21 августа 2009 года)

Президент НП РТС

_____
(Горюнов Р.Ю.)

Изменения
в Торговое соглашение Некоммерческого партнерства
«Фондовая биржа «Российская Торговая Система»

1. Пункт 14.1 Торгового соглашения Некоммерческого партнерства «Фондовая биржа «Российская Торговая Система» (далее — Торговое соглашение) дополнить абзацем третьим следующего содержания:

«В случае если Договор заключен на условиях Поставка против платежа и к торгам ОАО «РТС» в Режиме неанонимной торговли на дату исполнения Договора допущено более одного выпуска (дополнительного выпуска) ЦБ, составляющих Пакет ЦБ, то поручение, необходимое для проведения клиринговых расчетов, должно быть подано Продавцом клиринговой организации, обеспечивающей расчеты по Договору, не позднее 18:00 по московскому времени даты исполнения Договора».

2. Абзац пятый пункта 14.2.1 Торгового соглашения дополнить словами «в том числе несоответствие информации, содержащейся в указанном поручении, условиям Договора, несоответствие кода ценных бумаг, составляющих Пакет ЦБ, коду ценных бумаг, указанному в поданном Продавцом поручении, необходимом для проведения клиринговых расчетов по Договору».

3. Абзац пятый пункта 14.2.2 Торгового соглашения дополнить словами «в том числе нарушение срока, установленного абзацем третьим пункта 14.1 настоящего Соглашения, а также несоответствие информации, содержащейся в указанном поручении, условиям Договора».

4. Дополнить Торговое соглашение пунктом 14.2.3 следующего содержания:

«14.2.3. В случае если Договор заключен в электронном виде, то отчет Партнерства, сформированный в установленном им порядке, представленный Сторонам и содержащий сведения о факте совершения одной из Сторон или обеими Сторонами нарушения, предусмотренного пунктом 14.2.1 или 14.2.2 настоящего Соглашения, является доказательством такого факта. Указанный отчет Партнерства, преобразованный на бумажный носитель и заверенный подписью уполномоченного лица Партнерства и печатью Партнерства, является допустимым доказательством в суде и может быть предъявлен в суде в качестве доказательства, имеющего значение для рассматриваемого дела».

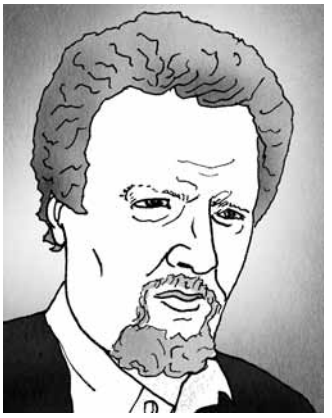
5. В разделе 2 Приложения № 2 к Торговому соглашению в содержании и значении поля 5.4.5 (BRGAGR) слова «указанным в поле 5.3.3» заменить словами «указанным в поле 5.4.3».

(Информацию о вступлении в силу Изменений в Торговое соглашение НП РТС см. на сайте www.rts.ru)

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 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 Кузнецов
шеф-редактор журнала «Вестник НАУФОР»

Пузыри и бонусы

Глобальный экономический кризис глазами западных экспертов: причины, его вызвавшие, и последствия для финансовой системы

На политическом уровне лидерами правительств западных стран заявлено, что кризис завершился — или почти завершился. А в экспертной среде продолжается интенсивное обсуждение причин и последствий кризиса, а также изменений, происшедших в финансовой сфере/

Государственные деятели Запада, руководители центральных банков и финансовых властей с каждым днем все громче заявляют о том, что кризис закончился, и начался процесс восстановления экономики. Сформирована и общая позиция относительно первоочередных мер по предупреждению кризисов. По общему мнению регуляторов, основными превентивными мерами должно стать ужесточение регулирования и ограничение вознаграждений, выплачиваемых топ-менеджерам в финансовой сфере.

Правда, здесь существует значительное различие между позицией США и Великобритании, с одной стороны, и Франции и Германии, с другой (последняя по ряду пунктов значительно жестче).

В чем причина?

На первом этапе обсуждений многие эксперты в качестве причин кризиса называли жадность банкиров. Это довольно странное, если разобраться, утверждение. Жадность, то есть стремление максимизировать прибыль, является необходимым качеством предпринимателя. Обвинять банкиров в жадности столь же бессмысленно, как военачальников в жестокости. Отправлять при необходимости людей на смерть — профессиональная обязанность командира. А профессиональная обязанность финансиста — стремиться зарабатывать как можно больше.

Ограничение аппетитов финансистов к риску является, как известно, обязанностью регуляторов.

Именно по этому поводу высказался недавно экс-руководитель ФРС Алан Гринспен. В интервью BBC он отметил, что фундаментальной особенностью человеческих существ является привыкание к процветанию и стремление думать, что оно (процветание) будет продолжаться всегда. «Текущий финансовый кризис был вызван спекуляциями на американском рынке ипотеки sub-prime, то есть ипотечных кредитов низкого качества, — отметил г-н Гринспен, — однако стать

причиной коллапса мог бы любой другой фактор. Если бы не проблема конкретно этих, ипотечных, токсичных активов, рано или поздно всплыло бы что-нибудь еще, поскольку, в конечном счете, все определяется человеческой природой».

С развернутым обоснованием причин кризиса и ответом на извечный вопрос «Кто виноват?» выступил нобелевский лауреат в области экономики и колумнист «Нью-Йорк таймс» профессор Пол Кругман.

Крах экономистов

Нобелевский лауреат полагает, что фундаментальные положения, на которые опирались экономисты (как теоретики, так и практики), неверны. В годы процветания полагали, что финансовые рынки стабильны по своей сути. Акции и другие активы всегда получают справедливую оценку. Пол Кругман делит экономистов на две основные группы. Первая полагала, что свободная рыночная экономика не собьется с правильного пути никогда и ни при каких обстоятельствах. Вторая же считала, что если такое несчастье и произойдет, то всемогущая ФРС вернет экономику на верный путь. Никто из них не предполагал, что экономика может сойти с рельс, несмотря на великолепную работу ФРС.

Из научного оборота исчезло изучение иррационального поведения инвесторов, а также процессов надувания пузырей и деструктивных спекуляций. В 1980-х годах экономисты доказывали, что финансовые рынки всегда устанавливают точные цены. Поэтому самое лучшее, что могут сделать руководители корпораций (не для себя лично, а токмо ради экономики) — максимизировать цены акций. Иными словами, поясняет Пол Кругман, они верили в необходимость передать процесс развития капитала во власть того механизма, который Кейнс определял как «казино».

Таким образом, по мнению нобелевского лауреата, истоки кризиса состоят в том, что произошла антикейнсианская контрреволюция. Нынешнее время, когда знания, полученные в результате тяжелого труда, забыты — есть средневековье макроэкономики. А экономисты чикагской школы являются порождением этой мрачной эпохи.

Перемена качества

Примечательно, что опубликованный Конференцией ООН по торговле и развитию (ЮНКДАТ) доклад о торговле и развитии за 2009 год начинается как раз с цитаты из Джона Кейнса: «Спекулянты не приносят вреда, если они остаются пузырями на поверхности ровного потока предпринимательства. Однако положение становится серьезным, когда уже само предпринимательство превращается в пузырь над водоворотом спекуляций. Когда расширение производственного капитала становится побочным продуктом деятельности казино, трудно ожидать хороших результатов».

Хочется отметить два аспекта, затронутых в докладе (сам по себе это довольно обширный документ).

Первый аспект связан с движением цен на сырьевые товары. Уровень сырьевых цен оказывает значительное влияние на мировую экономику, а рост цен на продовольствие подвергает угрозе жизнь миллионов людей в развивающихся странах.

Цены на коммодитиз начали подниматься в 2002 году и продолжали бурно расти до середины 2008 года, когда произошел резкий обвал. В первой половине 2009 года наблюдался отскок, несмотря на отсутствие фундаментальных причин для роста. Катастрофическое падение цен на коммодитиз во второй половине 2008 года стало одним из основных каналов передачи кризиса из развитых стран в развивающийся мир.

Такое движение цен авторы доклада в значительной мере связывают с присутствием на рынке финансовых спекулянтов.

Срочные инструменты, использовавшиеся для хеджирования рисков колебания цен на сырьевые товары, превратились в один из финансовых активов, предназначенных для оптимизации портфелей с точки зрения комбинации рисков и доходности. В докладе указано: «Так как цены находятся под сильным влиянием спекулятивных потоков, то рынки не могут функционировать эффективно. Признание факта отсутствия экономической логики у этих рынков является ключом к пониманию истоков нынешнего кризиса и должно служить основой для будущей политики и реформ, нацеленных на стабилизацию финансовой системы».

