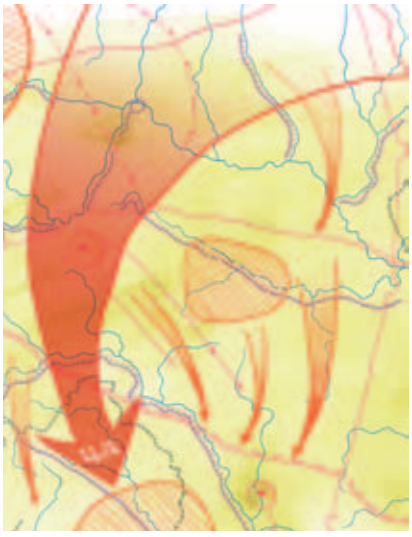
Содержание

№8, август 2011



Жизнь в эпоху перемен

Председатель Правления НРД Эдди Астанин рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о способах получить совершенно особый track record, о стратегических целях на трехлетнюю перспективу и возможностях расширения на постсоветском пространстве.

8

47

Пробить новое русло

В России назрела необходимость создать новую модель организации сбережений населения.

ТЕМА НОМЕРА: ЖИЗНЬ В ЭПОХУ ПЕРЕМЕН

4

Фокус – все-таки Россия

Заместитель председателя правления Сбербанка Белла Златкис рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, в чем состоит главный вывод для российских эмитентов, размещающихся за рубежом, после запуска РДР «Русала», по силам ли Москве добиться существенного роста размещений внутри страны.

18

Новая экономическая многополярность

О том, каков «диагноз» состояния мировой экономики и каковы могут быть последствия, говорят участники круглого стола НАУФОР — главный экономист «Дойче Банка» Ярослав Лисоволик, директор Центра развития фондового рынка Юрий Данилов и главный экономист «Тройки Диалог» Евгений Гавриленков. Модератор — Ирина Слюсарева («Вестник НАУФОР»).

МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ

34

Уже не максимальный

Рушится еще один миф — что превосходство развитых стран позволяет им жить в долг, то есть потреблять больше, нежели зарабатывать. А ведь достаточно долго казалось, что государственный и частный долг этих стран может расти вечно. Но чудес не бывает. Поэтому и разразился нынешний кризис.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

40

Дефолт or not? О нет!

Решение агентства Moody's поставить рейтинг США «Ааа» на пересмотр с возможностью понижения оказывало давление на мировые рынки в июле.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

54

На энтузиазме

Высокий уровень промышленного развития Уральского региона обеспечивает огромный потенциал для деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и высокий интерес СМИ к фондовому рынку в регионе. Однако роста индустрии лицензированных посредников не происходит. О причинах размышляет директор Уральского филиала НАУФОР Радик Ахметшин.

58

Поймать волну

Генеральный директор компании «Витус» Сергей Чернов рассказывает «Вестнику НАУФОР», каково место региональных компаний в послекризисный период, каков портрет нынешнего клиента, и о том, каков взгляд региональных брокеров на нововведения законодательства и новую архитектуру российского рынка.

45

КНИЖНАЯ ПОЛКА

Я. М. Миркин. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски.

Эпоха перемен

С того момента, когда рынок ипотечных ценных бумаг США стал посылать наблюдателям нехорошие сигналы, прошло уже больше трех лет. За истекший период граждане узнали о кризисе (как типологическом явлении) довольно много. Что китайцы считали возможность жить в эпоху перемен большим несчастьем. Что кризис — это не только потери, но и возможности. И тому подобное. Так что теперь, можно считать, все общие кризисные истины нами уже усвоены.

Но осталось тем не менее стремление прояснить некоторые частности. Допустим, кто именно получит дополнительные возможности. И какие возможности, и в чем они будут номинированы. И в чем именно состоят перемены, и когда они кончатся. А также кто заплатит, и можно ли пересидеть вдали от перемен.

Все эти частные вопросы, если вглядеться хотя бы в обсуждаемое на форумах, достаточно серьезно интересуют немаленькое количество людей. Тем паче, кризис пока чувствует себя довольно уверенно и проходить, по-видимому, не собирается.

Создается впечатление, что практически все авторы номера (особенно, конечно же, Евгений Гавриленко, Юрий Данилов и Ярослав Лисоволик) внесли серьезный вклад в обсуждение именно этих реально общезначимых проблем.

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, президент ЗАО «ММВБ»;
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 ИЭПП;
Анатолий Гавриленко, председатель наблюдательного совета группы компаний «АЛОР»;
Владимир Евстигнеев, д.э.н., зав. кафедрой ГУ-ВШЭ;
Ольга Кудинова, заместитель председателя правления НАУФОР;
Юрий Минцев, президент ИК «Брокеркредитсервис»;
Яков Миркин, зав. отделом международных рынков капитала ИМЭМО РАН, председатель Совета директоров ОАО «ИК «Еврофинансы»;
Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР;
Александр Трегуб, советник председателя правления НАУФОР;
Борис Черкасский, заместитель генерального директора НРД;
Александр Щеглов, генеральный директор ИК «Церих Кэпитал Менеджмент»;
Олег Ячник, председатель Совета директоров инвестиционной фирмы «Олма».

Редакция
Шеф-редактор **Владимир Кузнецов**
Ответственный секретарь **Лидия Ни**
Арт-директор **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 тел. +7 (495) 787-7775, доб. 5150 Татьяна Миронова.
Отпечатано в типографии «Парадиз»
Москва, Ленинградский проспект, дом 47
Тираж 1500 экз.
«Роспечать» 79361
«Объединенный каталог «Пресса России», 27904

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.

IV Уральская конференция НАУФОР

Российский фондовый рынок 2011

6 октября 2011 года,
Екатеринбург, отель «Хаятт Ридженси»

В программе конференции:

- Современное состояние российского фондового рынка и его развитие
- Новации законодательства на рынке ценных бумаг
- Инфраструктурные изменения

В рамках конференции состоится
КРУГЛЫЙ СТОЛ «ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ИНДУСТРИИ БРОКЕРОВ: ВЗГЛЯД НА БИЗНЕС»
На круглом столе планируется обсудить вопросы современного состояния индустрии брокеров и управляющих, ключевые проблемы, вопросы взаимодействия столичных и региональных компаний.

К выступлению приглашены:

Представители Администрации Свердловской области, Федеральной службы по финансовым рынкам, Министерства экономического развития, руководители московских и региональных профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Традиционно мероприятие собирает большое количество профессиональных участников из Москвы, Уральского, Сибирского, Дальневосточного регионов, а также вызывает высокий интерес со стороны деловых СМИ.

Участие в конференции бесплатное
Информация на сайте www.naufor.ru

Оргкомитет конференции:
8 (495) 787 -77- 75, доб 5305, 5226 (Москва)
8 (343) 365-86-35 (Екатеринбург)

При поддержке:
ММВБ MICEX RTS БИРЖА

Технический партнер:

Дизайн-партнер:
just design

Белла Златкис
заместитель председателя правления Сбербанка России

Фокус – все-таки Россия

Организовать крупное размещение российского эмитента без привлечения хотя бы одного глобального финансового центра сегодня практически невозможно

Заместитель председателя правления Сбербанка России Белла Златкис рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой, в чем состоит главный вывод для российских эмитентов, размещающихся за рубежом, после запуска РДР «Русала», по силам ли Москве добиться существенного роста размещений внутри страны и почему у РДР хорошие перспективы.

— Белла Ильинична, какие именно виды работ выполнял Сбербанк при подготовке размещения компании «Русал» на Гонконгской бирже в 2010 году в качестве одного из букраннеров?

— Размещение «Русала» в Гонконге в 2010 году уникально. Это первый случай, когда крупный российский эмитент сфокусировался на привлечении капитала в большей степени с Востока, чем с Запада.

Сбербанк и «Русал» связывает давняя история сотрудничества, и банк активно консультировал эмитента по этой сделке с самых ранних ее этапов. Учитывая широчайшую географию покупателей акций «Русала», к размещению в качестве букраннеров были привлечены восемь банков: европейские, американские, китайские, японские и российские.

Сбербанк являлся одним из букраннеров размещения и выполнял стандартные для данной роли функции по привлечению инвесторов в размещаемые акции компании и способствовал формированию спроса на акции со стороны инвесторов.

— Велика ли вероятность того, что растущий спрос Китая на сырье и энергоресурсы побудит другие российские компании также размещаться на бирже Гонконга?

— Учитывая усиливающуюся роль экономик стран Азиатско-Тихоокеанского региона, их возрастающие инвестиционные возможности и увеличение сотрудничества с ними российских компаний, можно предположить, что интерес к размещению на Гонконгской бирже со стороны российских компаний будет сохраняться.

— Какие выводы по итогам этой истории (размещение в Гонконге, затем уход на отечественную биржу) могут сделать российские эмитенты, которые захотели бы разместиться на бирже Гонконга?

— Размещение UC Rusal на Гонконгской бирже прошло крайне успешно для эмитента. Термин «уход на отечественную биржу» считаем некорректным. Листинг РДР UC Rusal в России является дополнением к основному листингу UC Rusal в Гонконге.

Основной объем торгов на акции UC Rusal приходится на Гонконгскую биржу. РДР являются эффективным дополнением и удобным инструментом для работающих в рублевом пространстве инвесторов в акции UC Rusal.

РДР оказались привлекательными и для европейских инвесторов, ориентированных на российские активы, для которых торговля в азиатских часовых поясах создавала дополнительные сложности. Сегодня оборот торгов РДР UC Rusal в Москве составляет примерно 30% от оборота акций «Русала» в Гонконге, но это не переток ликвидности, а новая ликвидность.

С запуском программы РДР объемы торгов акциями «Русала» в Гонконге не сократились, а выросли. Эта синергия и есть главный вывод для российских эмитентов, размещающихся за рубежом, — инвесторы больше доверяют компаниям, которые имеют листинг по месту осуществления своей основной деятельности.

— На ваш взгляд, за размещения российских эмитентов сейчас конкурируют, главным образом, Лондон и Гонконг? Как вы оцениваете шансы создаваемой объединенной биржи (ММВБ+РТС) на участие в конкуренции за крупных отечественных эмитентов? Будет ли она конкурентом, например, Лондону?

— Есть два глобальных финансовых центра — Нью-Йорк и Лондон. Организовать крупное размещение без вовлечения хотя бы одного из них сегодня практически невозможно.

У Гонконга очень высокий потенциал — это, безусловно, международный финансовый центр. Пока еще Гонконг не может конкурировать с Лондоном за размещения российских эмитентов, зато выигрывает у него конкуренцию за размещения эмитентов из Азии.

Так и Москве вполне по силам добиться существенного роста доли размещений внутри страны. Объединение бирж — правильный и давно назревший шаг в этом направлении.

— По каким соображениям было принято решение о выпуске РДР на акции компании «Русал»? Какова сейчас доля РДР «Русала» в общем рыночном обороте бумаг этой компании? Различается ли состав инвесторской базы РДРов и собственно локальных акций?

— Выпуск РДР на акции UC Rusal был осуществлен для облегчения доступа инвесторов, работающих в рублях, к акциям UC Rusal. Также, как выяснилось, РДР оказались удобным инструментом для иностранных инвесторов, находящихся на большом временном отдалении от Гонконгской биржи.

Локальные акции UC Rusal в России не торгуются (торгуются только в Гонконге), составы инвесторов в РДР и акции UC Rusal, конечно, отличаются. Среди инвесторов в РДР существенную долю занимают именно российские инвесторы: ПИФы — 19%, розничные клиенты — 9%, прочие российские или связанные с ними иностранные юридические лица — 40%. Доля «настоящих» нерезидентов составляет всего 28%.

— Как шла подготовка к выпуску РДР «Русала», удобна и достаточна ли законодательная и нормативная база? Считаете ли вы перспективным сам инструмент РДР?

— Депозитарные расписки в принципе очень сложный инструмент. Посредством депозитарных расписок инвесторы получают возможность совершать операции с иностранными ценными бумагами в привычных для себя условиях – на национальной бирже, за национальную валюту, в условиях национального правового и налогового режимов.

Банк-депозитарий является своего рода «адаптером» между фондовым рынком, где выпущены иностранные ценные бумаги, и национальным рынком, где находятся инвесторы, обеспечивая одновременное соблюдение требований законодательства по ценным бумагам обеих стран.

В нашем случае ситуация усложнялась тем, что несмотря на то что законодательство, позволяющее выпускать РДР, появилось в 2007 году, до РДР «Русала» не было ни одного завершенного проекта такого рода, хотя попытки рядом банков и предпринимались.

При подготовке к выпуску РДР «Русала» была проделана огромная работа, позволившая в конце концов научиться совмещать российское и гонконгское законодательство. Получены разъяснения по порядку налогообложения операций с РДР, внесены изменения в «Закон о рынке ценных бумаг» и ряд нормативных актов ФСФР России. Журнал International Financial Law Review, оценивая сложность проекта, признал выпуск РДР РУСАЛа «Сделкой года на рынке акций в Европе».

Хочется выразить особую признательность сотрудникам ФСФР России за их самоотверженную и профессиональную работу в ходе этого проекта.

На сегодня нормативная и законодательная база по инструменту уже доказала свою состоятельность, расписки активно торгуются, выпускаются и гасятся, прошло собрание акционеров «Русала», в котором приняли участие, в том числе и владельцы расписок. Нуждается в поправках законодательство по страховым компаниям и НПФ, с тем, чтобы сделать этот инструмент доступным для данных категорий инвесторов.

У РДР есть хорошие перспективы. Депозитарные расписки — значимый сегмент фондового рынка, свидетельство его развитости и эффективности. В среднем, доля иностранных ценных бумаг на развитом национальном рынке может составлять около 10%. Она образуется из депозитарных расписок на акции иностранных эмитентов и/или непосредственно иностранных акций, допущенных к обращению внутри страны.

Второй случай возможен при значительном сходстве иностранного и национального законодательств, что происходит далеко не всегда. Применительно к российской ситуации этот инструмент востребован не только для обеспечения доступа на российский рынок иностранных эмитентов, но и для постепенного

возвращения российских компаний, разместившихся за рубежом.

— Столкнулись ли вы при выпуске белорусских облигаций с какими-либо проблемами нормативно-законодательного характера, и как вы их решали?

— В момент начала проекта по Республике Беларусь действовал Федеральный закон «О рынке ценных бумаг». Статья 51.1 этого закона содержала общие нормы по размещению ценных бумаг иностранных эмитентов на российском рынке.

Кроме того, указанной статьей предусматривалось принятие целого ряда подзаконных актов ФСФР. Этих документов на момент начала проекта (декабрь 2009 — январь 2010 года) не было. И это являлось существенным препятствием по продвижению проекта, фактически не было юридически оформленной и практически применимой процедуры размещения ценных бумаг иностранного эмитента.

Поэтому на первом этапе работы по Республике Беларусь Сбербанк, проявив инициативу, активно работал с ФСФР по подготовке этих нормативных документов. В течение января-апреля 2010 года были подготовлены и приняты шесть приказов ФСФР, необходимых для практического осуществления займа иностранным эмитентом.

Документы, соответственно, регулировали требования к ликвидности и инвестиционному риску ценных бумаг иностранного эмитента, который собирается размещать облигации в России, требования к депозитариям, осуществляющим учет ценных бумаг иностранных эмитентов, и российскому брокеру, организующему размещение иностранного эмитента в РФ, а также определяли порядок регистрации проспекта ценных бумаг иностранного эмитента и допуска к размещению и обращению в РФ.

Кроме того, в апреле 2010 года в Налоговый кодекс был внесен ряд поправок, фактически приравнявших налогообложение государственных облигаций Республики Беларусь как страны-участника Союзного государства к российским государственным облигациям.

Активное участие в разработке и принятии указанных документов позволило Сбербанку перейти к следующему этапу проекта — подготовке проспекта ценных бумаг и согласованию с биржей и депозитарием практических шагов по размещению облигаций Республики Беларусь.

— Как выглядит рынок рублевых облигаций Республики Беларусь сейчас?

— Рублевые облигации Республики Беларусь были размещены в конце 2010 года по номинальной стоимости с купоном 8,7%.

До начала марта 2011 года облигации торговались по близкой к номиналу цене.

В марте возникли сложности внутри Белоруссии, что отразилось и на внешних долгах страны, в том числе и на рублевых облигациях, обращающихся в России. Цена облигаций снизилась и в настоящее время составляет около 91,5% от номинала. Это соответствует доходности 16,8 процента.

— Достаточно ли возможностей дает новый закон о центральном депозитарии для того, чтобы нерезиденты стали пользоваться для хранения своих активов нашей системой? На ваш взгляд, изменений, которые предусматривает законопроект, достаточно для того, чтобы кастодианы перешли из реестров в центральный депозитарий?

— Нерезидентам и сегодня ничего не мешает пользоваться нашей депозитарной системой, однако многие предпочитают хранить акции непосредственно в реестре.