В докладе ЮНКДАТ уделено также внимание деятельности МВФ. Отмечается, что экономически развитые страны и развивающиеся страны в связи с кризисом снизили жесткость кредитно-денежной политики и стали проводить стимулирующие меры. МВФ же при выдаче стабилизационных кредитов требовал выполнения условий, делающих невозможной денежно-кредитную политику, стимулирующую внутренний спрос и занятость. То есть Фонд в условиях кризиса продолжает навязывать проциклическое ужесточение макроэкономической политики, включая требования о сокращении государственных расходов и повышении процентных ставок.

(По материалам BBC, Financial Times, Wall Street Jornal, New York Times) ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

В целом неплохо

Фондовый рынок России в августе смог выбраться в лидеры роста среди стран БРИК. Восстановился и интерес к сектору ОФЗ

Российский рынок акций после первых двух неудачных летних месяцев в августе смог не только продемонстрировать позитивную динамику, но и оказаться в лидерах роста среди стран БРИК. С конца мая заметные изменения стали прослеживаться на рынке рублевых госбумаг.

Российский фондовый рынок в августе вошел в десятку лидеров среди рынков стран с развивающейся экономикой.

Российский фондовый рынок в августе вошел в десятку лидеров среди рынков стран с развивающейся экономикой, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI. Рост российского индекса составил 4,1%. Основные конкуренты России по БРИК чувствовали себя заметно хуже российского рынка акций, в частности, рост фондового индекса Бразилии составил 2,9%, в то время как индийский рынок снизился на 0,7%, а фондовый рынок Китая вообще оказался в аутсайдерах, продемонстрировав падение на 7,1%. Лидерами роста на этот раз стали Венгрия (+13,1%), Польша (+9,1%), Египет (+7,8%), Турция (+10,1%) и Мексика (+5,7%).

Хороший старт в начале месяца

Начало августа было позитивным для российского рынка акций, который к середине первой декады месяца достиг максимумов с середины июня текущего года на фоне благоприятных внешних и внутренних факторов. В частности, формированию позитивных настроений на мировых фондовых рынках способствовал прогноз бывшего главы Федеральной резервной системы (ФРС) США Алана Гринспена, заявившего, что мировая рецессия подходит к концу. Кроме того, известный экономист Нуриэль Рубини, предсказавший текущий финансовый кризис, спрогнозировал дальнейший рост цен на сырье в 2010 году. На этом фоне американский индекс S&P 500 в начале месяца вышел на отметку 1000 пунктов, вокруг которой его колебания проходили всю первую неделю августа.

В свою очередь, британский HSBC Holdings Plc, крупнейший банк Европы, неожиданно зафиксировал чистую прибыль по итогам первого полугодия 2009 года благодаря росту доходов инвестиционного подразделения. Данный фак-

В этой статье:

Рост российского рынка в августе.

Ограничители роста акций.

Влияние политики китайских властей на финансовые рынки.

Активизация вторичного рынка рублевых гособлигаций.

Причины активности на рынке госдолга.

Позиция Минфина по внутренним заимствованиям.

тор стимулировал спрос в банковских акциях.

Пик роста российского рынка акций пришелся на 5 августа, когда в первой половине дня индекс ММВБ достиг 1130 пунктов (более 7% роста по отношению к 31 июля). Однако по итогам этого дня индекс показал отрицательную динамику, поскольку ситуация на рынке резко изменилась после выхода негативных данных по экономике Соединенных Штатов (индекс деловой активности в сфере услуг США в июле неожиданно снизился до 46,4 пункта, в то время как эксперты прогнозировали увеличение этого показателя до 48 пунктов).

Ситуацию ухудшили и вышедшие в этот день данные о запасах нефти США, обвалившие котировки «черного золота» почти на 2%. Коммерческие запасы нефти в США в конце июля выросли на 1,67 млн баррелей (0,5%) — до 349,51 млн баррелей.

В дальнейшем рынок российских акций вел себя достаточно волатильно, меняя направление своего движения несколько раз в день под давлением наметившейся нестабильности на мировых фондовых и товарных рынках. При этом решения Европейского ЦБ и Банка Англии практически никак не сказались на настроениях инвесторов (так как были в рамках ожиданий), впрочем, как и опубликованные в этот день данные о пособиях по безработице в США, которые вызвали лишь краткосрочные спекуляции вокруг сложившихся ценовых уровней.

Что мешало рынку продолжить рост

На колебания российского рынка сильное влияние оказывала динамика мировых цен на нефть, которая с середины первой декады месяца имела слабо выраженный негативный оттенок. Мировые инвесторы стали сомневаться в дальнейшем росте цен на «черное золото». Эта настороженность передавалась и российскому рынку акций, который был готов начать движение вниз при малейшем ухудшении конъюнктуры товарных рынков. Так, обновление фьючерсами на нефть марки Brent годовых максимумов (76 долларов за баррель) вызвало рост российских акций, которые достигли своих пиковых месячных уровней. Однако после этого пошла отрицательная коррекция на товарном рынке, и российские игроки тоже приступили к фиксации прибыли.

В конце первой декады месяца негативным для отечественного рынка акций стал и такой фактор, как нестабильность российского рубля на внутреннем валютном рынке, вызванная как снижением мировых цен на нефть, так и разгоревшейся среди финансистов и экономистов дискуссией относительно необходимости девальвации нацвалюты для стимулирования экономического роста. На этом фоне инвесторы активизировали покупку валюты, выводя средства из рублевых активов, в том числе и акций. Пик ослабления рубля пришелся на 12 августа, когда доллар поднимался до 32,9 рубля, а евро — до 46,4 рубля.

Месячные минимумы рынок тестировал как раз в годовщину дефолта 1998 года — 17 августа, отыгрывая слабые данные по доверию потребителей в США за август, вышедшие еще 14 августа. Мичиганский индекс доверия упал до 63,2 пункта при прогнозах повышения до 69 пунктов с июльских 66 пунктов. Эта статистика усилила опасения инвесторов относительно того, что последнее летнее ралли на мировых фондовых рынках было чрезмерным и не оправдывает перспектив восстановления мировой экономики.

Большую часть торговых дней августа колебания отечественного фондового рынка проходили преимущественно в коридоре 1020 —1120 пунктов для индекса ММВБ и 1000 —1100 пунктов по индексу РТС. Участники рынка не могли организовать более или менее явную продолжительную игру в ту или иную сторону, поскольку, с одной стороны, публиковавшаяся макроэкономическая статистика была противоречивой, а с другой — инвесторы всерьез озаботились оценкой адекватности роста мировых фондовых рынков реальным улучшениям в экономике и большинстве компаний.

Рисунок 1. **Динамика котировок нефти Urals c.i.f. Средиземноморье доллар/барр.**

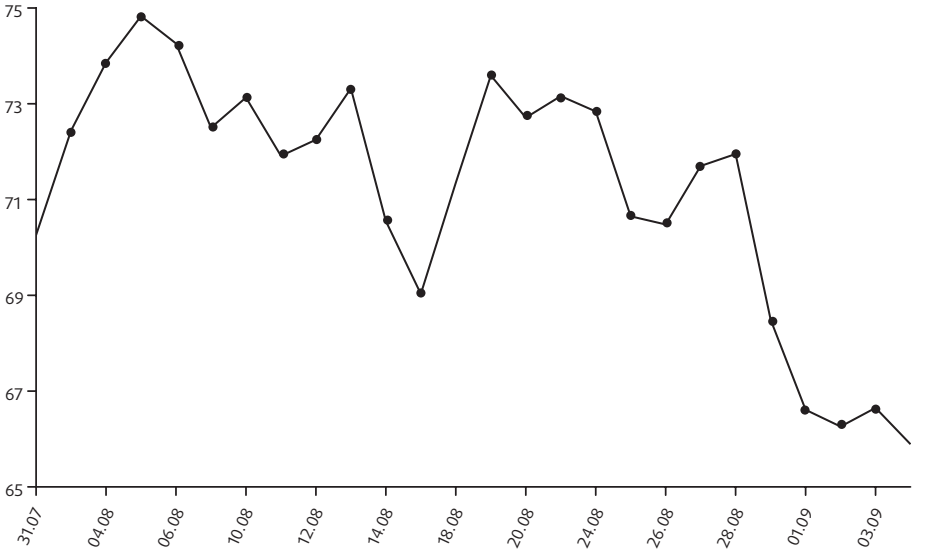
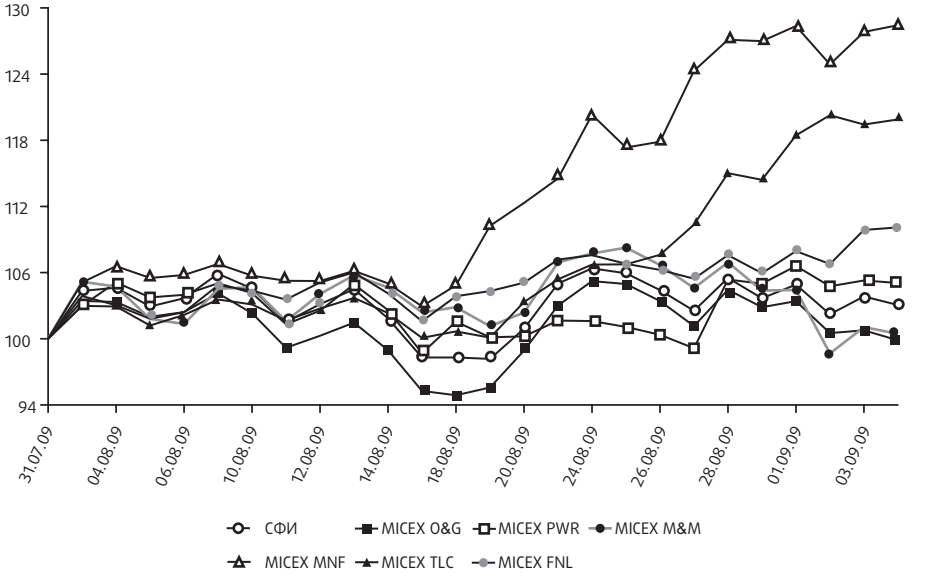


Рисунок 2. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ**



Источник: ММВБ.