Ключевое слово здесь — «окончательность расчетов», или «финализация».

Существует теоретический риск, что акции, которые вы храните в депозитарии, будут списаны со счета депозитария в реестре, и ваши права как акционера могут пострадать.

Проект закона о центральном депозитарии претерпел целый ряд изменений, позволяющих его рассматривать как вполне удовлетворяющий задаче сохранения прав собственности наиболее эффективными путями.

Вместе с тем есть целый ряд вопросов, отражение которых в указанном проекте приблизит нас к варианту однозначной «финализации» прав собственности.

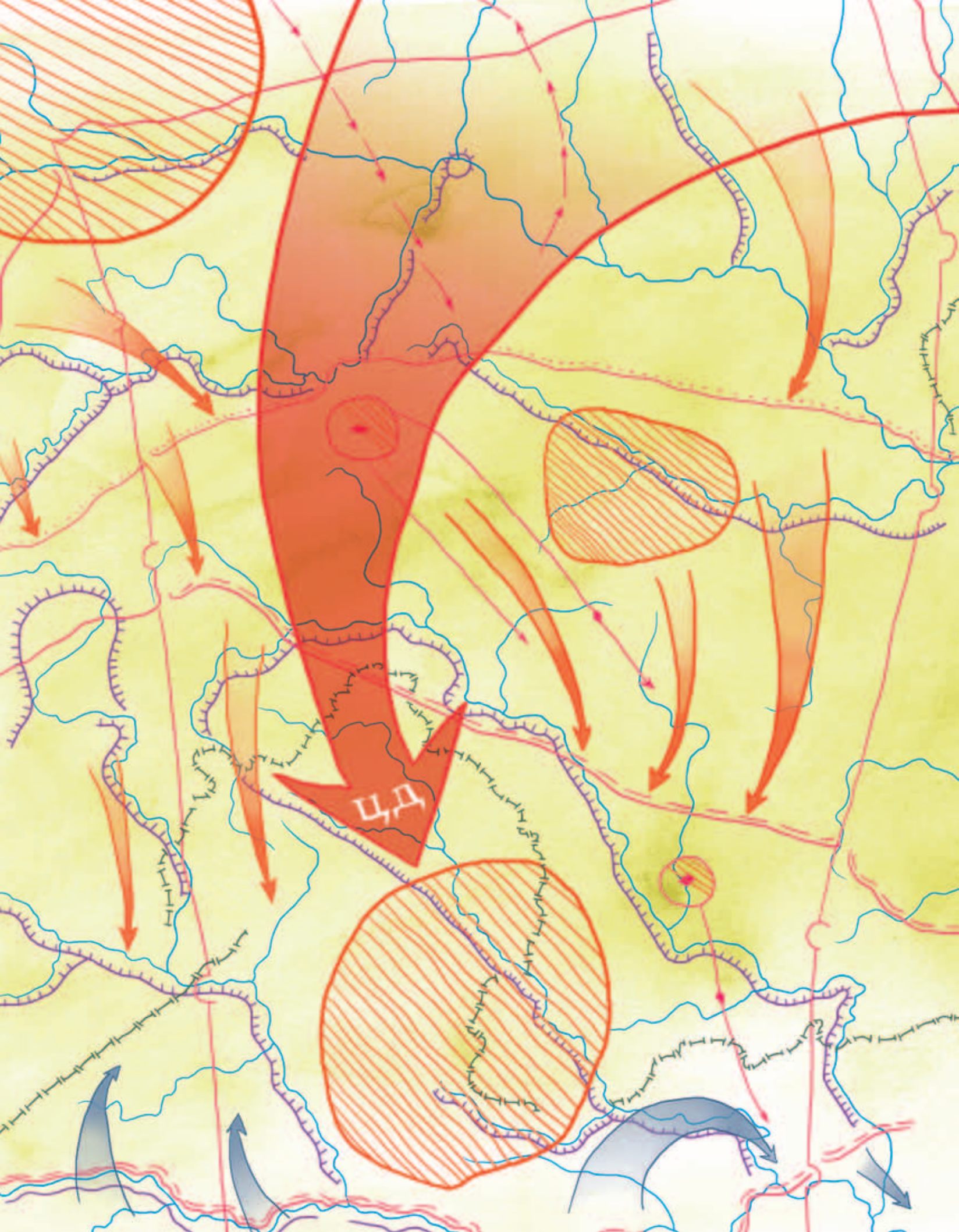
Прежде всего речь идет о номинальном держании. В проекте по-прежнему не предусматривается идентификация бенефициара через центральный депозитарий. Добавлю, что прошедшая недавно в Бразилии сессия по борьбе с отмыванием преступных доходов определила, как приоритет необходимость идентификации конечного бенефициара в учетных системах.

Далее, нам по-прежнему представляется важным наличие у центрального депозитария лицензии НКО, так как это позволяет проводить и денежные расчеты. Положение, допускающее открытие в реестре центральному депозитарию иных счетов, кроме собственно счета центрального депозитария, значительно усложнит участникам рынка оценку рисков центрального депозитария и создаст предпосылки для конкуренции между центральным депозитарием и кастодиальными банками.

— Стремится ли Сбербанк участвовать в конкуренции с иностранными кастодианами, и если да, то как?

— Если понимать под конкуренцией с иностранными кастодианами депозитарное обслуживание нерезидентов на российском рынке, то ответ положительный.

В депозитарии Сбербанка обслуживается более 300 нерезидентов, а их активы на хранении составляют порядка 32 млрд долларов, что значительно больше, чем у целого ряда иностранных банков, представляющих аналогичные услуги в России. Но наш главный фокус — это российские инвесторы, которым мы стремимся предложить депозитарные услуги на уровне лучших международных стандартов. ◻


ЦД

Эдди Астанин
Председатель Правления НРД

Жизнь в эпоху перемен

Тот факт, что вчера работала одна компания, а завтра работает уже другая, означает, что для клиентов ничто не должно измениться

Председатель Правления НРД Эдди Астанин рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о способах получить совершенно особый track record, о стратегических целях на трехлетнюю перспективу и возможностях расширения на постсоветском пространстве.

— Эдди Владимирович, ключевые показатели НРД за первое полугодие — и обороты денежных средств по банковским счетам клиентов, и оборот по ценным бумагам — сравнительно с прошлым годом выросли (до 104 трлн 945 млрд рублей и 35 трлн 880 млрд рублей соответственно). То есть результат хороший. Но каким путем он достигнут? И каковы стратегические цели НРД?

— В достигнутых результатах есть две составляющие. Первая — очевидно конъюнктурная. На российский фондовый рынок приходили деньги новых клиентов, происходили первичные размещения новых эмитентов, уровни цен на российские бумаги в начале года были устойчивыми и привлекательными для инвесторов, высокими были и цены на нефть (что, соответственно, делало привлекательными акции предприятий нефтегазовой сферы). Все это положительно отражалось на наших показателях.

Вторая составляющая — мы создали новую компанию — НРД. Она стала более привлекательной для клиентов, потому что является безрисковым и удобным местом хранения и расчетов одновременно и по ценным бумагам, и по деньгам. Как следствие, возросло число операций клиентов. Операций, связанных как с расчетами по сделкам (как на бирже, так и внебиржевых), так и с проведением корпоративных действий эмитентов, причем как российских, так и иностранных. Все соответствующие потоки денег и бумаг шли через НРД.

Вместе с тем единственного фактора успеха не было. Сочетание сложившихся условий — рыночной конъюнктуры плюс соответствие НРД требованиям и ожиданиям клиентов — привело к хорошему результату.

Наши стратегические цели на трехлетнюю перспективу определил Наблюдательный совет

в декабре 2010 года, и они достаточно ясны для нас.

Де-факто или де-юре мы намерены стать национальным центральным депозитарием. Идущий сейчас процесс объединения российских биржевых групп — ММВБ и РТС — способствует этому. В более отдаленной перспективе мы планируем предложить нашим клиентам возможность проведения расчетов по ценным бумагам эмитентов всех стран СНГ, то есть стать региональным центральным депозитарием.

Иначе говоря, НРД сможет выступать в качестве точки доступа для иностранных инвесторов к ценным бумагам эмитентов России и стран СНГ и одновременно — для инвесторов стран СНГ и России — к ценным бумагам на международных рынках.

При этом архитектуру взаимодействия с центральными депозитариями стран СНГ для себя мы еще не выбрали. Есть разные варианты. Один путь реализовал «Евроклир» посредством приобретения различных национальных депозитариев — Франции, Бельгии и других, построив распределенную систему на их базе. А есть проект «Link –up- Market», в который входят центральные депозитарии Германии, Испании, Швейцарии и других стран. В рамках этой модели ЦД имеют технологическое взаимодействие между собой. Поэтому для участника рынка неважно, какой именно ЦД его обслуживает, потому что, открыв счет, он имеет через эту систему доступ к ценным бумагам разных стран, которые обслуживаются национальными центральными депозитариями. В любом случае, говоря о моделях взаимодействия, мы предполагаем, что это будет коллективный процесс с участием наших партнеров по Ассоциации ЦД стран Евразии.

— Вы сказали о хорошей конъюнктуре рынка в первом полугодии. Верно ли считать, что хорошим рынком для депозитария является волатильный рынок?

— Высокая волатильность однозначно хороша для бирж, поскольку в этих условиях возрастает число транзакций. Если на фондовом рынке ММВБ сейчас в среднем заключается 450–500 тысяч сделок в день, то в периоды кризиса их число доходило до миллиона.

Для депозитария медаль имеет две стороны. В нашей структуре доходов количество транзакций имеет меньший удельный вес, но при этом падение цен, допустим, на акции приводит к снижению стоимости активов на хранении, то есть уменьшается наша доходная база. (Хотя с корпоративными облигациями ситуация другая, нежели с акциями.)

Спрос на сервисы центральных депозитариев заметно увеличивается в период кризисов потому, что клиенты начинают нуждаться в получении от них большего объема услуг — и как от наиболее надежного места хранения, и как от агента по различным операциям (трехстороннее репо, кредитование ценными бумагами и так далее). Некоторые из этих сервисов мы собираемся внедрять уже в этом году.

— Часть доходов получена в связи с тем, что НРД как объединенная структура (то есть НДЦ плюс Расчетная палата) является провайдером более качественных сервисов, нежели был собственно НДЦ. Оглядываясь назад, как вы вообще оцениваете результаты интеграции? Как шел этот проект, каковы его основные уроки?

— Изначально решение относительно объединения Национального депозитарного центра и Расчетной палаты ММВБ было принято акционерами Группы ММВБ в августе 2009 года. В результате интеграции должен был появиться расчетный депозитарий с лицензией небанковской кредитной организации.

После получения соответствующих распоряжений мы создали рабочую группу, которая включала в себя менеджеров ММВБ, НДЦ и Расчетной палаты. Группа была разбита на профильные подгруппы, программы работы которых включали организацию ряда направлений — клиентское, операционное, технологическое, IT, безопасность, корпоративное управление, юридическое и так далее.

Когда мы стали анализировать структуру группы и ее деятельность, то пришли к выводу, что, поскольку проект уникальный и на рынке по нему можно получить лишь достаточно узкую экспертизу, то следует привлечь консультантов со стороны. С ноября 2009 по февраль 2010 года проводили соответствующий тендер, а затем выбрали консультанта, который, на наш взгляд, обладал и хорошим опытом в нужной области профессиональной деятельности, и хорошей командой экспертов. Наш заказ состоял в том, что нужно было составить, во-первых, план интеграции, а во-вторых, так называемый

Де-факто или де-юре мы намерены стать национальным центральным депозитарием.
В более отдаленной перспективе планируем предложить нашим клиентам возможность проведения расчетов по ценным бумагам эмитентов всех стран СНГ, то есть стать региональным центральным депозитарием.

план «первого рабочего дня» интегрированной компании.

Нам все удалось. Сначала подготовили концепцию интеграции, где расписали принципиальные вопросы: какие именно задачи нужно решить, какие вопросы требуют наибольшей концентрации внимания и усилий. После того как акционеры акцептовали эту концепцию и утвердили сроки ее реализации, мы приступили к разработке детального плана. В целом план включал, если не ошибаюсь, 652 задачи.

Был также разработан план «первого дня».

Из принципиальных моментов, связанных с интеграцией, я бы отметил коммуникацию. Для того чтобы план заработал, и чтобы люди понимали свои задачи, нужно было постоянно коммуницировать, объяснять: что мы создаем, почему действуем именно так, каковы задачи конкретного этапа работы, кто (и на каких условиях) должен остаться на позиции, и так далее. Понятно, что интеграция предполагает избавление от дублирующих функций. Часть людей высвобождается по объективным причинам.

Такая коммуникация важна принципиально и системно — не в начале и конце, а на протяжении всей работы над проектом.

Перед нами ставилась цель обеспечить работу новой компании без сбоев, поскольку сбой предполагает остановку работы, а в нашем случае это абсолютно невозможно. Тот факт, что вчера работала одна компания (допустим, НДЦ), а завтра работает уже другая (НРД), означал, что для наших клиентов измениться не должно ничто. И нам удалось это сделать. В ноябре 2010 года мы создали новое юридическое лицо, с новым бизнес-профилем, новой штатной структурой, органами управления и всем необходимым. Кстати, мы уложились практически в один год – срок, который нам установили акционеры ММВБ, когда принимали решение об объединении компаний.

Задача следующего этапа, более принципиальная и сложная, собственно, ради которой все и делалось, — это как раз реализация Стратегии развития. Надо было извлечь синергию из того, что было создано. Чтоб рынок почувствовал, зачем это сделано, зачем следовало интегрировать НДЦ и Расчетную палату. Собственно, над этим мы сейчас и работаем. Идем ровно по пунктам, намеченным в нашей «дорожной карте». Это касается, в частности, внедрения новых продуктов. Ряд новых продуктов мы уже предложили клиентам в мае-июне, до конца года клиентам будет предложено еще несколько новых сервисов.

— Каковы шансы успешно реализовать стратегию НРД на постсоветском пространстве? Одно время попытки создать общее биржевое пространство расценивались многими потенциальными участниками в основном как повод попросить (и получить) у России денег.

— С нашей точки зрения, тот план, который мы хотим реализовать, имеет реальные шансы на успех.

Во-первых, это нужно клиентам. Во-вторых, это хороший шанс для нас и структур постсоветских республик найти свою нишу в будущем. Потому что если мы консолидируемся, то будем конкурентными и эффективными, сможем предлагать сервисы, которых сейчас нет, но которые нужны глобальным инвесторам. Каждый может выживать, конечно, в одиночку, но такая стратегия имеет не много шансов на успех.

Из принципиальных моментов, связанных с интеграцией, я бы отметил коммуникацию. Для того чтобы план заработал, и чтобы люди понимали свои задачи, нужно было постоянно коммуницировать, объяснять: что мы создаем, почему действуем именно так, каковы задачи конкретного этапа работы, кто (и на каких условиях) должен остаться на позиции, и так далее.

Безусловно, этот опыт для нас является бесценным, поскольку мы должны сейчас провести новый этап интеграции — со структурами группы РТС. Теперь мы смотрим на ситуацию более детерминированно, понимаем, как должен идти процесс, и уже приступили к реализации. Сейчас создаем рабочую группу, состоящую из представителей обеих компаний, а также пользователей, потому что учет их интересов является важным условием объединения. Интеграция влияет на их бизнес-процессы, на их ИТ-решения, поэтому учет требований клиентов является для нас принципиальным. Привлекаем к консультациям крупных пользователей, в частности, представителей брокерских компаний, которые являются традиционными клиентами ДКК.

— Потому что с востока Китай, а с запада — Евросоюз?

— Да. Инвесторы будут «обтекать» наши рынки и стремиться в другие крупные финансовые центры. В моем понимании МФЦ — это не юридическое лицо или географическая зона. Это бизнес-среда, привлекающая инвесторов и эмитентов, базирующаяся на инфраструктуре и, в том числе, на стратегических альянсах. В чем интерес наших коллег, как мне представляется? Найти свою бизнес-нишу, которая поможет им развиваться в соответствии с их стратегическими целями. Здесь мы можем им помочь. А они могут помочь нам — в реализации задачи построить

Who's Who

региональный центр ликвидности, который нужен инвесторам. Ликвидность ведь притягивает новую ликвидность, и механизм в целом четко вписывается в модель МФЦ.

Так что все может получиться, и притом вполне естественно.

— С какими именно рынками можно реализовать конкретные проекты уже в ближайшем будущем?

— У нас уже есть опыт взаимодействия с Белоруссией по выводу их государственных облигаций на российский рынок. Мы начали диалог с коллегами из Казахстана и планируем перевести его на уровень межправительственных соглашений, так, многие бизнес-решения по финансовой интеграции будут базироваться на политических соглашениях.

Такой спрос существует, он возникает периодически, но через некоторое время, думаю, он будет системным. Прямой спрос стимулирует взаимодействие между национальными центральными депозитариями.

— Но способность к интеграции у разных структур разная?

— Да, и рынки разные тоже. Здесь важно соблюсти баланс взаимных интересов, чтобы мотивация к интеграции имелась у всех участников. Чтобы происходило не завоевание или вытеснение, а именно взаимодействие и кооперация. Мне кажется, эта схема имеет больше шансов на реализацию.

Следует учитывать, что национальный ЦД — это некий атрибут суверенитета, так что просто заместить его иностранным институтом сложно, в том числе по политическим мотивам.

В принципе между банками и НРД уже имеются четыре технологических моста, и будет сделан пятый. После его запуска рынок глобальных расписок будет покрыт, и он будет достаточно технологичным с точки зрения быстрой конвертации АДР в акции и обратно.

Создан таможенный союз. Это тоже снимет определенные политические барьеры для интеграции между Россией, Белоруссией и Казахстаном. Было время, когда барьеры между странами-соседями были высокими и не давали возможностей для взаимного проникновения. Сейчас такие барьеры снижаются, и создаются соответственные возможности.

У нас есть клиенты, которые проявляют интерес к проведению операций, к примеру, с акциями эмитентов из Армении. Для них мы можем выступить как провайдеры услуг по расчету и хранению ценных бумаг через наше взаимодействие с Центральным депозитарием Армении.

— Какие задачи ставит перед НРД происходящий сейчас процесс объединения бирж (ММВБ и РТС)?

— Наша задача — сделать центральный расчетный депозитарий с явно выраженным эффектом для рынка и участников, с возможностью обслуживать новые рынки.

— Что можно сказать о законодательной возможности создания национального ЦД? Насколько близка к реализации эта цель?

— Мы оперируем публичной информацией. Заявлено, что в сентябре закон о ЦД должен быть внесен в правительство. Есть версия закона о ЦД, которая была подготовлена рабочей группой под руководством А. Волошина. Она готовилась достаточно долго, и в процессе участвовало достаточно большое количество представителей рынка (причем имело место участие разных категорий рыночных игроков). Эта версия не идеальна, но она достаточно консолидированна.

Сейчас появилась новая версия законопроекта, она размещена на сайте Министерства финансов.

Между двумя этими версиями существуют некоторые различия — не по всем позициям, но часть из них носит принципиальный характер. Задача — устранить оставшиеся разногласия. Вероятность того, что в сентябре все-таки появится одна версия закона, достаточно высока. Мы не можем влиять на согласительные процедуры между ведомствами, но мы можем и должны заявить нашу профессиональную позицию. В этом мы опираемся на мнение наших клиентов, в том числе зарубежных, с которыми взаимодействуем.

— Расширяется перечень эмитентов, акции которых обращаются между НРД и определенными банками по схеме ускоренных расчетов (Speedy Settlement Scheme). Что это дает НРД? Следует ли вовлекать в схему SSS другие банки?
Как вообще возник этот проект, и как вы оцениваете его развитие в динамике?

— Изначально этот проект возник между НДЦ и «ИНГ-банком» как реакция на желание клиентов ускорить перевод торгуемых акций со счетов клиентов «ИНГ-банка» на биржу и с биржи. Ведь ИНГ — один из крупнейших держателей программ АДР. Движение бумаг между счетами депозитария и счетами банка-кастодиана в реестре занимает определенное время (исчисляемое иной раз днями) и требует определенных денежных затрат. Иными словами, это долго и недешево. Схема SSS, построенная на модели междепозитарных счетов, позволила сократить время перевода бумаг до одного дня и даже нескольких

Сейчас у НРД существуют три моста SSS — с ИНГ, со Сбербанком и с «Ситибанком». Следующий мост будем создавать с банком ВТБ, который сейчас тоже активно работает с программами АДР.

часов. Операции стали дешевле и быстрее. Схема получилась эффективной и затем была внедрена в процесс взаимодействия ИНГ и ДКК.

В принципе, междепозитарные мосты — это схемы, ускоряющие движение бумаг между кастодиальными банками и расчетными депозитариями в режиме онлайн с последующим урегулированием балансов по счетам в реестрах уже в режиме офлайн.

Сейчас у НРД существуют три моста SSS — с ИНГ, со Сбербанком и с «Ситибанком». Следующий мост будем создавать с банком ВТБ, который сейчас тоже активно работает с программами АДР.

— Какие банки генерируют этот спрос?

— Лидеры по программам АДР. У нас есть похожие схемы со Сбербанком, потому что они выпускают ГДР, и с «Газпромбанком» (по акциям «Газпрома»).

Поэтому в принципе между банками и НРД уже имеются четыре технологических моста, и будет сделан пятый. После его запуска рынок глобальных расписок будет покрыт, и он будет достаточно технологичным с точки зрения быстрой конвертации АДР в акции и обратно.

— Может ли НРД быть вовлечен в процесс создания национальной платежной системы? И если да, то как?

— НРД является крупной платежной системой, через нас проходит большое количество платежей, мы один из самых активных пользователей БЭСП Банка России.

В моем понимании существует национальная платежная система, а также системы, которые с ней сопряжены. НРД как платежная система на финансовом рынке должна встроиться в национальную систему. Мы в этом плане сейчас сосредоточены на нормативно-методологическом развитии проекта. И в меньшей степени — на технической, поскольку с технической точки зрения в ближайшее время у нас ничего принципиально меняться не будет.

Более конкретно рассказать о том, как мы это видим, сможем в конце текущего года — начале следующего. Но этим проектом мы занимаемся, создана специальная рабочая группа, в состав которой входят работники разных подразделений. Мы знаем требования закона и будем подстраивать свою модель под требования платежной системы.

— Можно ли считать, что сам статус и положение НРД уже определяют формат его «встроенности» в национальную платежную систему?

— Думаю, да. На организованном рынке ценных бумаг НРД является системообразующим расчетным институтом.

— В последнее время произошли существенные изменения в составе высшего менеджерского звена НРД. Чем они вызваны и в чем состоит логика назначений?

— До объединения и в НДЦ, и в Расчетной палате были свои управляющие команды. Затем, в процессе объединения, мы консолидировали

Мы хотим изменить корпоративную культуру компании, сделать ее инструментом повышения производительности компании вследствие правильной мотивации сотрудников, обеспечивающей их максимальное вовлечение и высокую отдачу. Я считаю, что корпоративная культура — такой же инструмент конкурентоспособности, как продукты, услуги и тарифы, а возможно, и более важный среди них.

кадры, функции и так далее. Когда этап создания НРД завершился, встала задача реализации стратегии. Одна из задач стратегии — формирование эффективной управленческой команды. Формированием такой команды мы сейчас занимаемся, процесс еще не завершен. Планируем сформировать команду окончательно уже в этом году.

Одно из базовых качеств для топ-менеджера НРД — профессиональная компетенция, которая базируется на знаниях и опыте работы в инфраструктуре.

На российском рынке масштаб экспертизы, связанной с посттрейдингом и учетно-расчетной структурой, достаточно узкий. Нельзя взять специалиста из банка и просто пересадить в НРД, ожидая, что он сразу включится в процесс. Человеку придется много учиться. Тогда как если взять, скажем, кредитного офицера и переместить его из одного банка в другой, то по большому счету для него изменится только обстановка и коллектив. Но не производственные процессы. Поэтому то, что наработано здесь (в НРД и РП), — критически важно. И это нельзя потерять.

С другой стороны, должна поступать и «свежая кровь». Одна из наших сегодняшних задач состоит в том, что мы хотим изменить корпоративную культуру компании, сделать ее инструментом повышения производительности компании вследствие правильной мотивации сотрудников, обеспечивающей их максимальное вовлечение и высокую отдачу. Я считаю, что корпоративная культура — такой же инструмент конкурентоспособности, как продукты, услуги и тарифы, а возможно, и более важный среди них.

Нам нужны люди, которые привнесут свой вклад в этот процесс. Поэтому в НРД был приглашен Степан Томлянович, который пришел из «Дойче банка» (Москва).

В команду НРД влился Алексей Жинкин. Он пришел к нам из регистратора «Никойл».

Мы сейчас активно развиваем направление риск-менеджмента. Поэтому мы усилили службу внутреннего контроля, пригласив Татьяну Гелло и ее коллег из «Барклайз банка».

Один из ключевых вопросов риск-менеджмента для НРД — управление операционными рисками. Для выполнения этой задачи к нам в команду из ДКК перешла Елена Морозова, один из лучших профессионалов в области операционных рисков расчетного депозитария.

Как я уже говорил выше, НРД имеет амбиции стать региональным центральным депозитарием, одновременно интегрируясь в глобальную инфраструктуру. Поэтому для нас важно знать и понимать происходящие в мире процессы в области посттрейдинга, движущие силы, тенденции и перспективы, уметь говорить с партнерами из ЦД и ICSD на одном языке. Именно по этим причинам мы активно сотрудничаем с ведущими экспертами в области деятельности ICSD. Я говорю о господине Pierre Francotte, который в течение десяти лет был CEO Euroclear Group, и господине Alain Mayers, который много лет проработал на руководящих позициях в Clearstream Luxemburg и является экспертом в области построения работы с клиентами. Таким образом, в НРД формируется очень высокопрофессиональная команда.

— Кто имеет шанс сделать карьеру в НРД? И чем вы их мотивируете?

— Сейчас мы активно привлекаем на работу молодых людей — студентов и выпускников вузов. Особенно в области ИТ и интернет-технологий. Этих людей мы можем вырастить в профессионалов с учетом наших достаточно специфических требований.

Чем мотивируем? НРД — уникальная компания. Строить карьеру в такой компании достаточно престижно, можно наработать уникальные профессиональные навыки. И, кроме того, сейчас НРД живет в эпоху перемен, поскольку все время возникают новые задачи. Для людей амбициозных, которые хотят быстро вырасти на этапе start up (а именно на этом этапе, как правило, делают хорошую карьеру), это и является главным мотиватором.

Да и в целом Группа ММВБ — лидер российской биржевой индустрии. По масштабам бизнеса она сопоставима с крупными глобальными игроками. К ней не подходит определение «одна из», потому что такая — единственная в стране.

Так что работать у нас — это совершенно особый track record. ◻

Новая экономическая многополярность

После коррекции рынки по всему миру вернулись до уровня, с которого начали идти вверх. Что дальше?

О том, каков «диагноз» текущего состояния мировой экономики и каковы могут быть последствия, говорят участники круглого стола НАУФОР — главный экономист «Дойче Банка» Ярослав Лисоволик, директор Центра развития фондового рынка Юрий Данилов и главный экономист «Тройки Диалог» Евгений Гавриленков. Модератор — Ирина Слюсарева («Вестник НАУФОР»).

— **Уважаемые эксперты, каков ваш диагноз происходящего на финансовых рынках? Важно ли точно определить, является это рецессией или финансовым кризисом? И может ли все «пройти само»?**

Ярослав Лисоволик. С моей точки зрения, ситуация пока не достигла той стадии, которую можно охарактеризовать как полномасштабную вторую волну финансового кризиса или полномасштабную рецессию. Пока экономические показатели тех же Соединенных Штатов однозначно не свидетельствуют о том, что рецессия неминуема.

Возможности для предотвращения рецессии в экономике ограниченны. Они более ограниченны, чем в период борьбы с первой волной кризиса. Сейчас имеется намного больше бюджетных ограничений. Вообще, бюджетные инструменты сейчас вряд ли могут быть задействованы в той значительной степени, как это было несколько лет назад. Но возможности для исправления ситуации все-таки есть. Я считаю, что очень важно и Европе, и США принять меры, для того чтобы показать финансовым рынкам, что качество макроэкономической политики улучшается, предпринимаются меры для ограничения бюджетных дефицитов, для ограничения госдолга. И с другой стороны, с точки зрения других инструментов (в частности, инструментов денежно-кредитной политики), с точки зрения структурных реформ предпринимаются меры для активизации экономического роста. Пока что резервы есть, но еще раз подчеркну, что время работает не на США и Европу. Чем дольше продолжается нестабильность на финансовых рынках, тем меньше возможностей для предотвращения рецессии.

Евгений Гавриленков. Я думаю, что правильно говорить не столько о финансовом кризисе, сколько о более общем экономическом кризисе.

Финансовые проблемы, которые возникли за последнее десятилетие, являются следствием попытки поддержать рост на привычном для развитого мира и мировой экономики уровне. До кризиса люди привыкли к тому, что мировая экономика должна расти на 4–5%. Хочу напомнить, что предыдущее десятилетие мировая экономика не росла темпами 4–5%, скорее, рост составлял около трех. 4–5% были достигнуты за счет искусственного стимулирования спроса в развитых странах, в первую очередь США. В Европе в меньшей степени, но тем не менее это тоже имело место. Стимулирование шло по разным каналам — через частный сектор, через государственный. Во всех странах была своя специфика, отсюда возникли разные финансовые проблемы.

Поэтому в моем понимании нынешняя ситуация — это все тот же финансово-экономический кризис, его следующая волна (вторая, третья — можно называть по-разному). До девятого вала, думаю, далеко.

На мой взгляд, проблема может решиться только сама. Не думаю, что власти могут сделать что-либо еще, если мы сейчас вспомним, что уже обещано. Федеральный резерв обещал в течение двух лет держать ставку на уровне, близком к нулю. Это было сказано явно, и отступить от этих слов будет очень нехорошо.

На мой взгляд, это неправильная политика, потому что насыщение мировой финансовой системы деньгами, как видим, даже не помогло рынку. После нынешней коррекции рынки

практически по всему миру вернулись до того уровня, с которого начали идти вверх перед самым началом второго этапа «количественного смягчения». Правительственные деньги помогают избежать более глубокой рецессии. Эта мера действительно сработала в конце 2008 — начале 2009 года. Но эти деньги в рыночной экономике никогда никому не помогали начать расти и демонстрировать устойчивые темпы роста.

К сожалению, существовали завышенные ожидания. В конце прошлого и даже в начале текущего года прогнозы относительной мировой и той же самой американской экономики были более осторожными. Но внезапно в разгар количественного смягчения и роста фондовых индексов в феврале Федеральный резерв повысил свой прогноз роста на этот год до 3,4–3,9, то есть почти до 4%. Очень трудно понять, на основе чего это было сделано. Постепенно оптимизм угасал. В июне МВФ выпустил свой уточненный Outlook, где темпы американской экономики на этот год прогнозировались уже в 2,6–2,9%. А сейчас все уже сводится к 1,6–1,7%. Такая ошибка непозволительна.

Завышенные ожидания основывались на той гипотезе, что привычные методы стимулирования, то есть практически неограниченное количество денег, вбрасываемое в систему, заставит частный сектор потреблять и производить. Но пока эти меры, как видно, не приводят к росту, а только способствуют снижению доходностей американских гособлигаций — снижают ставки, что мы уже наблюдали, — неопределенность на рынках и в экономике сохраняется.

Почему деньги ушли в облигации, в золото? (Даже нефть не упала значительно.) Потому что такое количество денег просто некуда вкладывать. И их обещано еще больше, что не поможет решить проблему. Думаю, что в ближайшие годы развитые страны вряд ли будут находиться в рецессии, рецессия в условиях денежного изобилия вряд ли состоится. Скорее, реализуется вариант, похожий на японский, — очень вялый рост, временами периоды краткосрочного спада. Я бы ожидал, что в ближайшие годы развитый мир будет расти на 1%, в лучшем случае на 1,5%. (За исключением Японии, где в будущем году после нынешнего провала будет рост.) Но в целом рост от 1 до 1,5% — это лучшее, что бы я ожидал.

Финансовые проблемы в еврозоне я бы видел меньшими по масштабам. Гораздо больше проблем я вижу в Америке, исходя хотя бы из того, что масштаб диспропорций там гораздо выше. Во-первых, отношение долга к ВВП в Америке выше и растет быстрее, дефицит счета текущих операций там выше 3%. В еврозоне тоже есть проблемные страны, но в этом году там ожидается консолидированный бюджетный дефицит 4,3% — вместо девяти американских. Дефицит счета текущих операций, который все годы был близок к нулю, сейчас для еврозоны вряд ли составит более половины процента. Это означает, что и долг будет расти более медленными темпами, и масштаб начальных диспропорций все-таки чуть меньше. И Европа пока не применила то последнее средство, которым пользовался Федеральный резерв, то есть просто печатать деньги в гигантских масштабах. Европейцы пока пытаются решить институциональные проблемы, дисциплинировать те страны, которые возлагают надежды на богатых кредиторов. Решения в еврозоне, конечно, будут приниматься, и кроме как продолжать печатание денег, других решений пока нет. Но в Европе, в отличие от Америки, скорее, будут решаться фундаментальные, в первую очередь институциональные проблемы, а деньги будут вбрасываться уже в самый последний момент. Америка пошла по другому пути — сразу раздала деньги, ожидая, что это вынесет экономику на какой-то новый уровень.