Так, согласно опубликованным данным, розничные продажи в Великобритании в июле не изменились при прогнозах снижения на 0,3%, а индекс ZEW доверия к экономике Германии в августе взлетел до 56,1 пункта при прогнозах роста всего до 45 пунктов. Индекс германской сферы услуг и уровень производственной активности во Франции превысили в августе 50 пунктов, оказавшись лучше ожиданий. Также существенно выросли продажи на вторичном рынке жилья в США: в июле показатель поднялся на 7,2% — до 5,24 млн домов в годовом исчислении — при прогнозах роста всего на 2,1%.

Вдобавок ко всему оптимизм на рынках поддерживался заявлениями главы ФРС Бена Бернанке о том, что мировая экономика начинает выходить из рецессии после агрессивных действий центральных банков и правительств различных стран мира.

Между тем инвесторов разочаровали июльские статданные по американским новостройкам, число которых сократилось за месяц на 1% — до 581 тыс. домов (ожидался рост до 599 тыс.), а цены производителей упали на 0,9% (ожидалось снижение на 0,3%).

Динамика мировых цен на нефть также была негативной на фоне возросших опасений, что восстановление спроса будет не таким быстрым, как считалось ранее, о чем свидетельствовали данные по запасам сырья в США. Кроме того, давление на нефть усилилось после заявления Китая — второго крупнейшего потребителя энергоносителей в мире — о возможном сокращении инвестиций в ряд отраслей промышленности, что, естественно, должно привести к снижению мирового потребления топлива.

Лидерами повышения курсовой стоимости среди ценных бумаг, прошедших листинг на ФБ ММВБ, в августе стали акции «ТГК-2» (+49,2%), привилегированные бумаги «Сибирьтелекома» (+45,8%), «Волгателекома» (+43,9%) и

На колебания российского рынка сильное влияние оказывала динамика мировых цен на нефть, которая с середины первой декады месяца имела слабо выраженный негативный оттенок. Мировые инвесторы стали сомневаться в дальнейшем росте цен на «черное золото». Эта настороженность передавалась и российскому рынку акций.

«Северо-Западного Телекома» (+38,7%), обыкновенные акции банка «Санкт-Петербург» (+38,2%), группы «Дикси» (+37,4%), «Сибирьтелекома» (+37,2%) и «Волгателекома» (+32,9%). В свою очередь группу лидеров падения возглавили бумаги «ИнтерРАО» (-13,8%), «МРСК Урала» (-10,2%), «НМТП» (-8,6%), «Новолипецкого меткомбината» (-7,4%), банка «ВТБ» (-5,9%), «ОГК-2» (-5,7%) и «ОГК-3» (-4,9%).

Акции ВТБ, демонстрировавшие ранее активный рост на фоне ожиданий объявления цены размещения допэмиссии, с середины первой декады августа стали активно снижаться в цене после публикации финансового отчета банка по МСФО за первый квартал 2009 года, оказавшегося хуже ожиданий аналитиков (банк получил 20,5 млрд рублей чистого убытка против ожидавшегося убытка в 12,7 млрд рублей). В дальнейшем негативную реакцию инвесторов вызвала и публикация финансовых результатов банка за 7 месяцев 2009 года по РСБУ.

Из отдельных бумаг, динамика которых была примечательной в течение месяца, можно выделить акции «РусГидро», которые в первые минуты торгов 17 августа упали на 7% из-за аварии на Саяно-Шушенской ГЭС, после чего торги этими инструментами были остановлены на два дня по предписанию ФСФР России. После возобновления торгов акции компании в общей сложности упали на 25% по отношению к максимумам месяца, достигнутым 14 августа.

В свою очередь 24 августа отличились акции автомобильных компаний — лидерами подъема в этот день выступили ценные бумаги «АвтоВАЗа» и «КамАЗа», взлетевшие на новостях о создании холдинговой компании, в которую будут переданы принадлежащие госкорпорации «Ростехнология» пакеты акций «АвтоВАЗа» (25%) и «КамАЗа» (37,8%).

Китай намерен сократить избыточные мощности

Достаточно важную нотку неопределенности в ситуацию на мировых фондовых и товарных рынках внесло правительство Китая, заявившее, что рассматривает возможность ликвидации избыточных производственных мощностей в ряде отраслей промышленности, включая производство стали и цемента. Таким образом, руководство КНР пытается сдержать рост инвестиций, поддерживаемый рекордным увеличением объемов кредитования в этом году.

Китайское правительство также усилит контроль в ряде секторов угольной, стекольной и энергетической промышленности. Кроме того, будет ужесточен надзор за операциями с акциями и облигациями компаний из этих отраслей.

Китай стремится предотвратить избыточные инвестиции в производство стали и цемента, не налагая при этом каких-либо ограничений, которые могли бы поставить под угрозу экономический рост страны. Объем капитальных инвестиций китайских компаний в первом полугодии вырос на 33,5% на фоне рекордного объема кредитования, составившего за этот период 1,1 трлн долларов. Это способствовало увеличению производства стали до рекордного уровня в июле, в связи с чем цены на сталь значительно снизились.

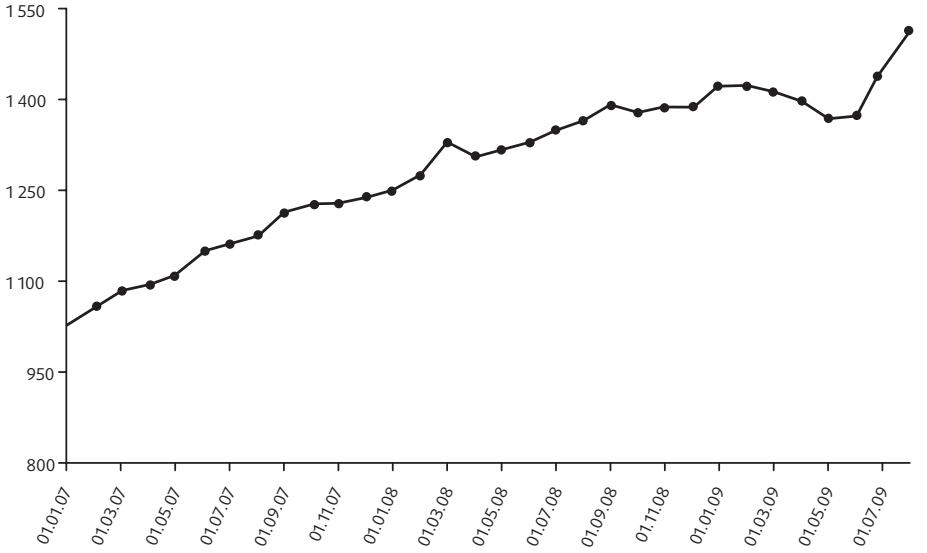
Регуляторы должны «контролировать развитие отраслей» с помощью координированного использования политик в сфере промышленности, окружающей среды и финансов. Экономика по-прежнему находится в «критическом периоде» восстановления, в течение которого правительство должно решительно сдерживать избыток производственных мощностей и излишние объемы строительства, говорится в официальном сообщении Госсовета КНР.

Премьер Госсовета КНР Вэнь Цзябао заявил, что правительство продолжит придерживаться прежней финансовой и денежно-кредитной политики, поскольку экономический подъем в стране не является стабильным и сталкивается со множеством проблем. Регуляторы не могут быть «слепо» оптимистичными, поскольку «падение внешнего спроса может продлиться в течение долгого времени», а наличие избыточных производственных мощностей негативно сказывается на темпах промышленного роста.

По мнению экспертов, в долгосрочной перспективе сокращение мощностей является позитивным фактором для китайских сталепроизводителей и производителей цемента. Ограничения «являются позитивным фактором на долгосрочную перспективу для этих отраслей, которые действительно

По мнению экспертов, в долгосрочной перспективе сокращение мощностей является позитивным фактором для китайских сталепроизводителей и производителей цемента. Ограничения «являются позитивным фактором на долгосрочную перспективу для этих отраслей, которые действительно имеют избыток мощностей».

Рисунок 3. **Поквартальная динамика объема внутреннего госдолга, выраженного в госбумагах, млрд рублей**



имеют избыток мощностей», отмечает Дэвид Фэнг из China Coal Transport & Distribution Association в Пекине.

Опасения, связанные с тем, что китайские банки могут ужесточить доступ к кредитам, способствовали снижению фондового индекса Shanghai Composite на 23% с годового максимума, достигнутого 4 августа. Китайский индикатор в этом году подскочил на 63% на оптимизме относительно роста прибылей компаний на фоне подъема экономики на 7,9% во втором квартале после минимального почти за десятилетие увеличения ВВП в первом квартале 2009 года. Однако в прошедшем месяце Shanghai Composite продемонстрировал худшие результаты из 89 фондовых индексов мира, отслеживаемых агентством Bloomberg.

Активность торгов рублевыми госбумагами летом заметно возросла

Долгое время активность на вторичном рынке рублевых гособлигаций была очень низкой, торговые обороты на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) находились в пределах полумиллиарда рублей в день, а временами не превышали и сотни миллионов рублей. Что касается первичного рынка, то он также до последнего времени не блистал активностью. Еще в октябре прошлого года под давлением рыночной конъюнктуры, когда инвесторы были склонны преимущественно продавать, а не приобретать активы, Минфин взял перерыв в размещениях. В начале этого года после нескольких не очень удачных попыток разместить краткосрочные и среднесрочные выпуски эмитент взял очередной тайм-аут в привлечении средств с помощью выпуска облигаций федерального займа.

Вместе с тем в июне-июле среднедневной оборот госбумагами на вторичных торгах ММВБ вырос до 1–2 млрд рублей, основная активность была сосредоточена

в кратко- и среднесрочных выпусках со сроком обращения от двух до четырех лет. Эти выпуски Минфин, в свою очередь, начал интенсивно размещать на рынке, причем как на первичном — в форме аукционов, так и на вторичном — в ходе торгов.

В июле произошло еще одно очень важное изменение — спрос на первичных аукционах стал значительно превышать предложение. Министерство финансов воспользовалось этой ситуацией и начало активно проводить вторичные доразмещения госбумаг, еженедельные объемы которых достигли нескольких миллиардов рублей (в частности, в июле объем таких размещений равнялся от 1,5 млрд до 7,5 млрд рублей в неделю). Кроме того, возросший интерес инвесторов к первичным размещениям позволил эмитенту резко увеличить объемы предлагаемых к размещению выпусков — в конце июля Минфин предложил рынку четырехлетний выпуск объемом 15 млрд рублей по номиналу (таких крупных выпусков на первичном рынке не наблюдалось с августа прошлого года).

В результате активизации Минфина по размещению новых выпусков облигаций госдолг России во внутренних госбумагах на 1 августа вырос до 1 трлн 511,932 млрд рублей, увеличившись в июле на 59,464 млрд рублей, или на 4,1%. За три месяца (май-июль) объем госдолга вырос на 142,74 млрд рублей, или на 10,4%, и по итогам июля впервые превысил 1,5-триллионный рубеж. Для сравнения: за весь 2008 год госдолг во внутренних госбумагах увеличился на 172,6 млрд рублей, или на 13,8%.

В июле произошло еще одно очень важное изменение — спрос на первичных аукционах стал значительно превышать предложение. Министерство финансов воспользовалось этой ситуацией и начало активно проводить вторичные доразмещения госбумаг, еженедельные объемы которых достигли нескольких миллиардов рублей.

Хороший спрос на дороге не валяется

Рост интереса инвесторов к сектору ОФЗ в последние месяцы, по мнению аналитиков, был вызван целым рядом факторов, в числе которых: укрепление рубля на фоне ослабления девальвационных ожиданий, рост свободной рублевой ликвидности в банковском секторе, относительно привлекательный уровень доходности ОФЗ, который в течение последнего года заметно вырос и стал «конкурентным» по отношению к уровню инфляции. Кроме того, свою позитивную роль сыграл и Центробанк РФ, который в последние месяцы стал проводить политику снижения ключевых ставок денежно-кредитного рынка, в том числе и по операциям РЕПО, что повысило привлекательность госбумаг с точки зрения получения прибыли от разницы в процентных ставках.

Банк России в текущем году провел пять понижений ключевых ставок денежного рынка, первое из которых состоялось 24 апреля. ЦБ РФ четырежды снижал ставки с шагом в 0,5 процентного пункта, а последний раз сокращение было более осторожным — всего 0,25 процентного пункта. В результате, с 10 августа ставка рефинансирования была установлена на уровне 10,75% годовых, а минимальный уровень ставки однодневного РЕПО составил 7,75% годовых. При этом регулятор дал понять, что перспективы дальнейшего снижения процентных ставок будут определяться развитием инфляционных тенденций, динамикой показателей кредитной активности банковского сектора и состоянием финансовых рынков, то есть вполне возможно, что стоимость ресурсов продолжит снижаться и дальше.

Кроме того, та валютная ликвидность, которая была накоплена российскими банками в период ослабления национальной валюты, весной стала вновь конвертироваться в рублевые средства.

По словам аналитика инвестиционной группы «Ренессанс Капитал» Николая Подгузова, главными участниками процесса покупки госбумаг выступают крупные российские банки, накопившие в период девальвации высокую валютную ликвидность, которая сейчас конвертируется ими в рубли. Если в начале года было очевидно, что сверхприбыль легче всего извлекать на валютном рынке, то теперь же, когда эта возможность стала ограниченной, внимание участников рынка привлекают рублевые активы с довольно высокими доходностями. При этом ситуация с банковской ликвидностью сохраняется на комфортном уровне, и в условиях снижения по объективным причинам объемов кредитования реального сектора многие банки предпочитают вкладываться в финансовые активы, в том числе и гособлигации.

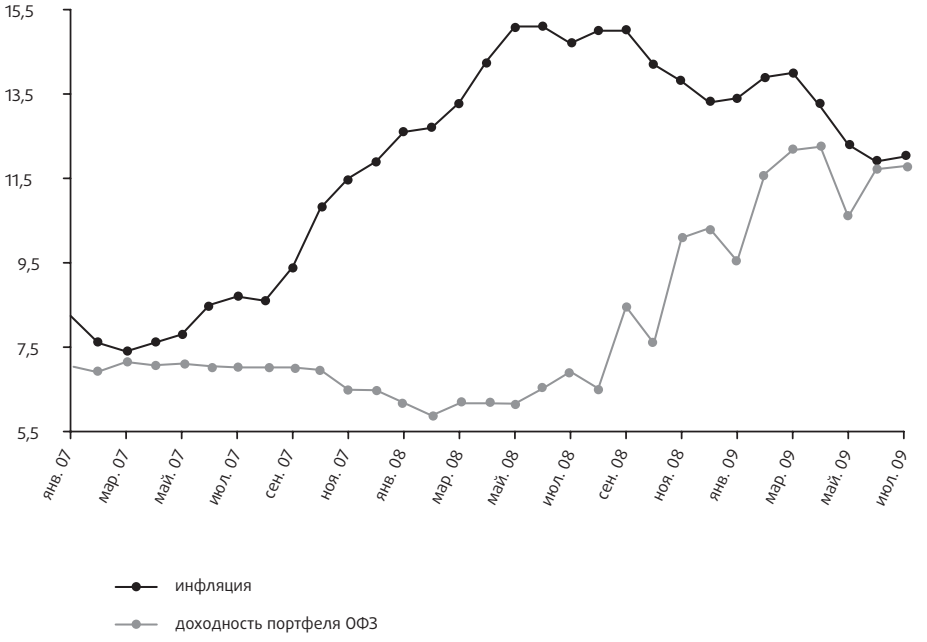
Безусловно, возрождению спроса на ОФЗ способствовал также рост общего уровня доходности госбумаг и тот факт, что Минфин на аукционах начал предоставлять премию к вторичному рынку и размещать бумаги по адекватным с точ-

Рост интереса инвесторов к сектору ОФЗ был вызван целым рядом факторов, в числе которых: укрепление рубля на фоне ослабления девальвационных ожиданий, рост свободной рублевой ликвидности в банковском секторе, относительно привлекательный уровень доходности ОФЗ, который в течение последнего года стал «конкурентным» по отношению к уровню инфляции.