— Предлагаю расширить зону обсуждения. Оставляем первый вопрос, но добавляем следующий. Будет ли в мировой экономике рост и какой? Как начать расти? Какие страны могут быть драйверами роста?

Юрий Данилов. Начну с первого вопроса. О рецессии пока говорить нет никаких оснований. Рецессия — это строго статистическое определение. Можно говорить о второй волне (опять-таки слово «кризис» я бы тоже не употреблял) падения финансовых рынков. Здесь я принципиально соглашусь с бывшим президентом Киргизии, который спрогнозировал, что в октябре будет чудовищный обвал. Действительно где-то в это время возможна третья волна падения, хотя обвал вряд ли будет можно назвать чудовищным.

Финансовый мир ждет сейчас некая неустойчивость, неопределенность, в рамках которой возможны провалы.

Если же говорить о том, что нас ждет в реальной экономике, то видимо, рецессии не будет. Согласен, если при том количестве денег, которое напечатано, будет еще и падение, то это означает, что существующая модель экономики не работает вообще. Значит, рост будет. Но он будет невысоким. Не готов сейчас говорить о цифрах. Мы входим в принципиально новую ситуацию. Нынешний кризис отличается от предыдущих по целому ряду параметров — он тоже стандартный элемент экономического цикла, но проходит в новых условиях. Сейчас взбадривание экономики не достигает своей цели, и очень может быть, что не достигнет. Развитый мир на некую долгую перспективу будет вынужден жить с низкими темпами роста, а драйверами будут совсем другие страны.

В первую очередь Азия, возможно, Африка, другие страны и регионы.

Есть еще и второй момент отличия от предыдущих кризисов. Если раньше развитые страны в большинстве своем не достигали значительного уровня госдолга, то сейчас очень многие подошли

к уровню 100% долга к ВВП. И дальнейшее поведение этих стран говорит о том, что, возможно, мы столкнулись также с неким политическим кризисом — та модель демократии, которая раньше работала, перестает работать в новых условиях.

В чем суть этого кризиса? Западные политики ни в коем случае не могут допустить снижения жизненного уровня своих избирателей, иначе за них перестанут голосовать. Но когда жизненный уровень избирателей столько лет поддерживается за счет роста не столько производства, сколько за счет роста долга, это приводит к ситуации, когда государство может оказаться банкротом, то есть когда следование интересам избирателей чревато гибелью национальной экономики.

В этой ситуации более зрелые европейские демократии все-таки идут на сокращение расходов. В качестве примера я бы назвал Италию. Менее зрелые демократии, такие как Греция, могут закончить дефолтом. Самые большие опасения у меня вызывает все-таки Америка, потому что американские политики склонны двигаться в сомнительном направлении (хотя слово «дефолт» к Америке неприменимо). И от того, насколько американская демократия сможет сама себя реформировать, в значительной мере зависит поведение мировой экономики в ближайшие лет десять. То есть по ряду параметров кризис затронул уровни более глубокие, чем экономические, это и кризис общественный.

И опять-таки есть еще одна причина для того, чтобы периферийные страны западной демократии стали слабым звеном. Если в Америке, Германии, Франции промышленное производство замещается высокими технологиями, высококвалифицированными научными исследованиями, высококачественными услугами, то я не вижу, чем заместить производство в Греции. И когда страна перестает

производить что-либо, то в условиях мирового разделения труда она обречена выпасть из обоймы развитых. Это новый риск, с которым мы имеем дело.

— Предполагается, что в новые времена развивающиеся страны найдут (могут найти) некие новые возможности. Тут напрашивается вопрос: а что же будет с Россией? Не случится ли так, что новых преимуществ развивающихся стран она не получит, но при этом при ней останутся ее старые недостатки (опять-таки исторически присущие ей как стране развивающейся)?

Е. Г. Ответ банален. В случае России многое будет зависеть от политики. Потенциал роста у нас большой, уровень доходов в стране в среднем невысок, ресурсов много.

В Америке существенных проблем больше. Одна из них — макроэкономические диспропорции: избыточное потребление домашних хозяйств, относительно невысокая доля инвестиций. Ликвидировать их быстро не получается. Да, частный долг был частично замещен государственным, но это не решает общей проблемы. Долг — любой — все равно придется погашать, и даже через инфляцию это не произойдет быстро.

Другая проблема, которая тоже будет ограничивать возможности роста американской экономики и трансформировать всю мировую систему — это то, что доллар по-прежнему будет оставаться резервной валютой. И в ситуации активной работы печатного станка Федерального резерва доллар объективно должен слабеть. При этом, хочу напомнить, что даже в условиях нынешней нестабильности доллар не ослабевал против евро больше чем до 1,4. (Сейчас мы видим доллар 1,44–1,45 против евро.) Евро тоже не универсальный бенчмарк, и поэтому уместно также смотреть либо на взвешенный индекс, либо на то, что произошло с долларом за предыдущие 12 месяцев. И мы увидим, что доллар ослаб при-

мерно на 12–14% против практически всех валют тех стран, где инфляция относительно низка.

Это означает, что не евро сильный, а доллар слабый. И поскольку сырье (а также многое другое) торгуется в долларах, то это поддерживает относительно комфортные условия для России. Цены на нефть, несмотря на все страхи, остаются высокими, денег много, и они не только идут в золото, но также остаются в нефти и другом сырье. По Америке это ударяет еще больнее. Лет 6–7 назад ведущие инвестиционные дома выступили с тезисом, что Америке нужен слабый доллар — 1,4–1,6 к евро,— и вот тогда исчезнут все дисбалансы. Но мы уже видели доллар на этих позициях, а дефицит счета текущих операций остался на уровне 3–4% к ВВП. Америка является импортером сырья. Если при избыточном печатании денег доллар слабеет, а цены на сырье идут вверх, это никак не меняет дефицит американского платежного баланса. Но в результате страна получает высокие внутренние цены на топливо, которые тоже сдерживают рост внутреннего потребительского спроса. Если доллар будет слабеть дальше, то мы, скорее всего, будем наблюдать (в относительно длинной траектории) относительно высокий уровень цен на сырье, что продолжит сдерживать рост внутреннего спроса в Америке.

Для России это, в принципе, довольно комфортная ситуация, потому что она позволяет по-прежнему закачивать деньги через бюджет, однако не самым эффективным образом, к сожалению. Движение по инерции может продолжиться. Здесь многое будет зависеть от экономической политики, как уже сказано. Будет ли, например, российское правительство реализовывать те планы заимствований, которые заявлены в проекте бюджета на 2012–2014 годы? Надеюсь, таких масштабных заимствований мы все-таки не получим.

Но инвесторы еще долгое время будут смотреть на Россию (и ряд других стран), как на довольно рискованные места для инвестиций. Ясно, что в ряде стран (например, Бразилии) перегрет внутренний спрос, потому что экономика росла высокими темпами, глобальные деньги были дешевы, и они шли в такие страны, как Бразилия. Политика там тоже уже начинает казаться не совсем рациональной — все-таки уровень номинальных процентных ставок в стране довольно высок, и реальные ставки, соответственно, тоже очень высокие. Это приводит к еще большему притоку капитала, что вызывает еще больший перегрев внутреннего спроса, за этим следует переоценка валюты, промышленность в Бразилии тормозит… В общем, я не думаю, что эта страна будет локомотивом какого-либо роста в Латинской Америке. Она будет расти, но тоже умеренными темпами. Более высокими, чем развитый мир, но умеренными.

И мировая экономика, скорее всего, выйдет на привычную траекторию, без перегрева (больший перегрев за счет наращивания долга уже практически невозможен). Поэтому рост около 3% в последующее десятилетие — это то, к чему нужно привыкнуть, забыв про 4–5%, которые имели место прежде.

Будет по-прежнему развиваться Азия. Китай тоже будет расти, но там должно произойти торможение. Не только потому, что спрос в развитых странах будет увеличиваться более вяло. Но и потому, что Китай стал большим, а большая экономика не может расти постоянно, с темпами в 10% в год, поскольку большая экономика требует все больше ресурсов для поддержания тех же темпов. Кроме того, в Китае тоже имеются диспропорции, в том числе избыточные инвестиции (в отличие от Америки).

Поэтому рост будет ослабляться в сторону более умеренных темпов. Возникнет некая многополярность, в отличие от той экономической монополярности, которую мы наблюдали в последние лет двадцать. Американский потребитель больше не будет определяющей фигурой, рост станет более умеренным, менее перегретым, но более диверсифицированным.

На финансовых рынках, я думаю, дневные скачки индексов на 5–6% за одну торговую сессию тоже станут своего рода нормой. Мы их уже наблюдали в августе, и волатильность может быть даже более значительной в будущем. Можно провести аналогию между денежной массой М2 (которая выпускается по всему миру в неограниченных количествах) и CO_2. Чем больше углекислого газа в атмосфере, тем больше погодные аномалии, чаще ураганы в Карибском море и Юго-Восточной Азии, сильнее разбросы температуры. То же самое будет происходить и на финансовых рынках. Деньги будут метаться от золота к акциям, от акций к бондам, потом будет очередная коррекция, поскольку консенсусный взгляд инвесторов будет регулярно меняться.

А консенсус всегда неверен (именно поэтому коррекции регулярно и случаются). Поэтому волатильность будет гигантской. И на финансовом рынке придется привыкнуть к тому, что аномалии будут более частыми и более масштабными.

Я. Л. Дисбалансов в США достаточно много, и в каких-то соотношениях они превышают то, что мы в агрегированном виде видим в Европе. Несмотря на это, есть ряд факторов, которые у меня вызывают особенную озабоченность по поводу именно Европы.

Первое — это возможность перерастания кризиса, связанного с бюджетами отдельных стран, в банковский кризис. Проблемы, которые, казалось бы, стали (в рамках данного этапа кризиса) концентрироваться в основном на макроуровне бюджетов отдель-

ных стран, теперь опять переходят на микроуровень — предприятий, банков, финансовой системы. Собственно говоря, повторяются явления первой волны кризиса. В Европе именно опасения относительно возможности ухудшения состояния банковской системы во многом подпитывают падение на фондовом рынке.

Помимо этого, не может не беспокоить сохраняющаяся вероятность возникновения своего рода эффекта домино в рамках еврозоны. И так как евро само по себе — это плод многих усилий многих стран, то проблемы координации здесь очень серьезны. Политически эта проблема более сложная, чем в США.

Мы видим, что проблемы, которые поначалу концентрировались в относительно небольших странах (Греция, Португалия), потом стали проблемами более крупных стран. Если в Европе не будут приниматься оперативные меры, то эффект домино может затронуть крупные страны со значительно более серьезными последствиями для стабильности и еврозоны, и всей мировой экономики.

Напряженность политических процессов в еврозоне может быть более серьезной, чем в США. В следующем году — выборы во Франции, в 2013 году — выборы в Германии. Для принятия сложных решений по ограничению бюджетных расходов, по ограничению финансовой помощи, которая предоставляется другим странам еврозоны, возможностей политического маневра будет оставаться все меньше и меньше.

Поэтому есть основания полагать, что основные угрозы на данный момент исходят от Европы.

С точки зрения локомотивов роста понятно, что все сейчас смотрят на Азию. Именно Азия является тем регионом стабильности, который пока отличается относительно высокими темпами роста. Но есть вопрос относительно

того, насколько эта ситуация устойчива в условиях, когда и США, и Европа демонстрируют существенное замедление. Китай действительно сумел переориентировать свой рост на внутренние источники. Тем не менее экспортная составляющая для многих стран Азии остается очень существенной, и вполне возможно, что это приведет к замедлению темпов роста в этом регионе. Это, в свою очередь, может оказать давление на сырьевые цены.

Сейчас среди инвестиционных банков действительно кристаллизуется своего рода консенсус относительно того, что цены на нефть удержатся. Некоторые говорят даже о том, что они (возможно) будут расти. Но для России было бы очень опасно ориентироваться на этот сценарий.

Предсказать эту динамику очень сложно. Я вижу факторы, которые будут поддерживать цены на нефть (тот же ОПЕК будет стараться что-то сделать в этом направлении), но есть и факторы, которые говорят о том, что цены на нефть могут снизиться.

В этом отношении для России очень важны два приоритета.

Первое — это возврат к определенным бюджетным правилам, которые направлены на ограничение бюджетного дефицита. Пока что те временные рамки, которые были озвучены президентом (2015 год), недостаточно амбициозны. Это надо делать быстрее.

Помимо этого, мы должны научиться инвестировать, потому что сберегать вроде бы научились. Но инвестировать должным образом до сих пор не можем. Скорее всего, это надо будет делать с участием частного сектора, и очень важно разработать механизмы, которые способствовали бы инвестиционно-ориентированному росту на базе не только бюджетных расходов, но и частных инвестиций, в том числе иностранных.

Здесь фондовый рынок может сыграть очень важную роль. С моей точки зрения, важны реформы, направленные на развитие фондового рынка с участием нерезидентов, на то, чтобы нашим компаниям было легче за счет фондового рынка привлекать больше инвестиций.

С точки зрения того, что Россия должна сделать в более долгосрочном плане как ответ на кризис, — следует переориентировать свою торговлю, свои инвестиции в сторону быстрорастущих точек мировой экономики, прежде всего динамичных стран Азии.

— Может ли происходящее на мировых финансовых рынках быть использовано Россией? В том числе для укрепления национального финансового рынка?

Е. Г. Вернемся к бюджету. Тем более что в кулуарах сейчас активно обсуждают идею строительства за МКАД всего и сразу, в том числе финансового центра. Финансистов, правда, никто не спросил, хотят ли они работать за кольцевой дорогой, но намерения развивать финансовый рынок озвучены (другое дело — материализуются они или нет). Но важна именно бюджетная составляющая. Все-таки для того чтобы финансовый рынок, финансовый центр был востребованным и масштабным, нужны определенные масштабы экономики.

Здесь у нас все вроде бы складывается удачно, в этом году объем ВВП составит примерно1,8–1,9 трлн долларов. Политика Центрального банка тоже эволюционирует в правильном направлении. ЦБ все меньше и меньше вмешивается в курсообразование; интервенции, которые он проводит в этом году, существенно меньше прошлогодних, а прошлогодние нельзя сравнить с периодом 2006–2007 годов. То есть курс становится все более подвижным и все более плавающим, и что самое важное — население уже привыкло к тому, что курс может существенно двигаться в течение торговой сессии — и никто не бежит сразу менять свои рубли на валюту.

Эволюционирует все в правильном направлении, и думаю, что эта тенденция будет продолжаться. Но есть еще и другое необходимое условие для того, чтобы финансовый сектор развивался устойчиво: это довольно емкий рынок государственных облигаций.

Почему доллар по-прежнему держится? Потому что государственные облигации США (номинированные в долларах) — это самый масштабный рынок надежных (хотя и с пониженным рейтингом) бумаг. В России рынок госбондов мал, уж не говорю про рейтинги. Рынок ГКО был большим до 1998 года, но на сто процентов спекулятивным, и потом мы знаем, что с ним произошло. После этого мы наблюдали период устойчивого бюджетного профицита, когда потребности у государства в финансировании не было, и эмиссия госбумаг была очень ограниченна.

Сейчас правительство озвучило в своих решениях, что дефицит бюджета будет финансироваться в первую очередь за счет заимствований на внутреннем рынке. Каждый год, начиная со следующего, будут производиться займы объемом примерно 1,5 трлн рублей. Цена нефти прогнозируется 93–97 долларов за баррель.

Будет ли цена такой — это еще большой вопрос, размер дефицита — тоже. Конечно, его можно создать искусственно, еще больше увеличив расходы, но тогда существенно возрастают риски. Российский финансовый рынок будет еще больше восприниматься как проблемный, рискованный.

Непременное условие для того, чтобы внешние (да и внутренние) инвесторы смотрели на наш финансовый рынок с серьезным интересом, — это снижение рисков, связанных с высокой ценой на нефть. Если бюджет балансируется при цене 124 доллара за баррель, то любой инвестор будет смотреть на такой финансовый рынок с очень большим опасением. Это означает, что будет

большая, избыточно большая курсовая нестабильность.

С другой стороны, рынок государственных облигаций нельзя запустить, пока бюджет профицитен. В этой ситуации нужно находить правильный баланс между планируемым дефицитом бюджета (расходы которого сейчас, на мой взгляд, избыточны) и выпуском внутренних бумаг. Здесь мы приходим к теме инфляции.

Чтобы Россия чувствовала себя более комфортно, надо ставить задачу снижения инфляции. И не так как правительство сейчас ставит — каждый год на 1–2%. В принципе, надо сразу ставить задачу снизить инфляцию до нормального уровня — хотя бы 3–4%. И это легко сделать, и практически мы этого уже достигали, правда, в очень короткие периоды времени.