Таблица. **Изменение структуры государственного внутреннего долга, выраженного в госбумагах**

	01.01.2008	01.01.2009	01.08.2009
ОФЗ-АД	64,67%	62,05%	57,10%
ОФЗ-ПД	23,09%	23,09%	25,21%
ОФЗ-ФК	4,12%	2,38%	-
ГСО-ФПС	7,29%	9,29%	8,73%
ГСО-ППС	0,83%	3,19%	8,96%

Рисунок 4. **Динамика уровня инфляции и средневзвешенной доходности ОФЗ-АД, % годовых**



ки зрения «рыночности» ставкам. Так, доходность ОФЗ с погашением в 2011-2013 годах, по данным на конец июля, находилась в диапазоне 11–12,1% годовых, при этом гарантированная возможность привлечения рефинансирования в ЦБ РФ стоила 11% годовых, а минимальный уровень ставки на аукционах прямого РЕПО (основной ориентир для сектора ОФЗ) равнялся 8% годовых.

Дать взаймы, чтобы позаимствовать

С одной стороны, аналитики объясняют возросший интерес к госбумагам их надежностью. Несмотря на то что, по мнению многих экспертов, рецессия завершилась и приближается фаза восстановления, российская статистика, например, по промышленному производству, динамике ВВП и безработице, заставляет сохранять осторожность. В контексте кризиса и дальнейшей неопределенности экономического восстановления инвесторы ищут наиболее безопасные инструменты, которыми в определенной степени являются госбумаги. С другой стороны, природа спроса сводится к тому, что крупные российские банки, приобретая ОФЗ, получают под их залог выгодное рефинансирование на аукционах прямого РЕПО.

По мнению Николая Подгузова, ОФЗ являются наиболее удобным инструментом для осуществления стратегии carry trade (игра на разнице ставок актива и стоимости его рефинансирования). «Во-первых, ОФЗ — это относительно безрисковый инструмент в рублевом пространстве, во-вторых, условия рефинансирования под ОФЗ самые выгодные, например, ЦБ РФ принимает в залог эти инструменты без дисконта, в то время как по другим облигациям Центробанк предоставляет только часть средств от стоимости бумаг», — считает он.

В то же время Николай Подгузов отмечает, что, несмотря на то что в значительной мере привлекательность вложений в ОФЗ обусловлена удобством

реализации стратегии carry trade, долгосрочные инвесторы также заинтересованы в покупке гособлигаций. Дело в том, что впервые за долгое время доходность по отдельным выпускам гособязательств стала превышать уровень инфляции, а это одно из ключевых условий для покупки долговых инструментов неспекулятивными инвесторами.

Минфин активизирует внутренние заимствования

Согласно прогнозам большинства экономистов, а также самого Минфина, в ближайшие несколько лет России придется жить при дефицитном бюджете, поскольку в результате кризиса резко снизился объем бюджетных поступлений, в то время как возможности по сокращению расходной части бюджета ограниченны. Частично финансировать дефицит бюджета предполагается за счет активизации выпуска рублевых госбумаг. Таким образом, предложение гособязательств в ближайшие годы продолжит нарастать. При этом, возможно, эмитент, размещавший в последнее время 2–4-летние серии госбумаг, решится на размещение более долгосрочных выпусков, которые были «забыты» с сентября прошлого года.

Такого рода бумагами могут, в частности, стать ОФЗ, предназначенные для капитализации банков, к выпуску которых Минфин может приступить в октябре-ноябре текущего года. По словам замминистра финансов РФ Дмитрия Панкина, несмотря на то что эти бумаги пойдут не на аукционы, а банкам, Минфин будет стремиться к рыночным условиям при размещении, и их доходность, «наверное, будет определяться на основе текущих рыночных котировок сходных бумаг».

Правительство РФ разрешило Минфину в 2009 году осуществить выпуск гособлигаций в объеме до 535,8 млрд рублей, в том числе ОФЗ — до 410 млрд рублей и ГСО — до 125,8 млрд рублей. Объем валовых внутренних заимствований в следующем году, согласно планам правительства, может составить 844,1 млрд рублей, в 2011 году — 957,5 млрд рублей, в 2012 году — 755,4 млрд рублей.

Аналитик «Ренессанс Капитала» отмечает, что существует целый набор факторов, который позволяет говорить о том, что спрос на государственные облигации в ближайшее время будет весьма устойчивым. «Банк России, скорее всего, продолжит снижать ставки, ситуация на товарных рынках обусловливает относительную стабильность курса рубля и, возможно, его некоторое укрепление. Инфляция по-прежнему находится на снижающемся тренде, и реальные процентные ставки останутся положительными. Такое развитие ситуации и дальше должно способствовать привлечению всех классов инвесторов в наиболее качественные долговые инструменты, в том числе ОФЗ», — отмечает Николай Подгузов.

По мнению аналитиков банка «Траст», для обеспечения спроса на госбумаги необходимо выполнение нескольких условий, часть из которых сейчас не представляет проблемы. Первым условием эксперты называют наличие избыточной рублевой ликвидности, вторым — низкие ставки по инструментам рефинансирования ЦБ РФ. Третье — это готовность Минфина предоставлять адекватную доходность, что также выполняется, — в последнее время размещения проходят по рыночным ставкам, а расчетная ставка привлечения на 2010 год составляет 13% годовых.

«С четвертым условием — отсутствием девальвационных ожиданий — дело обстоит сложнее. Они могут возникнуть в том случае, если, например, цены на нефть снизятся до 40 долларов за баррель, это если говорить о краткосрочной перспективе. В перспективе год-полтора рубль может оказаться под давлением растущих проблем в экономике», — считают аналитики банка «Траст».

По мнению экспертов, высокий объем внутреннего долга составляет прямую конкуренцию корпоративным заимствованиям, объем которых в 2010 году, по различным оценкам, может составить около 2 трлн рублей. В связи с этим Минфин, с одной стороны, для удачного размещения планируемых объемов будет вынужден предоставлять участникам рынка конкурентные доходности, а с другой — сдерживать их, поддерживая комфортный уровень ставок для корпоративных заемщиков. ◻

Высокий объем внутреннего долга составляет прямую конкуренцию корпоративным заимствованиям. В связи с этим Минфин, с одной стороны, для удачного размещения планируемых объемов будет вынужден предоставлять участникам рынка конкурентные доходности, а с другой — сдерживать их, поддерживая комфортный уровень ставок для корпоративных заемщиков.

Сергей Аврамов
член Правления, начальник юридического департамента ЗАО «БНП ПАРИБА», генеральный консультант по правовым вопросам группы BNP Paribas в России

Лекарство от болезней роста?

В России появилась стандартная договорная документация для рынка деривативов

НАУФОР, Ассоциация российских банков и Национальная валютная ассоциация завершили работу над пакетом документов, появление которых будет способствовать дальнейшему развитию российского внебиржевого срочного рынка и его интеграции в мировой рынок.

Долгожданная стандартная договорная документация по срочным сделкам на финансовых рынках, регулируемая нормами российского законодательства, наконец появилась. Это означает, что у российского рынка срочных сделок теперь есть все необходимое для того, чтобы быть цивилизованным, конкурентоспособным и интегрированным в мировой рынок деривативов.

Данная документация была разработана тремя российскими ассоциациями (АРБ, НВА, НАУФОР) с привлечением представителей российских регуляторов[1] и ведущих российских экспертов по срочным рынкам. Она представляет собой целую структуру из примерных договоров, приложений и подтверждений, в основных чертах воспроизводящих модель, структуру и содержание принятой в мировой практике договорной документации ISDA[2] для срочного рынка, и предназначена для регулирования его многочисленных инструментов с разнообразными базовыми активами, включая валюту, индексы и ценные бумаги. Сильной стороной документации является то, что и по терминологии, и по инструментарию, и по основным ее положениям она вполне совместима со сложившейся международной рыночной практикой и, следовательно, будет комфортной и привычной как для российских банков и компаний, заключающих срочные сделки по стандартам ISDA, так и для подавляющего большинства их иностранных контрагентов.

Вместе с тем чрезвычайно важно, что документация базируется на ГК РФ, нормах законодательства, регулирующего рынок банковских услуг и рынок ценных бумаг, а также Стандартах, разработанных ассоциациями в предыдущие годы[3], и договорах, используемых до настоящего времени ведущими отечественными банками — участниками срочных сделок.

Таким образом, в принципе, созданы основательные предпосылки для того, чтобы данная документация была воспринята и востребована в России как стандартная договорная база для рынка срочных сделок и трансформировалась в обычаи делового оборота, которые, как известно, непосредственно определены в статье 5 ГК РФ и входят в систему источников гражданского права.

Однако при этом сложно согласиться с мнением некоторых экспертов, считающих, что такая трансформация совершится мгновенно, и уже начавших гордо именовать ее нашим «гражданским кодексом» по деривативам.

Полагаем, напротив, что постепенное превращение документации в обычаи делового оборота возможно лишь через практику, а практика, в свою очередь, появится только после того, как участники рынка деривативов объективно удостоверятся в том, что данная документация не только приемлема для бизнес-сообщества, но также принята и рекомендована для рынка регуляторами, отраженные в ней правовые институты и конструкции имплементированы в законодательство и, не в последнюю очередь, она поддержана российскими судами.

Законодательство и правоприменительная практика (на примере ликвидационного неттинга)

Однако для достижения этого требуется успешно решить ряд проблем. И в качестве приоритетной по важности, безусловно, следует назвать развитие в России законодательной базы, более комфортной как для российских, так и для иностранных участников срочных сделок (что придавало бы необходимый импульс для ускорения развития российского рынка деривативов).

Причина этому очевидна: поскольку в соответствии с российской цивилистической доктриной положения гражданско-правовых договоров не могут вступать в противоречие с императивными нормами российского законодательства, то даже самые прогрессивные и благоприятные для бизнеса положения разработанной документации и вводимые с ее помощью в обиход правовые институты без поддерживающей их законодательной базы работать просто не будут.

Характерным примером этому является институт **ликвидационного неттинга**. Напомним, что в настоящее время ликвидационному неттингу — в отличие, заметим, от расчетного неттинга (зачет) и новационного неттинга (новация) — в действующем российском гражданском законодательстве, к сожалению, нет правовых аналогов. В результате существует серьезный правовой риск невозможности незамедлительного и единовременного исполнения обязательств по срочной сделке со стороны контрагента, в отношении которого начата процедура банкротства, поскольку механизм применения ликвидационного неттинга вступает в очевидное противоречие с императивными нормами российских законов о несостоятельности (банкротстве), регулирующими порядок и последовательность расчетов несостоятельного контрагента с кредиторами. А это, в свою очередь, может привести к «эффекту домино» в плане неисполнения обязательств по другим взаимосвязанным срочным сделкам, что создает уже системный риск для российского срочного рынка.

Пока института ликвидационного неттинга нет в законодательстве, данный институт в России нельзя будет эффективно применять безотносительно от того, что всему рынку он настоятельно необходим для ограничения правовых рисков, что для совершения срочных сделок разработана стандартизированная договорная база, в которой ликвидационной неттинг прописан в комфортном для рынка ключе, и что даже существуют судебные решения, создающие благоприятный фон для использования этого института.

Если говорить о **судебной практике**, то в данном случае наиболее «позитивным» для целей использования неттинга можно считать получившее известность на рынке определение Высшего арбитражного суда РФ № 6260/07 от 28 мая 2007 года.

Суть определения сводится к следующему: отказав истцу — Агентству по страхованию вкладов, действовавшему в качестве конкурсного управляющего ООО «КБ Содбизнесбанк», в признании недействительным зачета однородных требований, произведенного между ответчиком — ОАО «Альфа-Банк» и ООО «КБ Содбизнесбанк», суд указал, что взаимное получение денежных средств не являлось самостоятельной сделкой, и оспариваемыми действиями стороны лишь завершили расчеты по прекращенным обязательствам в рамках заключенного соглашения.

Положительным в данном случае нам видится возможность использования при толковании неттинга, включая ликвидационный неттинг, указанной выше мотивировочной части данного определения для подготовки аргументации при участии в иных судебных процессах по сходным случаям.

Вместе с тем мы далеки от эйфории по поводу появления данного определения и понимания его как панацеи от дальнейшей негативной для рынка судебной практики, связанной с деривативами. Ведь следует учитывать, что Россия не является страной прецедентного права. Исходя из содержания статьи 3 ГК РФ данное определение не является документом, относящимся к массиву гражданского законодательства, то есть оно не может распространяться на все подобного рода сделки. Оно принято по конкретному частному делу, исходя из его материалов, квалификации и действий сторон процесса при реализации принципа состязательности.

Однако мотивировка определения может и не применяться арбитражными судами в зависимости от тех или иных

обстоятельств, свойственных каждому конкретному делу, а именно: качества документации, способности сторон (заинтересованной стороны) той или иной сделки обосновать свою позицию, доказать соответствующее утверждение и т.п.

Таким образом, в зависимости от конкретных обстоятельств дела, а также с учетом его материалов риск квалификации российскими арбитражными судами ликвидационного неттинга не как «завершения расчетов» (как то имело место в определении), а как «действия, направленного на установление, изменение или прекращение гражданских прав и обязанностей», то есть понятия сделки согласно статье 153 ГК РФ, представляется нам весьма существенным. Интерпретация же ликвидационного неттинга как самостоятельной сделки может привести к применению в случае банкротства одной из сторон срочной сделки статьи 103 Закона «О несостоятельности (банкротстве)» или пункта 2 статьи 28 Закона «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций» (для кредитных организаций), а именно — признания такой сделки (неттинга) недействительной с соответствующими гражданско-правовыми последствиями (реституцией).

Конечно, хочется верить, что постепенное создание арбитражной практики по данному вопросу сможет поспособствовать развитию института ликвидационного неттинга в России с точки зрения его квалификации арбитражными судами как «завершения расчетов». Тем не менее при этом необходимо учитывать наличие риска последствий недействительности ликвидационного неттинга (как сделки) по основаниям, изложенным выше.

Не спорим, что изложенный подход можно посчитать достаточно консервативным. Тем не менее, представляя организацию, непосредственно и активно работающую на срочном рынке и стремящуюся при этом в максимальной степени оградить себя от рисков, рекомендуем и своим коллегам, и другим участникам рынка, во избежание финансовых потерь, не полагаться чрезмерно на отдельные решения российских судов — пусть и благоприятные для бизнеса — но, с учетом отсутствия в России прецедентной системы права, основывать свою практику и конструировать соответствующие договоры, исходя именно из норм российского законодательства, в особенности императивных, в их традиционной интерпретации[4].

«Суррогатные» механизмы

При этом мы далеки от утверждения, что в условиях нынешнего законодательного регулирования стороны по срочным сделкам якобы не смогут предусмотреть в своих договорах российского права механизмы, позволяющие минимизировать риски неисполнения обязательств по таким сделкам со стороны контрагента, которому грозит несостоятельность. Напротив, целый ряд участников срочного рынка на практике решают эту проблему, используя в договорах, как правило, следующие механизмы:

- существенное ухудшение финансового положения контрагента по срочной сделке определяется в договоре как один из случаев неисполнения обязательств (event of default), что дает другому контрагенту основание для досрочного расторжения сделки[5];
- в договоре предусматривается право безакцептного списания (direct debit right) денежных средств клиента с его счета, открытого в банке, лицом, являющимся стороной по срочной сделке или аффилированным лицом данной стороны либо же получившим от данной стороны четкие инструкции на предмет такого списания.

Однако, используя упомянутые выше механизмы, участники российского рынка срочных сделок должны отдавать себе отчет в том, что данные механизмы, по сути, представляют собой все же некие «суррогаты», не снимающие полностью рисков неисполнения обязательств, возникающих при банкротстве контрагента, так комплексно, как этого можно добиться, лишь применяя институт ликвидационного неттинга.

Учитывая все вышеизложенное, считаем, что не наличие института ликвидационного неттинга в договорной документации *per se* и даже не наличие отдельных комфортных для бизнеса судебных решений, а лишь утверждение его в законодательстве внесет решающий вклад в устранение указанных рисков и даст возможность наконец-то применять данный институт в России на практике. Хотим отметить, что необходимость введения механизма ликвидационного неттинга предусмотрена и в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденной в прошлом году Правительством РФ[6].

Новый законопроект

В этом контексте представляется весьма отрадным тот факт, что во исполнение поставленной задачи в апреле сего года в Государственную думу Правительством РФ был внесен **проект закона** «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части введения механизма ликвидационного неттинга). Закрепление ликвидационного неттинга именно на уровне федерального закона, безусловно, окажет влияние на позицию российских судов при рассмотрении споров, связанных с несостоятельностью сторон по срочным сделкам.

Весьма позитивно также то, что изменения предусматриваются «пакетными», т.е. будут вноситься не только в закон «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций» — а такой вариант на определенном этапе обсуждался, — но одновременно и в закон «О несостоятельности (банкротстве)», и в закон «О рынке ценных бумаг»,

поскольку лишь в этом случае институт ликвидационного неттинга будет распространяться не только на кредитные организации, но и на профессиональных участников рынка ценных бумаг, а в перспективе, надеемся, и на иных участников срочного рынка в России, наделяя их равными возможностями и в отношении осуществления своих прав в случае банкротства контрагента по срочной сделке.

Что касается содержательной части этого скупого на слова законопроекта, наиболее существенным нам представляется введение посредством его принятия в законодательный инструментарий — причем именно в контексте ликвидационного неттинга — институтов «нетто обязательство» и «единый договор», которые позволят участникам срочного рынка одновременно прекращать все денежные обязательства с несостоятельным контрагентом по всем срочным сделкам, которые стороны по своему усмотрению при заключении объединили в такой единый договор. Именно это должно избавить сторону-кредитора от долгого «стояния в очереди» вместе с другими кредиторами несостоятельного должника в ожидании удовлетворения своих требований, притом в непредсказуемом объеме, лишь по завершении процедуры банкротства.