С февраля по август 2011 года инфляция, если мы ее пересчитаем в годовой уровень, находится на уровне четырех с небольшим процентов. Снизить инфляцию до уровня, который привычен нормальным инвесторам, можно в течение одного года. Это будет означать меньшее давление на рубль на валютном рынке, меньшее укрепление рубля и большую привлекательность рубля как валюты сбережения.

Другая тема, которая тоже важна, и решить ее гораздо сложнее (причем не только в России, но и в мировом масштабе), — это сбережения.

Нынешняя ситуация на глобальных рынках абсолютно убивает консервативные сбережения. Америка закладывает мину замедленного действия под всю свою пенсионную систему. Действительно, если мы посмотрим последние цифры, то июньская инфляция в США составила 3,6%, при этом доходность по двухлетним бумагам падала до 0,14% годовых, сейчас она колеблется где-то возле 0,2%, у десятилетних бумаг доходность ниже 2%. И даже 30-летние бумаги имеют доходность 3,4%. Абсолютно безрисковые инструменты обеспечивают отрицательную в реальном выражении доходность!

При обещанном изобилии денег мы будем находиться в среде устойчивых отрицательных процентных ставок, волатильность будет очень большой, рынок акций будет скакать: 5–6 процентов в день, и все это станет нормой. Это среда не для долгосрочных инвесторов, это среда для спекулянтов, для алгоритмической торговли. Эта волатильность будет транслироваться и нам, потому что, в отличие от Китая, у нас нет ограничений на поток капитала.

Задачу создания длинных денег будет очень сложно решать. Поэтому, на мой взгляд, ключевой задачей должно быть снижение инфляции. Надо снижать риски, связанные с избыточными расходами бюджета и его избыточной зависимостью от цены на нефть.

Пока тренд шел в правильном направлении, но есть объективные внешние условия. С учетом все еще размеров нашей экономики в мировом масштабе мы будем очень и очень подвержены всем шокам.

Ю. Д. Если переходить к обсуждению вопроса о влиянии на Россию нынешнего этапа финансового кризиса и состояния мировой финансовой системы, то я бы сказал, что «дуракам опять повезло». Потому что мир сейчас находится в состоянии валютных войн. Это означает, что неизбежна раскрутка инфляции, причем не в какой-то отдельно взятой национальной экономике, а именно глобальной инфляции, в рамках подавляющего большинства стран.

В этой ситуации крупные инвесторы все больше задумываются о спасении своих денег путем инвестирования в товарные запасы. Приобретают популярность не только нефтяные фьючерсы, но и фьючерсы на кукурузу, сою, сталь, цемент, цветные металлы. Это приводит, во-первых, к еще большему раскручиванию инфляции и, во-вторых, очень сильно стимулирует рост цен на сырьевые товары в ближайшей перспективе.

То есть Россия как производитель сырьевых товаров окажется в очень хорошей ситуации. Окно возможностей для нее расширяется.

Другое дело, что наша современная экономическая политика не готова использовать это открывающееся окно возможностей. Она не нацелена на повышение конкурентоспособности экономики, не нацелена на повышение конкурентоспособности финансового сектора. Запредельно высокие бюджетные расходы, которые планируются на будущее, уже закрывают это окно. Неперспективность крупнейших игроков в реальном секторе в силу их монополизма не позволяет им стать эффективными игроками на транснациональном рынке. В том числе переориентировать свои связи с развитого мира на наиболее динамично развивающиеся страны развивающегося мира.

У нас нет и не предвидится долгосрочного внутреннего инвестора.

При том характере внешних финансовых шоков, которые есть сейчас и будут в ближайшей перспективе год-два, это ведет к росту волатильности российского финансового рынка и снижению интереса к нему со стороны консервативных мировых инвесторов.

Если говорить о МФЦ. В своей статье, опубликованной журналом «Эксперт», я уже приводил шокирующую цифру: законами стали только два законопроекта из 24, намеченных в плане мероприятий по созданию МФЦ. Иначе как полным провалом охарактеризовать этот процесс нельзя. Создание МФЦ теперь, по сути, сводится к строительству зданий за пределами кольцевой дороги. А не к улучшению инвестиционного климата, не к совершенствованию инфраструктуры, не к созданию конкурентоспособно-

го налогового режима, что, собственно, и превращает национальный финансовый рынок в МФЦ.

На проекте поставлен крест, а это значит, наш фондовый рынок будет возвращаться к ситуации 90-х годов, и уже возвращается — по крайней мере, в части волатильности и в части офшорности. Мы, видимо, не достигнем запредельных значений ключевых индикаторов (как это было в 90-х). Но тот факт, что сейчас около 70% российских IPO идет на иностранных площадках через размещение акций компаний-нерезидентов, владеющих российскими активами, — это очень яркий показатель. Бизнес уже убежал за рубеж и привлекает деньги там. Он владеет российскими активами, но с точки зрения резидентной принадлежности он уже не российский. Это потеря экономического суверенитета, за которым неизбежно следует превращение финансового рынка России в периферию иностранных МФЦ, в том числе, видимо, и польского.

Резюмирую: нынешний кризис создал окно возможностей для России, но мы этими возможностями, скорее всего, не воспользуемся.

И если возвращаться к облигационному рынку, то он как раз показывает, каким образом мы, имея большие возможности, ими не пользуемся.

Реальные ставки по наиболее надежным бумагам (в первую очередь американским) являются отрицательными. В этой ситуации глобальные инвесторы испытывают потребность в новых надежных инструментах. У России был бы шанс создать такой инструмент. Но для этого нужна иная экономическая политика. Например, если бы гособлигации гарантировались не только честным словом государства, но и доходами от добычи полезных ископаемых. Механизмы привязки облигаций к запасам полезных ископаемых и потокам сырьевых товаров существуют (вспомним, например, евробонды

«Газпрома», которые были обеспечены доходами от экспорта газа и получили рейтинг выше суверенного). И если бы российские долговые обязательства обеспечивались именно запасами нефти и газа, которые лежат в российской земле, которые будут добыты, и государство получит от этого вполне понятные финансовые потоки, то это создало бы новый инструмент, который бы рассматривался (по крайней мере, частью глобальных инвесторов) как весьма надежный. Рейтинговые агентства присвоили бы им рейтинг выше суверенного рейтинга России. Мы просчитывали, что на три ступени вверх. Кстати, в данном направлении ведутся разработки многими нашими конкурентами, в том числе в Республике Казахстан.

— Существуют ли в этой ситуации якорные активы? Можно ли пересидеть кризис в каких-то безопасных инвестициях?

Е. Г. Пересидеть нельзя, потому что денег печатается больше, чем добывается золота. И процесс работы печатного станка, скорее всего, будет продолжаться более успешно, нежели процесс золотодобычи. Думаю, что вряд ли мы в ближайшее время сможем увидеть и какие-то новые защитные активы, которые могли бы потеснить американские госбумаги, потому что слишком уж масштабен американский долговой рынок. Почему инвесторы начинают давить на Европу, на Меркель-Саркози с тем, чтобы они выпустили общие европейские бонды? Совершенно понятно, что доходность по этим новым бумагам будет выше, чем по американским и по немецким десятилетним бумагам. Потому что в их доходности войдут риски всех периферийных стран Европы, но отвечать за них будут, по сути, одна-две страны. Совершенно очевидно, что Германия и Франция, прежде чем облигации такого рода появятся, будут пытаться решить вопрос финансовой дисциплины — то есть процесс будет очень не быстрым.

Инвесторы действительно хотят иметь более ликвидные и доходные инструменты, но у этих инструментов должны быть какие-то фундаментальные основания. Я достаточно скептически смотрю на возможность появления в масштабном количестве каких-то новых инструментов. Думаю, что это будут в первую очередь традиционные бумаги.

Если вернуться к обсуждавшимся перспективам российских госбондов, то очевидно, что Россия — это не очень большая экономика, не очень большая финансовая система. Поэтому вброс российских облигаций не будет очень большим. В мировых масштабах это не сделает погоды.

Поэтому я думаю, по-прежнему будут скакать цены всех активов — и фьючерсов, и золота, и зерна. И это будет приносить соответствующие последствия. Причем если идут вверх цены на продукты питания или на энергию, то это уже порождает социальные проблемы, которые я специально не затрагивал, поскольку это не моя сфера. Хотя признаки нестабильности были видны — в Англии, Норвегии, не говоря уже про арабский мир.

В ближайшие год-полтора на рынках будет царить повышенная волатильность, нестабильность, и все это будет сопровождаться довольно вялым ростом в развитых странах и более умеренным в развивающихся. Скорее всего, это будет не та среда, где будут активно появляться новые финансовые инструменты.

Хотя теоретически не исключено, что рано или поздно новые инструменты возникнут. Года три назад начала активно обсуждаться идея замены доллара как мировой валюты какими-либо иными деньгами, какой-либо суррогатной валютой типа SDR. Я всегда был противником суррогатных денег. За деньгами должно стоять что-то серьезное и материальное. Даже в случае евро, когда при создании валюты вроде все было оговорено по части денежной политики, были введены ограничения на бюджетные дефициты стран-участниц проекта, система дала сбой — когда договоренности не выполняются, то устойчивость валюты уже начинает подвергаться сомнениям, и разговоры на тему развала еврозоны продолжаются. И еще какое-то время будут продолжаться. Можем представить себе, что будет, если будет введена какая-то суррогатная валюта типа тех же самых SDR, а после этого начнут происходить какие-то непредвиденные изменения. Ее устойчивость тоже будет ставиться под сомнение.

Поэтому если вернуться к теме точек роста и пытаться ее увязать с возможностью появления новых финансовых инструментов, то что мы сейчас имеем? Доля Америки в мировом ВВП в прошлом году составила примерно 23%, примерно столько же — доля еврозоны. Совокупный ВВП стран БРИК в этом году будет сопоставим с долей Европы и Америки. В 2011 он будет чуть меньше, но в следующем году они уже точно совпадут (при ожидаемых темпах роста). Это приблизительно те же 14–15 трлн долларов.

Таким образом, в мире появляются три экономических образования. Америка (как полностью сформированная институционально экономическая инвестиционная система), еврозона (что-то подобное с единой валютой, но с определенными институциональными недоработками, которые сейчас пытаются решить). И еще БРИКС (включая примкнувшую Южную Африку) — с той же масштабной экономикой и расширяющейся торговлей. Это меняет ситуацию. Свыше 40% китайского экспорта сейчас приходится на Европу и Америку. Эта доля будет снижаться, но будет расти внутренняя торговля в странах БРИКС и стран БРИКС с соседними странами.

Так что задачу создания суррогатной валюты хотя бы теоретически уже можно ставить по-другому. Не через МВФ, потому что развитые страны всегда будут блокировать создание мировой суррогатной валюты, за которые они не отвечают полностью. Но никто не мешает странам БРИКС создать хотя бы что-то подобное ЭКЮ. За такими деньгами стояли бы (не берусь сейчас обсуждать технические детали) определенные ресурсы — золотовалютные резервы, которые имеет в первую очередь Китай, природные ресурсы других стран. Теоретически можно создать для такой валюты некие правила, чтобы она была чем-то обеспечена материально, хотя бы для взаиморасчетов. После этого можно было бы размышлять на тему создания каких-то новых финансовых инструментов.

Сейчас Россия слишком мала. Китай — страна с ограничением на потоки капитала, и он вряд ли будет быстро двигаться по пути либерализации своего валютного режима. Так что китайский юань в обозримом будущем вряд ли сможет стать заменой доллару. Китайский долговой рынок тоже невелик.

Поэтому что-то суррогатное может появиться. Возможно, нашему правительству имело бы смысл порассуждать на эту тему.

Я. Л. Абсолютно безопасных активов в нашей сегодняшней действительности практически не существует, так как количество ликвидности в мировой финансовой системе таково, что периодически возникают своего рода пузыри то в одном, то в другом сегменте финансового рынка. В какой-то период времени очень привлекательным активом считались акции, сейчас таким активом считается золото. Но на финансовых рынках опять может увеличиться аппетит к риску, что может привести к тому, что цена на золото начнет снижаться и отступать.

Пытаться закрепить в нынешних условиях ярлык безопасного актива за золотом или какой-то другой категорией финансовых активов, я думаю, бесперспективно. В конечном итоге в глобальной экономике мы должны смириться с тем, что потоки капитала будут все более мобильными. И наблюдаемая сейчас волатильность, скорее всего, будет сохраняться достаточно продолжительное время. Для мировой экономики сейчас главная задача — не искать волшебный эликсир или безопасный актив, а приспособиться к жизни в рамках такой экономики, которая характеризуется повышенной волатильностью.

— **Тогда вопрос — каким образом приспособиться?**

Я. Л. Действительно ли создание суррогатных денег или новой мировой финансовой системы может быть ответом на новые реалии? Скорее всего, соглашусь с тем, что есть объективные ограничения на создание такого рода суррогатных валют. Все-таки экономические режимы многих стран, в том числе крупнейших, отличаются друг от друга. Экономические системы должны пройти очень значительный путь для того, чтобы такая конвергенция стала возможна. До возникновения единой валюты должно пройти, я думаю, еще много времени, в течение которого мы все-таки будем оперировать (как и в текущей ситуации) в режиме различных валютных курсов.

Не думаю, что мы можем сейчас перейти к золотому стандарту или к системе фиксированных валютных курсов. Мобильность капитала играет здесь большую роль.

Думаю, что вместо того чтобы пытаться надеть смирительную рубашку на всю мировую экономику, надо позволить мировой экономической системе развиваться в направлении дивергенции, а не конвергенции. В направлении сосуществования различных экономических систем, которые не обязательно должны быть ориентированы на создание или фиксированных валютных курсов, или единой валюты.

— **Одно время возникла идея некоего наднационального мегарегулятора, который мог бы сглаживать кризисные явления. Насколько участники продвинулись в создании такой конструкции?**

Е. Г. Не думаю, что можно создать универсальный мегарегулятор, который подменял бы собой господа бога. Думаю, что лучшим регулятором должна быть конкуренция между существующими валютами и финансовыми институтами, эмитируемыми инструментами.

Теперь хочу адресовать реплику Ярославу. Вбрасывая идею создания суррогатной валюты, я сразу оговорился, что тоже являюсь противником таких инструментов. Всем было бы, наверное, комфортно, если бы какое-то продолжительное время универсальным мерилом оставался доллар. Но проблема в том, что эмитент резервной валюты не может хронически иметь дефицит бюджета около 9–10%. Это подрывает основы существующего бенчмарка. Все, что мы мерим относительно доллара, уже не столь незыблемо, оценивать все в долларах не имеет особого смысла. Цена золота 1900 долларов за унцию — справедлива она или нет? Цена на нефть справедлива или нет? Все как-то поплыло, потерялся бенчмарк. Был золотой стандарт, потом Америка отказалась от обеспечения доллара золотом. Чем сейчас обеспечен доллар?

Да, есть американская экономика, есть американские активы. Но есть и американский государственный долг, совокупный долг страны, который сопоставим с масштабами экономики. Отсюда и возникают идеи по поводу SDRов или подобные. Мне кажется, что мир будет двигаться приблизительно в этом направлении. Потому что, еще раз повторяю, Китай не готов стать

эмитентом резервной валюты, хотя это большая экономика. Но с учетом внутренних проблем страны, диспропорций, которые там возникли, избыточной долей инвестиций в ВВП, регулируемым курсом юань нескоро обретет способность конкурировать с другими валютами.

У евро — вначале мы это уже обсуждали — тоже есть определенные проблемы. Сама идея того, чтобы резервная валюта была обеспечена чем-то материальным на 100%, будет периодически возникать. Доллар потерял доверие. Понятно, что напечатать его можно много. Но это будет лишь «растягивать» шкалу. В таких условиях мегарегулятор создать не получится. Скорее, будет идти какая-то регионализация. Мы видим попытки России создать вокруг себя некое сообщество стран. Никто не замахивается на международный финансовый центр, но создать региональный центр — нормальная практика. То же самое можно сказать о Латинской Америке. Это довольно самодостаточный регион, довольно масштабный рынок. Не говоря уже про Азию.

Согласен, что деньги, с учетом возможностей перемещения гигантских их объемов из одной точки планеты в другие в течение короткого промежутка времени, будут метаться по сегментам рынков. Но в условиях, когда спрос в развитых странах будет стагнировать или расти медленно, более реальным видится развитие именно региональной торговли, в той же Латинской Америке. Доллар слабеет, цены на сырье остаются высокими, транспортные издержки тоже чего-то стоят. Часть денег объективно будет утекать из развитых стран в более динамично растущие развивающиеся. Все это в свою очередь будет стимулировать (не говорю, полностью замещать, но стимулировать) спрос, который раньше приходился на США и другие развитые страны. Раньше мировая торговля концентрировалась вокруг американского рынка. Поскольку все больше будет развиваться региональная — в Азии, в Латинской Америке, то объективно будет возникать спрос на региональные расчеты, Россия и Китай могут начать торговать уже не в долларах, а в своих валютах и так далее. Это объективно подтолкнет к мысли о создании общей валюты.