Другой «позитивный заряд», который несет в себе законопроект, на наш взгляд, заключается в разрешении участникам срочного рынка неттинговать взаимные обязательства по сделкам, объединенным в единый договор, именно во всей своей совокупности. Надеемся, что эта норма воспрепятствует конкурсному управляющему оспаривать сделки, заключенные до даты открытия конкурсного производства, которые были им произвольно выбраны как наиболее привлекательные с финансовой точки зрения части дебиторской задолженности (так называемый подход «cherry picking»).

Наконец, участников рынка не может не порадовать то, что в законопроекте — по крайней мере в нынешней редакции — не предусмотрено введение регистрации срочных сделок либо при посредстве специализированного регистрирующего органа, либо через участие в системе клиринга[7]. В принципе, установление режима регистрации, вероятно, имело бы и позитивную сторону, поскольку благодаря ему можно было бы более эффективно селектировать сделки, которые по своей природе действительно являются срочными и в отношении которых позволительно будет применять весьма благоприятный институт ликвидационного неттинга, отделяя их от притворных сделок, неправомерно объявленных «срочными» их недобросовестными сторонами лишь для того, чтобы получить возможность распространить режим ликвидационного неттинга и на такие сделки. Однако, с другой стороны, регистрация срочных сделок обернулась бы для участников рынка деривативов дополнительными транзакционными издержками в виде регистрационных сборов и определенной потерей мобильности, вызванной необходимостью каждый раз при заключении сделок проходить процедуру регистрации.

Пока проект не стал законом...

Наряду с вышеперечисленными достоинствами нынешняя редакция законопроекта, на наш взгляд, имеет и некоторые **недостатки**.

Прежде всего, из текста законопроекта вытекает, что требования кредиторов по нетто-обязательствам их несостоятельных контрагентов смогут удовлетворяться лишь в третью очередь, то есть лишь после удовлетворения большинства требований, включая требования по налоговой задолженности. Это неизбежно уменьшит вероятность возмещения своих средств от несостоятельного должника в полном объеме.

Далее, согласно законопроекту, оценка разницы между договорной ценой и рыночной стоимостью срочных сделок, заключенных на внебиржевом рынке, в том случае, если аналогичные сделки с тем же базисным активом не совершаются на организованном рынке, должна будет определяться независимым оценщиком. В целом, концепция оценки стоимости имущества и сделок независимым оценщиком является обычной для российского гражданского права. Однако для данного случая в проекте закона устанавливается порядок, при котором независимый оценщик будет привлекаться по усмотрению конкурсного управляющего. Реализация данного принципа, притом с учетом недостаточности объективных критериев оценки цены сделки, может привести к риску предвзятого подхода в оценке цены внебиржевой срочной сделки и, как следствие, к ее недостаточной объективности.

Кроме того, законопроект, в принципе, оставляет возможность отказа от исполнения обязательств по срочным сделкам в рамках процедуры несостоятельности даже в том случае, если соответствующие обязательства возникли из единого договора. По нашему мнению, это противоречит провозглашаемому принципу универсальности в применении института ликвидационного неттинга для срочных сделок, хотя, согласно логике законопроекта, такой отказ и должен был бы распространяться на всю совокупность обязательств, возникших из этого договора.

Еще один недостаток законопроекта, о котором мы считаем целесообразным упомянуть, связан с тем, что в нем, к сожалению, не нашла поддержки уже отмеченная в настоящей статье мотивировочная часть Определения ВАС РФ № 6260/07 от 28 мая 2007 года, трактующая неттинг по обязательствам, вытекающим из срочных сделок, не как самостоятельную сделку, а как завершение расчетов по прекращен-

ным обязательствам, возникшим ранее, то есть при заключении срочной сделки. Фиксация данного подхода на уровне федерального закона, по нашему мнению, весьма поспособствовала бы — особенно на первом этапе — формированию в России судебной практики, благоприятной для целей использования института ликвидационного неттинга участниками российского рынка срочных сделок.

Наряду с приведенными выше замечаниями к содержательной части законопроекта хотелось бы высказать свое мнение и по поводу процесса работы над текстом проекта у регулятора и его последующего согласования с вовлеченными в процесс ведомствами. На наш взгляд, текст законопроекта подготавливался весьма кулуарно, с задействованием преимущественно внутренних интеллектуальных ресурсов регулятора и, за редкими исключениями, без вовлечения в работу экспертов с рынка. Думается, что более интерактивный и транспарентный режим работы над законопроектом оказал бы позитивное влияние на содержание норм, которые призван ввести законопроект, и поспособствовал бы достижению лучшего баланса интересов регуляторов и участников отечественного срочного рынка. С учетом этого хотелось бы пожелать большего содержательного и организационного взаимодействия между законодателями, регуляторами и участниками рынка на этапе работы над проектом непосредственно в Государственной думе РФ.

В целом же, несмотря на высказанные ранее замечания, не можем не выразить своей радости по поводу появления проекта долгожданного закона о ликвидационном неттинге. Убеждены в том, что принятие закона, вводящего институт ликвидационного неттинга в России, будет являть собой второй важный шаг российских законодателей и регуляторов — после принятия поправок к статье 1062 ГК РФ в феврале 2007 года и тем самым введения судебной защиты для расчетных срочных сделок, заключаемых рядом контрагентов, — направленный на создание условий для развития в нашей стране цивилизованного и конкурентоспособного срочного рынка.

Обеспечение срочных сделок

Отдельного упоминания именно в контексте взаимосвязи стандартной договорной документации, разработанной для срочного рынка, и его законодательного регулирования заслуживает тема **обеспечения** срочных сделок. И в этом случае разработчикам документации и экспертам, участвовавшим в ее обсуждении и доработке, приходилось учитывать препятствия, которые традиционное российское гражданское законодательство, к сожалению, все еще ставит на пути развития специализированного обеспечения срочных сделок, эффективного и комфортного для рынка, и находить компромиссные варианты.

В отличие от всех других разделов стандартной документации, когда эксперты подключались к работе на этапе получения от разработчиков первого проекта текста соответствующего раздела, при разработке обеспечительного сегмента документации разработчики и эксперты начали с концептуального обсуждения самой модели обеспечения, которую целесообразно было бы предпочесть с учетом существующих законодательных рамок (или, точнее сказать, барьеров) и детерминированной ими практики российских обеспечительных сделок, с одной стороны, и обеспечительных институтов и технологий, привычных и удобных для участников международного рынка деривативов и нашедших отражение в документации ISDA[8], с другой.

В процессе концептуального обсуждения были рассмотрены следующие три модели обеспечения:

- залог имущества, прежде всего ценных бумаг;
- взаимные займы, предоставляемые участниками срочной сделки друг другу при существенном изменении рыночной стоимости сделки;
- уплата маржи участниками срочной сделки друг другу в зависимости от переоценки рыночной стоимости сделки.

В результате эксперты остановились на третьем варианте.

Первый вариант — залог — несмотря на то что в настоящее время в России этот институт является наиболее распространенным видом обеспечения, не был выбран прежде всего по той причине, что согласно действующему законодательству существенным условием договора залога является стоимость залога, которая в договоре должна быть определена и может изменяться лишь путем изменения условий договора. А в условиях внебиржевого срочного рынка, когда обеспечение должно быть чрезвычайно гибким и отражать постоянные колебания стоимости базисного актива, необходимость постоянного перезаключения договора залога представляется серьезным ограничением оперативности бизнеса. Вследствие этого институт залога на данном этапе представляется неэффективным и потому неприемлемым для внебиржевых срочных сделок.

Что касается взаимных займов, их использование участниками российского рынка деривативов было бы невозможно потому, что для целей обеспечения срочных сделок они должны были бы быть только беспроцентными, в то время как в России суды склонны расценивать выдачу беспроцентных займов на постоянной основе как притворные сделки, прикрывающие выдачу кредитов, чем согласно российскому законодательству правомочны заниматься лишь кредитные организации. Но и кредитным организациям нельзя было бы выдавать такие кредиты, поскольку российское гражданское право признает только процентные кредиты, что не вписывается в концепцию обеспечения срочных сделок.

Таким образом, обеспечительная часть разработанной стандартной документации была сконструирована на основе концепции margin calls, т.е. принципа периодической уплаты участниками срочной сделки друг другу маржи в зависимости от переоценки рыночной стоимости сделки под влиянием изменения рыночных условий, прежде всего стоимости базисного актива. При этом размер платежа для целей уплаты и возврата маржи должен будет рассчитываться в соответствии с текущей рыночной стоимостью срочной сделки, а получатель маржи по Соглашению о вариационной марже будет обязан возвратить полученные в виде маржи суммы по мере исполнения своим контрагентом обязательств по данной сделке.