Но глобальный мегарегулятор в этих условиях еще более бесполезен. Регулятор должен представлять, что будет с экономикой, иметь надежные прогнозы. Реально происходит нечто обратное. Посмотрите, как ежеквартально в сторону понижения менялись в 2008–2009 годах прогнозы МВФ. Невозможно охватить и предвидеть все глобальные связи, и более того, региональные связи будут играть все большую роль.

Пример — Корея, которая сейчас существенно пострадала от глобальной нестабильности. Корейский фондовый индекс KOSPI упал больше, чем в ряде других стран, — больше чем в России, чем в Бразилии. Если мы посмотрим на показатели внешней торговли Кореи, то увидим, что это падение было, наверно, незаслуженным, оно произошло в основном на фоне общей паники. Примерно 21–22% корейского экспорта идет не в Америку, а в Китай. Процентов семь — в Японию. Америка важна в структуре корейского экспорта, но ее доля — только 11%. Так что спрос на корейскую продукцию в мире не особо снижается.

— То есть наряду с центростремительными тенденциями включаются какие-то иные?

Е. Г. Раньше был один центр притяжения — Америка. Мир больше не будет подстраиваться под эту модель, будет идти поиск новых возможностей. И они есть. Я бы еще раз подчеркнул тезис о перспективах развития региональной торговли. Это будет стимулировать отказ от доллара как нездоровой валюты.

Ю. Д. Я бы вернулся к предыдущему вопросу: надежные инструменты, в которых можно пересидеть.

Как частный инвестор я понимаю, что таких инструментов, по большому счету, нет. И в той части своего портфеля, которая должна быть консервативной, я сейчас просто стараюсь вместо облигаций приобретать инструменты, по которым существует консенсусная рекомендация инвестиционных домов покупать (и по которым соотношение прогнозной и текущей цен кратно). Я бы, конечно, покупал нигерийские или вьетнамские акции, но лишен этой возможности. Поэтому все-таки покупаю российские акции ввиду их текущей недооценности. Я даже фьючерс на индекс РТС открыл на покупку, начитавшись рекомендаций своих коллег по круглому столу. Но сейчас, послушав коллег уже вживую, пожалуй, закрою этот фьючерс. Все-таки, в отличие от многих других стран с развивающимися финансовыми рынками и, соответственно, недооцененными финансовыми активами, российские активы могут так и остаться недооцененными.

Другие инструменты, которые мне кажутся надежными — это все же товарные запасы. Но опять-таки я лишен возможности инвестировать, скажем, во фьючерсы на кукурузу, фьючерсы в сою и пшеницу. В условиях этого кризиса меняется понятие инструмента, который реализует функцию сохранения стоимости. Теперь это уже не обязательно облигация — это может быть и наиболее недооцененный актив, который в какой-то дальней перспективе будет расти.

Я. Л. Лучшее свидетельство тому, что безопасных активов нет, — это доллар. На протяжении очень долгого периода доллар США считался самым безопасным активом. И это привело к самоуспокоенности и, может быть, даже к экономическим эксцессам в виде

чрезмерного потребления в США, в виде чрезмерного притока капиталов в американские облигации со стороны Азии. Приток капитала в США наблюдался достаточно долго, так же долго может развиваться и отток. И в этих условиях парадигма следующих десятилетий — это регионализация экономики и попытки создания и развития региональных валют. И тут проект по созданию из рубля пусть не глобальной, но региональной валюты и валютная интеграция на постсоветском пространстве — все это очень важно сточки зрения стимулирования инвестиций, а также с точки зрения приспособления России к глобальным тенденциям на протяжении следующих десятилетий.

На самом-то деле условия кризиса — это еще и возможности (в том числе для России). Во многих развитых станах режим по отношению к финансовому сектору не будет улучшаться. Посмотрите на планы введения налогов на финансовый сектор в той же Европе. Здесь для России создаются условия для своего рода регуляторного арбитража. В этих условиях необходимо принимать меры по улучшению нашего инвестиционного климата, чтобы усилить эффект контраста, в том числе применительно и к налогообложению, и к инфляции. Потому что в мировой экономике мы действительно будем видеть тенденцию к относительно высокой инфляции и относительно невысоким темпам экономического роста.

С точки зрения конкуренции за привлечение капитала наиболее успешными будут страны, которые показывают более высокие темпы роста и более низкие темпы инфляции. Страна, которая в наибольшей степени будет успешна в этом, — это страна, которая будет показывать и возможность привлечения капитала, и его эффективного использования за счет высокой производительности труда.

У нас производительность труда очень низкая. Потенциал для привлечения капитала и использования его для увеличения производительности труда очень высок. Поэтому я (несмотря на то, что ситуация в течение следующих пяти лет в глобальном масштабе может быть не самой радужной) применительно к России остаюсь оптимистом. Возможности сократить дистанцию от лидеров мировой экономики у нас есть в нынешних условиях, и было бы очень и очень жаль, если бы мы ими не воспользовались.

Е. Г. Я бы хотел еще раз просуммировать все, что сказано.

Основное мое опасение, связанное с глобальной ситуацией, — это именно то, что слишком много денег уже вброшено и еще будет вброшено. Отрицательные реальные процентные ставки никогда не приводили к появлению точек роста. Не было и не будет таких примеров. Это означает, что сберегать становится практически невозможно. Еще раз, это большая проблема для всей пенсионной системы в развитых странах, консервативных инвестиций в более широком смысле. Слова насчет будущих социальных проблем надо очень серьезно воспринимать и анализировать.

Это самый значительный риск, потому что в этих условиях может снижаться не только доходность, но и стоимость бондов. Скорее всего, пока ФРС будет удерживать ставки на очень низком уровне, в ближайшие два года будут очень тяжелыми для инвестиций.

В отношении России меня беспокоят гигантские планы по строительству всего и вся. Понятно, что нужно строить инфраструктуру. Но я не очень хорошо представляю, каким образом эта инфраструктура — в виде пятизвездочных отелей и 40-тысячных стадионов — будет использоваться в таких городах, как, допустим, Саранск (где будет проходить чемпионат мира).

Задача снижения инфляции, на мой взгляд, — основной приоритет. Но когда вся европейская часть страны будет подвержена строительству, включая планы по созданию финансового центра за пределами МКАД и строительству за этими же пределами резервации для чиновников, все эти факторы будут поддерживать довольно высокий инфляционный фон. Это в наибольшей степени меня беспокоит. ◻

Уже не максимальный

Эксперты оценили снижение рейтинга США как ожидаемое и логичное, а рынки — как серьезно меняющее ситуацию

Рушится еще один миф — что превосходство развитых стран позволяет им жить в долг, то есть потреблять больше, нежели зарабатывать. А ведь достаточно долго казалось, что государственный и частный долг этих стран может расти вечно. Но чудес не бывает. Поэтому и разразился нынешний кризис.

В начале августа произошло практически невероятное событие: рейтинговое агентство S&P понизило кредитный рейтинг США.

В начале августа произошло практически невероятное событие: рейтинговое агентство Standard&Poors понизило кредитный рейтинг Соединенных Штатов на одну ступень — с AAA (максимального) до AA+. Кроме этого, негативно оценена кредитная перспектива страны. Специалисты агентства объяснили это опасениями относительно растущих дефицита бюджета и государственного долга США. (Дефицит бюджета и госдолга Америки, по оценке экономистов, в настоящее время оцениваются в 1,65 триллиона долларов и 14,3 триллиона соответственно).

«Standard&Poors» — одно из трех крупнейших мировых рейтинговых агентств (наряду с Moody's и Fitch Ratings). Кредитный рейтинг — это, вообще говоря, производимая агентством оценка кредитоспособности объекта (в нашем случае — страны). Рейтинги рассчитываются на основе определенной методики, в которой учитываются факты прошлой и текущей финансовой истории, размер финансовых обязательств, ряд других параметров. Основное предназначение рейтингов — дать представление о вероятности своевременной выплаты взятых финансовых обязательств. Чем ниже рейтинг — тем ниже кредитоспособность.

В случае с США особой проблемы, если глядеть со стороны, не должно бы возникнуть: был рейтинг максимальный, стал чуточку ниже, но все равно очень высокий. Тем не менее рынки отреагировали на событие достаточно бурно.

«ВН» попросил экспертов прокомментировать событие. Им были заданы следующие вопросы:

- Как вы оцениваете решение агентства S&P?

- Как вы оцениваете состояние экономики США, перспективы доллара как резервной валюты?
- Каким путем могут решаться экономические проблемы США: через очередное количественное смягчение; постепенную инфляцию, что-то еще?
- Как влияют на глобальную экономическую ситуацию проблемы еврозоны и как вы оцениваете последние решения ЕЦБ?

Снижение рейтинга США — эпохальное событие

Алексей Моисеев, руководитель Управления макроэкономического анализа «ВТБ Капитал»

Мы все выросли и получили финансовое образование на трех китах: что доллар США — это резервная валюта; что казначейские облигации США — это эталон надежности; и что американские акции всегда растут. Решение агентства S&P основательно подрывает эту мифологию, и так довольно сильно поблекшую за время текущего кризиса.

Если серьезно, то, на мой взгляд, в реальности рушится еще один миф — что интеллектуальное превосходство так называемых развитых стран позволяет им жить в долг, то есть потреблять больше, чем зарабатывать, в широком смысле слова. Казалось, что государственный и частный долг могут расти вечно, как вечно может сохраняться дефицит текущих счетов этих стран. На деле вышло, что таких чудес не бывает, и кризис грянул бы существенно раньше, если бы не маскировка в виде все более сложных финансовых продуктов, позволявших делать растущий долг не таким заметным.

Из такой ситуации, по сути, один выход — снижение потребления в странах Запада до более устойчивых уровней. Этот процесс может пройти двумя путями: дефляционным — через рост нормы сбережения, сокращение бюджетных расходов, рост безработицы, массовые дефолты; или инфляционным — когда номинальные долги и доходы не меняются, а цены растут, обесценивая и то, и другое. Практически повсеместное распространение QE подсказывает, что вероятность второго сценария существенно выше. При этом мы видим, что даже в Европе, пошли было по первому, более консервативному, пути, но когда правительства начали сокращать госрасходы, а ЕЦБ — ужесточать денежно-кредитную политику, то все равно пришли к тому же самому печатанью денег.

Таким образом, стоит ожидать, что западные валюты будут дешеветь относительно реальных активов, таких как нефть, например, со всеми вытекающими отсюда плюсами и минусами для России.

Мы все выросли и получили финансовое образование на трех китах: что доллар США — это резервная валюта; что казначейские облигации США — это эталон надежности; и что американские акции всегда растут. Решение агентства S&P основательно подрывает эту мифологию, и так довольно сильно поблекшую за время текущего кризиса.

Логичное и ожидаемое решение

Михаил Аристакесян, руководитель отдела анализа мировых рынков «Финам»

Решение агентства S&P по снижению кредитного рейтинга США было логичным, ожидаемым и, на мой взгляд, правильным.

Во-первых, положа руку на сердце, вряд ли кто сможет утверждать, что США заслуживают рейтинга AAA.

Во-вторых, S&P стало не первым агентством в мире, которое понизило рейтинг США. В частности, китайское агентство Dagong Global Credit Rating уже в прошлом году не считало США заслуживающим высшего кредитного рейтинга. А 2 августа еще раз понизило рейтинг. Кстати, после этого понижения кредитные рейтинги США и России, присвоенные китайским агентством, сравнялись. Однако прогноз рейтинга России у агентства Dagong стабильный, тогда как у США — негативный.

В-третьих, глава суверенных рейтингов S&P ранее заявлял, что «4 трлн

являются хорошей стартовой точкой для сокращения дефицита бюджета США». После того как политики договорились о сокращении расходов только на 2,4 трлн долларов, понижение рейтинга стало выглядеть практически неминуемым.

Состояние экономики США весьма далеко от благополучного. Достаточно упомянуть, что рост ВВП во втором квартале составил 1,3% вместо ожидавшихся 1,8%, показатель за первый квартал был пересмотрен с 1,9 до 0,4%. И это при том, что в это время осуществлялась программа помощи экономики QE2. Не менее красноречивым свидетельством служит заявление ФРС после последнего заседания FOMC. Решение продлить политику ультранизких ставок как минимум до середины 2013 года, говорит о том, что даже ФРС не может найти поводов для оптимизма.

Если говорить о перспективе в два-три года, то доминирующее положение доллара в мире сохранится. А вот если строить прогноз хотя бы до 10–15 годов, то при сохранении текущих тенденций доллару статус основной резервной валюты сохранить будет непросто. Резервная валюта должна быть сильной. Для сильной валюты необходима сильная экономика. И вот с этим, как мы уже говорили выше, у США проблемы. Стоящие перед страной вопросы требуют принятия жестких, непопулярных мер, на которые ни демократы, ни республиканцы идти не готовы. Уже упомянутое сокращение расходов на 2,4 трлн долларов за десять лет, по сравнению с тем, что Комитет по бюджету Конгресса США оценил дефицит государства в 13 трлн долларов за тот же самый период, трудно назвать существенным и «прорывным». Всевозможные программы помощи экономике проблемы не решают, они лишь откладывают решение. Проблему излишнего кредитования невозможно решить еще большим кредитованием.

Проблемы еврозоны добавляют негатива глобальной экономике. Фактически двигателем развития мировой экономики становятся развивающиеся страны, и в первую очередь Китай. Однако на данный момент они одни не способны «вытянуть» глобальную экономику на устойчивую траекторию роста. Так как у США не наблюдается пока желания кардинально решать свои проблемы, то ключевым фактором становится еврозона. Именно от нее во многом будут зависеть сценарии развития глобальной экономики. Хотя проблемы еврозоны значительны и во многом схожи с США, — в частности, проблема дефицита бюджета. Однако, хочу подчеркнуть, что, в отличие от США, практически все страны в Европе принимают весьма серьезные меры по сокращению расходов, эффект от которых должен стать заметен через два-три года. Поэтому если еврозоне удастся в течение этого периода избежать абсолютно катастрофических событий, то на будущее глобальной экономики можно будет смотреть с осторожным оптимизмом.

S&P стало не первым агентством в мире, которое понизило рейтинг США. В частности, китайское агентство Dagong Global Credit Rating уже в прошлом году не считало США заслуживающим высшего кредитного рейтинга. А 2 августа ещё раз понизило рейтинг. Кстати, после этого понижения кредитные рейтинги США и России, присвоенные китайским агентством, сравнялись.

Риски замедления глобальной экономики нарастают

Алексей Девятов, главный экономист, «Уралсиб Кэпитал»

Российский рынок стал жертвой потрясений на мировых фондовых биржах, вызванных решением Standard & Poor's понизить суверенный рейтинг США поздно вечером в пятницу, 5 августа 2011 года. Снижение рейтинга явилось последней каплей, вызвавшей обвал рынков на фоне растущих глобальных проблем в мировой экономике. Между тем падение рынков началось еще в четверг, 4 августа, после выступления президента ЕЦБ Жана-Клода Трише, выразившего опасения по поводу низких темпов роста в еврозоне и растущей угрозы кризиса ликвидности в европейской банковской системе в связи с усугублением долговых проблем.

Плохим новостям из Европы предшествовала публикация удручающих данных о росте ВВП США: по итогам 2 квартала 2011 года экономика страны выросла на 1,3%, тогда как рынок ожидал ее роста на 1,8%. Более того, показатель 1 квартала 2011 года был пересмотрен в сторону снижения — с 1,9 до 0,4%. Нарастание проблем в США и Европе в значительной мере сформировало негативный настрой рынков. Частично, напряженность на рынках ослабили словесные интервенции ФРС США, которая во вторник, 9 августа, пообещала принять дополнительные меры экономического стимулирования в случае необходимости, но тем не менее, ситуация остается крайне неопределенной и взрывоопасной.

Хотя, несмотря на то что, по всей видимости, нервозность, вызванная снижением рейтинга США, достаточно скоро уляжется, низкие темпы роста в крупнейших развитых эко-

По сути, несмотря на все заявления о «достаточных» мерах, имеющихся в распоряжении ФРС, все, что может сделать регулятор в сложившейся ситуации — это пассивно наблюдать за постепенно ухудшающейся экономической ситуацией и время от времени поддерживать рынки заявлениями о безусловной поддержке, которым в свою очередь, рынки будут все меньше и меньше верить.

номиках останутся постоянным источником напряженности на рынке. Следует заметить, что в своем заявлении ФРС США пообещала удерживать процентные ставки на низком уровне до середины 2013 года. Из этого можно с уверенностью заключить, что ФРС не ожидает ускорения роста американской экономики в течение еще как минимум двух лет. Учитывая, что вследствие огромного госдолга американские власти фактически не располагают инструментами бюджетно-налоговой политики и что денежная экспансия уже не может служить средством стимулирования экономики, ожидания низких темпов роста на протяжении еще как минимум двух лет представляются адекватной оценкой ситуации.

Основная проблема с дополнительными мерами стимулирования американской экономики посредством инструментов денежно-кредитной политики заключается в том, что банки, уже имея в своем распоряжении большие объемы дешевой ликвидности, не спешат кредитовать промышленность и население, что явилось бы существенным стимулом для экономики. Это связано, с одной стороны с кризисом доверия, от которого финансовая система так и не смогла до конца оправиться после событий 2008–2009 годов.

С другой стороны, нерешительность банков связана с объективно высокими рисками по кредитам, поскольку и корпорации и домохозяйства в большинстве своем уже имеют большие долги, и если им давать еще больше кредитов, то они просто не смогут расплатиться. Поэтому ни низкие ставки, ни предоставление ликвидности через программы выкупа облигаций, ни увеличение объема активов на балансе ФРС США или изменение структуры портфеля активов, не могут стимулировать банки наращивать объемы кредитования необходимыми для поддержки экономики темпами.

По сути, несмотря на все заявления о «достаточных» мерах, имеющихся в распоряжении ФРС, все, что может сделать регулятор в сложившейся ситуации, — это пассивно наблюдать за постепенно ухудшающейся экономической ситуацией и время от времени поддерживать рынки заявлениями о безусловной поддержке, которым в свою очередь, рынки будут все меньше и меньше верить.

Тем не менее в течение еще достаточно продолжительного времени альтернативы доллару как мировой резервной валюте и американским государственным ценным бумагам как «спокойной гавани» для инвесторов не предвидится, поскольку альтернативная резервная валюта должна эмитироваться страной (или блоком стран), чья экономика больше и устойчивее, чем экономика США. Скорее всего, мы увидим возрастающую роль других валют, прежде всего евро и юаня, в качестве резервных, в том случае, если европейцам удастся существенно продвинуться в решении своих долговых проблем, а китайцам обеспечить полную конвертацию и свободное формирование курса юаня на валютных рынках.

В том, что касается Европы, то так же, как и США, Европа обременена непомерными долгами и лишена пространства для маневра за счет денежно-кредитной политики. Таким образом, все более очевидным становится то, что в развитых странах ближайшие несколько лет станут временем медленного экономического роста и вялых финансовых рынков. Некоторой помощи можно было бы ожидать со стороны низких цен на сырье, особенно на нефть. Однако, по всей видимости, замедление роста в развитых странах будет давить на цены нефти лишь в ограниченной степени, не в последнюю очередь потому, что для балансирования бюджетов нефтедобывающим странам необходимо, чтобы нефть стоила более 90 долл./барр.

Длительный период медленного роста в крупнейших развитых странах представляет угрозу и для российской экономики, хотя в настоящий момент положение выглядит достаточно благополучным. В июле 2011 года реальные доходы населения вернулись на траекторию роста после нескольких месяцев снижения, ставшего следствием повышения налогов в начале года. Объем инвестиций в основной капитал растет высокими темпами, рост промышленного производства ускорился после устойчивого снижения показателя на протяжении нескольких месяцев, инфляция замедлилась, а федеральный бюджет сводится с профицитом. Принимая во внимание сильную динамику основных макроэкономических индикаторов, опасность замедления роста под действием внутренних факторов представляется минимальной. Остаются лишь внешние риски, которые связаны с ценами на сырьевые товары, движением капитала и темпами роста мировой экономики.

Россия ощутит замедление роста мировой экономики в результате падения спроса на традиционные статьи своего экспорта — сырьевые товары. Замедление роста российской экономики приведет к существенному снижению инфляции, ослаблению рубля и значительному уменьшению

доходов федерального бюджета, которое вынудит правительство сократить расходную часть по большинству статей, включая расходы на социальную сферу, здравоохранение, образование, оборону, а также на ряд широко объявленных инфраструктурных проектов. Однако, в настоящий момент это всего лишь один из возможных сценариев развития ситуации, поскольку неблагоприятная статистика по одному кварталу в США и Европе еще не формирует долгосрочного тренда. И все же, по всей видимости, риски замедления в развитых экономиках мира будут нарастать, что чревато ухудшением и российской макроэкономической ситуации, в настоящий момент вполне благополучной.

Проблемы известны

Людмила Моисеева, ведущий аналитик Еврофинансы

Решение агентства S&P оцениваю как неизбежное по многим параметрам. По крайней мере, если не доказана в установленном порядке ошибочность расчетов, на основании которых принималось решение (на чем акцентирует внимание Минфин США). В объяснении агентства о причине снижения рейтинга не было ничего нового, о чем бы рынки не знали ранее. О возможности снижения агентство заявило еще в апреле. Понятно, что, несмотря на урегулирование экстренной ситуации с дефицитом бюджета, экономика США замедляет рост и сохраняет все известные ранее проблемы. Нельзя было не отреагировать на политические и экономические неурядицы, тем более, что все это дискутировалось партиями с огромным резонансом, как бы напоказ. Престиж агентства требовал от слов переходить к делу.

Экономика США продолжает оставаться крупнейшей в мире, регуляторы извлекают уроки из кризиса и пытаются применить их с пользой для страны. Перспективы доллара как резервной валюты по-прежнему сохраняются. Но понятно, что на долгосрочном горизонте уже просматривается новая расстановка сил на мировой арене, если не произойдет экстраординарных событий.

Думаю, американские власти все же будут стремиться снизить дефицит бюджета, увеличить занятость и тем самым — обеспечить перспективы экономического роста. Известны упреки со стороны США в адрес Китая по поводу слабого юаня. В принципе, по этому пути они идут (и пойдут дальше) и с другими странами, стремясь удешевить доллар и улучшить свои экспортные возможности. В целях стимулирования роста экономики и снижения безработицы может быть также избирательно снижена планка налогообложения и/или введены новые налоговые льготы для бизнеса.

Думаю, что очередное количественное снижение или постепенная инфляция — не тот выбор для США сейчас. Количественное смягчение (QE), хотя оперативно и удержало ситуацию с ликвидностью, но не привело к ожидаемым результатам. ФРС, несомненно, проанализировала опыт QE и в ближайшей перспективе не станет его применять вновь. Инфляция находится под контролем, несмотря на рост цен на энергоносители. Значит, остается «еще что-то», что мы вскоре и увидим.

Проблемы еврозоны влияют на глобальную экономическую ситуацию, конечно, негативно. Последние решения ЕЦБ оцениваю положительно. Покупка ЕЦБ государственных облигаций проблемных стран еврозоны проводится очень осторожно, в небольших количествах. Тем самым и отношение инвесторов к ним улучшается, и инфляция держится под контролем. Участие ЕЦБ в этом процессе временное. Уже решено передать покупку от ЕЦБ к Фонду стабильности, решение должно пройти одобрение страновыми парламентами, осенью и вероятно, будет ими принято. ◻

WWW.PARADIZ.RU

+7 (495) 649 40 10

ТИПОГРАФИЯ

ПАРА'ДИЗ®

ШИРОКИЙ СПЕКТР ПОЛИГРАФИЧЕСКОЙ ПРОДУКЦИИ

Мы высоко ценим доверие наших деловых партнеров и прилагаем все усилия для укрепления наших взаимоотношений, которые в процессе работы становятся не только деловыми, но и дружескими.

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Дефолт or not? О нет!

Решение агентства Moody's поставить рейтинг США «Ааа» на пересмотр с возможностью понижения оказывало давление на мировые рынки в июле

А российский рынок акций после двух месяцев снижения в конце июня развернулся вверх и показал лучшую динамику среди стран БРИК и оказался в группе лидеров emerging markets, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI.

Индекс РТС по итогам первых двух летних месяцев вырос чуть более чем на 4%, достигнув 1965,02 пункта, а индекс ММВБ поднялся на 2,3%, составив 29 июля 1705,18 пункта.

Российский индекс S&P/IFCI за два месяца вырос на 2,68%, показав четвертый результат из 20 фондовых индикаторов emerging markets; при этом отечественный рынок опередил другие страны БРИК: снижение индийского рынка составило 0,03%, а китайский и бразильский рынки снизились на 4,03% и 4,76% соответственно. Аутсайдерами первых двух летних месяцев стали фондовые рынки Венгрии и Египта, потерявшие по индексу S&P/IFCI 9,6% и 9,4% соответственно. Вместе с тем в лидерах роста оказались рынки Филиппин (+9,6%), Индонезии (+8,3%) и Таиланда (+6,9%).

Рынок акций РФ

Индекс РТС по итогам первых двух летних месяцев вырос чуть более чем на 4%, достигнув 1965,02 пункта (рост с начала года составил 11%), а индекс ММВБ поднялся на 2,3%, составив 29 июля 1705,18 пункта (рост с начала года на 1,02%). Заметная разница в динамике рублевого индекса ММВБ и долларового индекса РТС с начала года объясняется снижением курса доллара США по отношению к российскому рублю почти на 10%.

Устойчивый рост российского рынка акций стал просматриваться лишь в конце июня. В этот период на глобальных рынках усилилась склонность к риску в связи с утверждением Грецией многолетнего плана экономии. Большую же часть месяца на российском рынке и в целом на мировых рынках отсутствовала ярко выраженная динамика, что было вызвано опасениями замедления темпов экономического роста. Так, хуже ожиданий оказалась официальная статистика по рынку труда США: число рабочих мест в мае увеличилось на 54 тыс. (минимальный рост за восемь месяцев) при прогнозах роста на 165 тыс., а апрельский прирост на 244 тыс. был пересмотрен до 232 тыс. Кроме того, безработица в США с апрельского уровня 9% в мае

В этой статье:

Внешний фон движения рынка.

Рост российского рынка.

Давление дебатов в США на финансовые рынки.

выросла до 9,1% при прогнозах снижения до 8,9%. Индекс ISM Manufacturing с апрельских 60,4 пункта в мае снизился до 53,5 при прогнозах снижения до 57,1 пункта.

Падение усугублялось новостями об отказе законодателей США повысить долговой потолок на текущий год без значительных сокращений госрасходов, а также понижением агентством Moody's рейтинга Греции сразу на три ступени.

В конце первой половины июня отечественному рынку акций на новостях из Европы удалось выйти в небольшой плюс в пределах 2–2,5%. Оптимизм на мировых площадках был поддержан снижением градуса опасений в отношении решения греческих долговых проблем, неплохой статистикой из еврозоны, решением Европейского центробанка и Банка Англии оставить процентные ставки неизменными. Кроме того, поддержку российскому рынку оказали цены на нефть, которые выросли на фоне сокращения запасов сырья в США и решения ОПЕК не менять квоты на добычу «черного золота».

Подъем в Европе поддержали данные о розничных продажах в еврозоне (в апреле выросли на 0,9% при прогнозах роста на 0,3%; в годовом выражении подъем достиг 1,1%, хотя не ожидалось изменений) и промышленных заказах в Германии (объем заказов в апреле вырос на 2,8% при прогнозах роста на 2%; в годовом выражении рост достиг 10,5%, хотя ожидалось 9%).

В июне ЕЦБ оставил процентную ставку на уровне 1,25% годовых. Выступивший по итогам заседания глава ЕЦБ Жан-Клод Трише заявил, что риски ускорения инфляции в еврозоне растут, поэтому необходима высокая бдительность для удержания инфляции под контролем. Глава ЕЦБ также отметил, что «высокая бдительность» в отслеживании инфляции означает возможность повышения ставки в июле.

После небольшой передышки тенденция к снижению на отечественном фондовом рынке возобновилась. Негативом для рынков стало повышение процентной ставки Центробанком Южной Кореи (с 3 до 3,25% годовых) и сокращение экспорта Китаем (рост экспорта замедлился в мае до 19,4% с апрельских 29,9%). Хуже ожиданий оказались данные о промышленном производстве в Германии, которое упало в апреле на 0,6% к марту (первое падение за четыре месяца) при прогнозах роста на 0,2%, Франции (в апреле сократилось на 0,3% при прогнозах роста на 0,4%) и Великобритании (в апреле снизилось на 1,7%, тогда как не ожидалось изменений). Индекс Empire Manufacturing, рассчитываемый Федеральным резервным банком Нью-Йорка, составил в июне минус 7,8 пункта при прогнозах роста до 12 пунктов с майского уровня 11,9, а промпроизводство в США в мае выросло всего на 0,1% при прогнозах роста на 0,2%.

Но наиболее важными новостями для всех мировых рынков, в том числе и российского рынка акций, были новости из Греции. Рейтинговое агентство Standard & Poor's в очередной раз понизило рейтинг Греции, причем агентство назвало эту страну «наименее заслуживающей предоставления кредитов». Рейтинг Греции был понижен на три ступени — с «B» до «CCC», при этом прогноз оставлен «негативным».

Министры финансов ЕС на совещаниях 14 и 19 июня не смогли согласовать план поддержки Греции. Германия возглавила лагерь, настаивавший на том, что держатели греческих гособлигаций должны взять часть убытков на себя, в то время как Европейский центральный банк и Франция были уверены в том, что подобное решение может быть расценено миром как первый дефолт суверенного эмитента в еврозоне.

В начале третьей декады месяца рынок акций РФ отступил в район 1600 пунктов по индексу ММВБ на новостях о выделении Международным энергетическим агентством 60 млн баррелей нефти из стратегических запасов, чтобы компенсировать нехватку поставок из Ливии и снизить цены (нефть WTI на этих новостях упала ниже 91 доллара за баррель, Brent — ниже 108 долларов).

В свою очередь ФРС сохранила процентные ставки на прежнем уровне (0–0,25% годовых), но ухудшила прогнозы ВВП, инфляции и безработицы в США на 2011–2012 годы. Прогноз роста ВВП на 2011 год был снижен с апрельских 3,1–3,3 до 2,7–2,9%. При этом оценки инфляции и безработицы на текущий и следующий годы были повышены. Вдобавок ко всему рынки

получили сигнал от ФРС об отсутствии планов на третий этап количественного стимулирования экономики США (QE3), поскольку ослабление экономического роста денежными властями США считается временным явлением.

В то же время снижение рынка акций сдерживалось оптимистичными новостями, касающимися разрешения долговых проблем Греции, в частности главы государств Евросоюза пообещали сделать все возможное, чтобы поддержать эту страну. Пятилетняя программа новых мер стабилизации греческого бюджета была согласована в ходе переговоров Греции с ее кредиторами — ЕС и МВФ. При этом греческий парламент в ходе голосования выразил доверие правительству Георгиоса Папандреу, а затем утвердил пятилетний план экономии. Инвесторы расценили это как еще один шаг к решению долговых проблем страны.

В конце июня оптимизм на мировых рынках был также подогрет данными о промышленном производстве в Японии (выросло в мае на 5,7%, тогда как ожидался рост на 5,5%), данными по деловому и потребительскому доверию в еврозоне (индекс доверия в июне снизился меньше ожиданий). В США вышла сильная статистика о деловой активности Чикаго (индекс в июне вырос до 61,1 пункта при прогнозах снижения до 54 пункта с майских 56,6).

Рынок акций в июле

В первых числах июля тенденция к росту на российском рынке акций сохранилась на фоне общемирового оптимизма. И фактически благодаря ударному старту индекс РТС по итогам прошедшего месяца вырос на 3,06%, а индекс ММВБ прибавил в июле 2,32%.

Рывок к уровням конца апреля рынок совершил 7 июля — индекс ММВБ превысил отметку 1740 пунктов на фоне роста мировых фондовых площадок и мировых цен на нефть на статистике из США и заявлениях Европейского центробанка в отношении долгов Португалии. В частности, ЕЦБ приостановил для Португалии действие существовавших требований к залогам, согласно которым принимаемые в залог бумаги должны иметь рейтинги инвестиционного уровня. После этого евро начал расти против доллара, что наряду с данными о запасах сырья в США от Американского института нефти (запасы нефти снизились за неделю на 3,2 млн баррелей) поддержало рост нефтяных цен.

Затем на фоне общемировой коррекции рынок акций стал корректироваться вниз из-за новых опасений в отношении углубления долгового кризиса в Европе и вероятного технического дефолта в США. Июньская статистика с рынка труда США также разочаровала инвесторов, оказавшись существенно хуже ожиданий. Это усилило распродажи акций и повлекло откат нефти. Так, число рабочих мест в экономике США в июне выросло всего на 18 тыс. при прогнозах роста на 105 тыс., при этом цифры майского прироста были понижены до 25 тыс. с ранее объявленного уровня 54 тыс., а безработица подскочила до 9,2% (максимум года), хотя не ожидалось изменений с майского уровня в 9,1%.