Выбирая модель уплаты вариационной маржи как способ обеспечения срочных сделок, разработчики документации и эксперты руководствовались теми соображениями, что, во-первых, данная модель не вступает в противоречие с нормами действующего российского гражданского и специального законодательства, а, во-вторых, не является новой для российской практики обеспечения других видов сделок на финансовых рынках — как биржевых, так и небиржевых, то есть она достаточно привычна как для участников рынка, так и для регуляторов. Это, по мнению экспертов, будет снижать риски применения данной обеспечительной модели, хотя пока и неясно, как именно расценят такой «атипичный» способ обеспечения российские суды.

Вместе с тем мы приветствовали бы появление возможности использовать в России **иные институты обеспечения** по мере дальнейшего развития законодательного регулирования финансовых рынков и, в частности, рынка срочных сделок.

В этой связи мы рекомендовали бы законодателям и регуляторам рассмотреть вопрос о введении нового вида банковских счетов — так называемых «номинальных счетов» (аналога получивших широкое распространение за рубежом счетов escrow). Преимущество номинальных счетов для целей обеспечения сделок, заключаемых, в том числе, на срочном рынке, состоит в том, что средства, помещенные контрагентом на такой счет, можно будет использовать исключительно для целей обеспечения в случае неисполнения данным контрагентом своих обязательств по основной сделке. В то же время в законодательстве должен был бы содержаться запрет на использование средств, помещенных на «номинальные счета» как владельцами, так и банками-посредниками для всех иных целей. Кроме того, по нашему мнению, целесообразно было бы ввести запрет и на использование судебными приставами по требованию кредиторов средств с такого счета для погашения долгов владельца счета в случае его банкротства и включения данных средств в конкурсную массу. Полагаем, что введение «номинальных счетов» предоставило бы участникам финансового, в том числе срочного, рынка бóльшие гарантии сохранности средств, предназначенных для обеспечения их сделок, и повысило привлекательность российского рынка срочных сделок как для российских, так и для иностранных участников.

Кроме того, для участников рынка было бы удобно использовать в качестве обеспечения исполнения обязательств по срочным сделкам банковские вклады — при условии, конечно, внесения соответствующих изменений в главы 23, 44 Гражданского кодекса, а также в подзаконные нормативные акты, действующие в отношении режимов депозитных счетов. В результате таких изменений банк-участник рынка срочных сделок был бы вправе в случае, предусмотренном основным обязательством, обратить в свою собственность (полностью или частично) средства корпоративного клиента, размещенные на депозитном счете, во исполнение соответствующего обязательства клиента по основному договору, не возвращая при этом средства депозита вкладчика на его расчетный счет.

Далее, было бы рациональным прямо предусмотреть в законодательстве, в том числе в главе 44 Гражданского кодекса, возможность размещения мультивалютных банковских вкладов, которые позволили бы вкладчику — коммерческой организации, разместившей вклад в одной валюте, — при наступлении согласованных с банком условий и без использования расчетных счетов данного вкладчика получить сумму вклада и проценты по нему в другой валюте по согласованному курсу, иному, нежели валюта размещения. Данный подход с использованием разных валют в отношении депозитных счетов юридических лиц, открытых в банках с учетом большей правовой определенности в данном вопросе, мог бы быть применен, в частности, при заключении срочных сделок, направленных на компенсацию (хеджирование) валютных рисков юридическими лицами — клиентами российских банков.

В завершение хотелось бы упомянуть о том, что появление в России стандартной договорной документации по срочным сделкам на финансовых рынках, регулируемой нормами российского законодательства, не должно восприниматься как завершение работы над ней. Данная мысль кажется парадоксом лишь на первый взгляд. Ведь и законодательство, и практика финансовых рынков в целом и срочного рынка, отличающегося чрезвычайной динамичностью, в особенности, постоянно развиваются и трансформируются. Появляются и непременно будут появляться все новые и новые нормы и реалии, которые необходимо будет отражать в документации — иначе она неизбежно будет устаревать и все менее соответствовать требованиям рынка.

Следовательно, потребуется непрестанная работа по качественному и оперативному администрированию стандартной документации. И будем надеяться, что такая кропотливая, высоколобая и ответственная работа будет проводиться в нашей стране на постоянной и солидной основе и на должном организационном и интеллектуальном уровне, подобно тому, как работа по администрированию документации для международных рынков деривативов осуществляется организацией ISDA. Ведь лишь в этом случае разработанная ныне стандартная договорная документация по срочным сделкам останется востребованной участниками срочного рынка и внесет свой вклад в развитие финансового рынка в России и его интеграцию в мировую экономику в среднесрочной и долгосрочной перспективе. ◻

Примечания и комментарии

[1] Прежде всего ФСФР и Банка России.

[2] International Swaps and Derivatives Association — Международная ассоциация свопов и деривативов.

[3] В частности, Стандартах и Правилах проведения операций на российском валютном и денежном рынках НВА.

[4] Любопытно, что институт ликвидационного неттинга служит индикатором жесткого доминирования императивных норм законодательства над иными источниками права в восприятии российских судов. Это явствует из сравнения ситуации в нашей стране с законодательством и судебной практикой в большинстве других стран с рыночной экономикой. Ведь далеко не во всех таких юрисдикциях данный институт вообще введен на законодательном уровне. Но при этом перед любым судьей в любой из этих стран встала бы угроза потери своей профессиональной репутации, если бы он усомнился в действительности данного института, поскольку институт ликвидационного неттинга содержится в стандартной договорной базе для рынка срочных сделок, активно используемой участниками рынка, и превратился в один из обычаев делового оборота. При этом не существенно, идет ли речь о договоре ISDA непосредственно или его модификациях, разработанных в свое время для конкретных стран (например, Франции, Германии, Бельгии и др.) с учетом их национального законодательства и деловых традиций, как и то, относится ли данная страна к юрисдикциям общего права (common law) или континентально-европейской системе права.

[5] Впрочем, очевидно, что данный механизм целесообразно использовать лишь при наличии у участника срочного рынка квалифицированной аналитической службы, способной эффективно отслеживать и адекватно оценивать финансовое состояние каждого из контрагентов данного участника в его динамике.

[6] См. разделы II и IV Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденной Распоряжением Правительства РФ от 29.12.2008 г. № 2043-р.

[7] Несмотря на то что, по нашему сведению, идея о введении регистрации высказывалась некоторыми экспертами при подготовке законопроекта.

[8] Здесь прежде всего имеется в виду обеспечительное приложение к документации ISDA Credit Support Annex (CSA).

Улюкаев А. В. Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы.
М., Издательство «Дело» АНХ, 2008. — 208 с.

В кризис Центральный банк оказался главным проводником ликвидности в банковскую систему России, которая больше не может кредитоваться в привычных для нее объемах на внешних рынках. В связи с возросшей ролью инструментов Банка России вопросы проводимой им денежно-кредитной политики интересуют теперь не только экономистов, но и людей, достаточно далеких от мира финансов.

Книга первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева «Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы» ориентируется именно на такой спрос, поскольку посвящена анализу денежно-кредитной политики Центрального банка.

Автор обозначает основные задачи, которые стоят перед Банком России сегодня. И значительная роль отводится анализу главной из них – переходу к режиму таргетирования инфляции, который сегодня приобретает все большую популярность в мире. Несмотря на то что в соответствии с основными направлениями государственной денежно-кредитной политики на период 2009–2011 годов приоритетной задачей является последовательное снижение инфляции, для полного перехода к режиму инфляционного таргетирования Банку России еще очень многое предстоит сделать. По этой причине автор анализирует ключевые условия перехода на данный режим, выявляет его положительные стороны, отмечая при этом и его явные недостатки, и, наконец, оценивает возможности перехода России к инфляционному таргетированию.

В продолжение анализа данной задачи автор выделяет роль Стабилизационного фонда Российской Федерации как главного инструмента стерилизации ликвидности, поступающей в страну от экспорта сырья, и его влияние на российскую денежно-кредитную политику. Кроме того, рассматривается международный опыт создания подобных фондов, а также дается оценка эффективности его управлением в России.

В книге также описан ряд других инструментов стерилизации ликвидности в мировой финансовой практике: операции на открытом рынке, использование ценных бумаг правительств, изменение нормы резервирования, перемещение депозитов государственных органов в центральные банки, валютные свопы, форвардные контракты и валютные опционы, контроль потоков капитала.

Автор рассматривает влияние денежно-кредитной политики Банка России на реальный сектор экономики, дает оценку влиянию девальвации на производительность. Особый интерес вызывает представленная им система мониторинга нестабильности и кризисных явлений на финансовом рынке.

Наталья Терентьева
специалист аппарата Комитета по финансовым рынкам и денежному обращению Совета Федерации