Давление на мировые рынки оказало также решение агентства Moody's поставить рейтинг США «Ааа» на пересмотр с возможностью понижения. Существовала угроза того, что Конгресс может не успеть повысить предельный уровень американского госдолга с текущих 14,3 трлн долларов до 2 августа. Отсутствие своевременного решения по госдолгу создает «небольшой, но растущий риск краткосрочного дефолта» США, говорилось в сообщении агентства. Вероятность такого развития событий уже не является минимальной, считают эксперты Moody's.

Пик падения российского рынка пришелся на первую половину дня 12 июля. Индекс РТС опустился в район 1920 пунктов, а индекс ММВБ – до 1685 пунктов, после чего рынок смог отскочить вверх на фоне наметившегося отскока на мировых площадках, поскольку в переговорах лидеров ЕС по Греции наблюдался прогресс. Министр финансов Люксембурга Люк Фриден заявил, что возможность «выборочного» дефолта по греческим облигациям в ходе переговоров министров финансов ЕС не рассматривается.

Сформировавшийся в дальнейшем «боковик» был нарушен во второй половине дня 21 июля, когда стали появляться первые сведения о принятых ЕС решениях в отношении Греции и других стран еврозоны. В частности, поводом для роста послужило сообщение немецкой газеты Die Welt о том, что страны Евросоюза согласовали условия реструктуризации долгов Греции и участия в этом частного капитала. Евро за какие-то 15 минут подскочил с 1,414 до 1,432 доллара, а к концу торговой сессии в России стоил уже 1,438 доллара. Рубль к доллару укрепился более чем на 1%, нефть из -1% вышла в +0,7%, основные европейские индексы из -0,5% показали +1,3% по итогам дня (на периферийных рынках рост превысил 2%).

Согласно принятым решениям, Греция получит помощь в объеме 109 млрд евро. Эта помощь будет также поддержана частными кредиторами, согласившимися пойти на обмен принадлежащих им облигаций на бумаги с более длительными сроками погашения. Схема поддержки Греции будет функционировать следующим образом. Европейский фонд и МВФ предоставят Афинам около 109 млрд евро в течение следующих трех лет всего под 3,5% годовых. Частные кредиторы добровольно обменяют облигации на новые, с более длительными сроками погашения (15–30 лет). При этом облигации будут различных типов — с несколькими видами купонов и гарантий, некоторые будут гаранти-

рованы активами, имеющими рейтинг на уровне «Ааа». Однако по некоторым кредиторы примут снижение номинала долга на 20%. По оценкам аналитиков, общая сумма участия частного сектора может составить 37 млрд евро до 2014 года и 106 млрд евро до 2019 года.

Кроме того, расширены функции европейского фонда финансовой стабильности (EFSF), который теперь сможет приобретать облигации проблемных стран на вторичном рынке, выступая в качестве дополнительного «стабилизатора» долгового рынка от атак спекулянтов.

Некоторую сумятицу в действия мировых инвесторов внесли заявления главы ФРС Бена Бернанке о возможном введении новых стимулирующих мер (программы QE-3). В частности, сначала Бернанке сказал, что ФРС готова предпринять дополнительные меры стимулирования, включая запуск очередного раунда выкупа гособлигаций, если экономика окажется под угрозой нового спада, что вызвало рост рынков. Однако затем глава ФРС не смог удержать планку сформировавшихся ожиданий и на второй день выступлений в Сенате сказал, что ФРС не готова предпринять немедленные действия по развертыванию QE3 из-за требующего внимания оценок уровней текущей инфляции. По его словам, уровень инфляции теперь «выше» и «ближе» к неофициальному целевому уровню центробанка, и существует причина, по которой ФРС не приступит незамедлительно к третьему этапу выкупа гособлигаций. Эти заявления вызвали уже негативную реакцию рынков.

В конце месяца рынок вновь стал снижаться на опасениях технического дефолта США, поскольку решение Конгрессом вопроса о повышении потолка госдолга страны затянулось, а также из-за слабой американской статистики о ВВП за второй и первый кварталы. Согласно опубликованной статистике, темпы роста ВВП США во втором

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

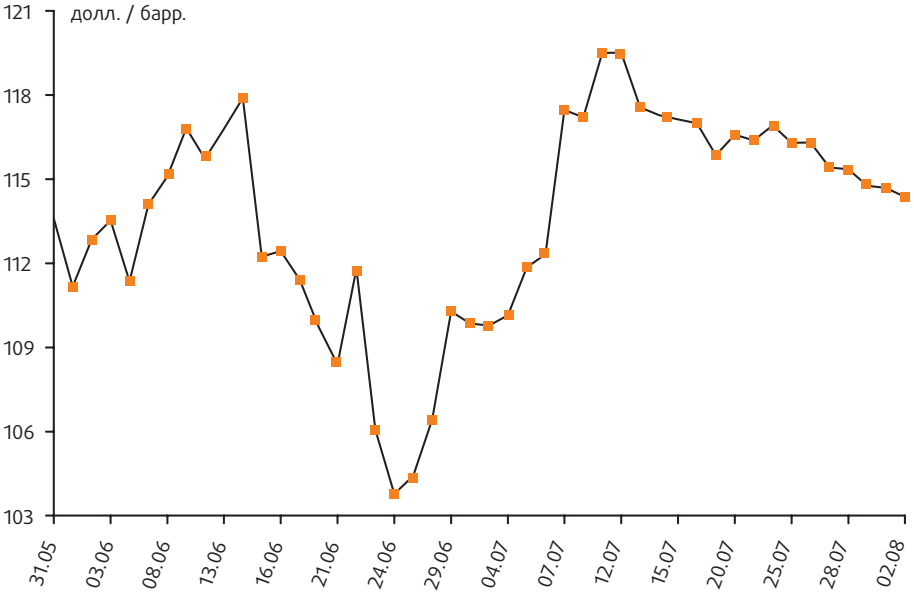
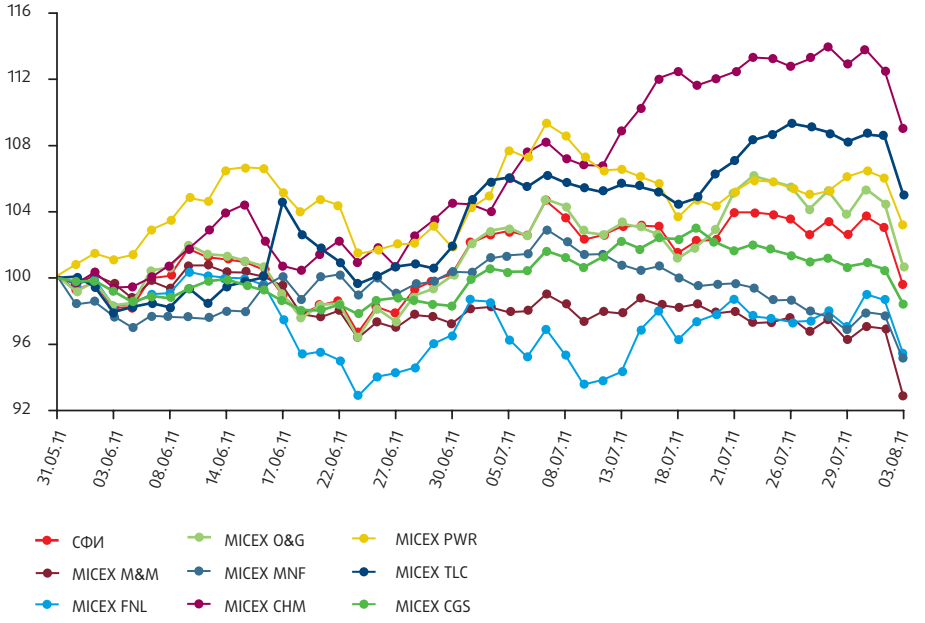


Рисунок 2. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ**



Источник: ММВБ.

квартале 2011 года составили всего 1,3%, при прогнозах роста на 1,8%, а рост ВВП в первом квартале был пересмотрен до 0,4%, по сравнению с ранее озвученным показателем 1,9%.

Вопреки первоначальным планам палата представителей Конгресса США 28 июля не стала голосовать по законопроекту о сокращении бюджетных расходов, предложенному спикером Джоном Бейнером. Демократы-сенаторы, имеющие большинство в верхней палате, намеревались отвергнуть закон, даже если бы он был принят Палатой представителей. В свою очередь конкурирующий законопроект, разработанный сенатором-демократом Гарри Рейдом, не имел продержки республиканцев, контролирующих нижнюю палату Конгресса. Между тем президент США Барак Обама дал понять, что прибегнет к президентскому вето в отношении предложения республиканцев, если в этом возникнет необходимость.

Интрига с возможным дефолтом США сохранялась до последнего, и лишь в начале августа согласованная республиканцами и демократами программа по сокращению бюджетного дефицита, открывающая дорогу к повышению потолка госдолга, была одобрена парламентом и подписана президентом США.

Миркин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. — M., GeleosPublishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011.

Яков Миркин — человек, обладающий на российском финансовом рынке высоким коэффициентом узнаваемости. Хотя бы потому, что он является автором монографии «Рынок ценных бумаг России», мимо которой не пройти никому из людей, интересующихся объектом, вынесенным в заголовок. Эта работа — единственная в своем роде попытка описать отечественный фондовый рынок системно и полно. Таким образом, она неминуемо возглавляет любой список российских источников по ценнобумажной тематике.

Но как определить жанр новой книги Якова Миркина «Финансовое будущее России»?

С одной стороны, это ожидаемо добросовестная научная монография, детально и всесторонне описывающая предмет изучения, фундированная тщательным анализом большой базы статистики. То есть преемственность методологии и предмета налицо. Но с другой стороны, здесь мы имеем дело с попыткой уже не только систематизации, а еще и прогноза. Хотя финансисты обычно чураются прогнозов: ведь человеку, который на это все-таки решился, необходима и эрудиция, и способность к анализу, и умение строить модели, но основная проблема состоит в том, что всех этих навыков и умений может оказаться недостаточно.

Поэтому практически никто такие вещи делать не рискует.

Во введении автор бегло упоминает об одном из мотивов, по которым он все-таки нарушает неписаное правило финансовых пророков — «да» и «нет» не говорить. «В России, — пишет он, — каждое поколение в последние сто лет теряло все свои активы». Поэтому «Финансовое будущее» можно считать попыткой не только предсказать будущее, но также и повлиять на него. Ведь если человек получает возможность планировать, то у него появляется шанс свои активы наконец НЕ потерять. Тогда из временщика он, возможно, имеет шанс превратиться в инвестора. Массовый инвестор затем меняет состояние национального рынка… в общем, логика понятная. И достойная уважения, как любая попытка сделать хоть что-то реальное, а не просто жаловаться на исторические (предположим) обстоятельства.

При этом сам автор прекрасно знает и четко отмечает, что нет ничего ошибочнее прогнозов. Тогда как прогнозировать? Надо, объясняет Яков Миркин, «пытаться увидеть закономерности, длинные движения в жизни финансовых обществ. Понимая при этом, что и они не вечны».

Поэтому значительная часть книги отдана именно выявлению закономерностей в движении финансов. В 1-й главе книги подробно описаны (с присущей автору дотошностью, с расчетами каждой цифры, с глубоким фундированием фактов) состояние и деформации финансовой системы России. Часть 2-я содержит системное описание рисков финансовой системы России.

А дальше начинается самое интересное. То есть описание альтернативных сценариев будущего, секторные прогнозы, описание границ возможного. Это чтение не является легким, но внимательный и понимающий читатель получит серьезный бонус. Он получит — нет, не билетик с точным предсказанием даты и события, но своего рода дорожную карту.

Не все, наверное, знают, что реализуемая в настоящее время концепция международного финансового центра была предложена г-ном Миркиным еще в 2002 году (у него проект назывался «Финансовая площадка Россия»). А в Национальном докладе, публично прочитанном весной 2008 года, он предупреждал о возможности кризиса.

И поскольку умение указывать маршруты автор доказал, то предлагаемую карту возможностей имеет смысл изучить внимательно.

И. С. ◻

Юрий Данилов
к.э.н., директор Центра развития фондового рынка, зав. кафедрой финансов Международного университета в Москве, председатель попечительского совета Института посткризисного мира

Пробить новое русло

В России назрела необходимость создать новую модель организации сбережений населения

Существующая на сегодняшний день модель организации сбережений населения не может обеспечить экономику «длинными деньгами», равно как и стать достаточно устойчивым «якорем» для иностранных инвестиций. А ведь это не только дополнительный ресурс для экономики, но и повышение общего уровня доходов населения.

Экономике России остро необходимы долгосрочные инвестиционные ресурсы, так называемые «длинные деньги» [1]. Совокупный объем долгосрочных ресурсов, необходимых для модернизации, превосходит объем имеющихся внутренних ресурсов, что делает неизбежным привлечение крупных иностранных инвестиций, преимущественно прямых. Это имманентное свойство любой крупной модернизации, которая проводилась в мире в течение последних, по крайней мере, 120 лет. Но для того чтобы привлечь иностранные инвестиции, необходимо изначально обеспечить приток в экономику внутренних долгосрочных инвестиций — глобальные инвесторы всегда смотрят на их наличие, прежде чем приходить в ту или иную страну. Поэтому нельзя пренебрегать внутренними источниками, мотивируя это тем, что они все равно недостаточны.

Внутренние источники долгосрочных инвестиций — это в первую очередь сбережения населения. Средства государства более эффективны в роли фондов обеспечения, гарантирования частных инвестиций, чем в роли непосредственных источников для инвестирования (а если говорить прямо, в современных российских условиях государственные средства, выделяемые для внутреннего инвестирования, зачастую просто «распиливаются»).

Существующая на сегодняшний день модель организации сбережений населения не может обеспечить экономику «длинными деньгами», равно как и стать достаточно устойчивым «якорем» для иностранных инвестиций. Два основных потока сбережений населения остаются неизменными на протяжении последних десяти лет. Первый поток — инвестиции в недвижимость; второй поток — прирост банковских

вкладов, преимущественно краткосрочных, сменяющийся в периоды кризисов покупкой иностранной валюты (рис. 1). Следует подчеркнуть, что краткосрочные банковские вклады и иностранная валюта являются взаимозаменяемыми инструментами инвестирования сбережений населения. В рамках существующей модели организации сбережений населения покупка ценных бумаг (в том числе инструментов институтов коллективных инвестиций) остается незначительным дополнением к двум основным потокам сбережений. Между тем именно это направление инвестиций сбережений населения всегда и везде является главным источником «длинных денег», поступающих в реальный сектор экономики.

В течение длительного периода времени особенностью России был запредельно высокий уровень прироста наличных денег на руках у населения, однако в течение 2008–2009 годов он снизился до уровня 90–110 млрд рублей, в том числе за счет увеличения прироста средств населения на банковских картах, и сегодня это направление сбережений населения стало уже столь же малозаметным, как и покупка ценных бумаг.

Таким образом, доля сбережений населения, инвестируемых в недвижимость, в иностранную валюту или на краткосрочные банковские депозиты, в России сильно завышена, а доля сбережений, инвестируемых в институты коллективных инвестиций или напрямую (но, естественно, с использованием услуг финансовых посредников) в долгосрочные ценные бумаги российских корпораций, крайне мала. Россия твердо занимает последнее место в мире (среди всех стран, по которым ведется наблюдение за институтами коллективных инвестиций) по соотношению стоимости чистых активов открытых инвестиционных фондов и ВВП (таблица 1). При этом впереди России со значительным отрывом оказались и многие страны с существенно более низким уровнем доходов населения. Это означает, что в России проблема не в том, что у народа денег мало, а в том, что они инвестируются по иным направлениям, нежели в других странах, и, соответственно, не приходят в реальную экономику. По доле населения, инвестирующего в ценные бумаги с использованием брокерских услуг, Россия также сильно отстает не только от стран с развитыми финансовыми рынками, но и от большинства своих прямых конкурентов по мировому рынку капитала. В России счета на фондовой бирже имеет всего 0,6% населения, в то время как в Китае — около 6%, в Корее — 8%, в Бразилии — 11%, в Гонконге — 20%.

Россия — одна из немногих стран, в которых емкость рынка открытых инвестиционных фондов не восстановилась до докризисных уровней. Внутренний долгосрочный инвестиционный спрос, который и так был невелик, стал еще меньше. Прямым следствием этого стало катастрофическое ухудшение условий привлечения долевых инвестиций на внутреннем рынке. Объемы IPO в России снова стали ничтожно малы, в то время как наши конкуренты на глобальном рынке капитала существенно превзошли докризисные объемы внутренних IPO (рис. 2).

Совершенно очевидно, что дефицит собственного капитала у российских корпораций есть обратная сторона неэффективного использования сбережений населения.

Следует отметить, что постепенными частными улучшениями системы регулирования и надзора рынка ценных бумаг и индустрии коллективных инвестиций сложившуюся модель не изменить. При любом инерционном сценарии доля ценных бумаг (включая инструменты институтов коллективных инвестиций) в структуре сбережений населения на промежутке до 2020 года останется незначительной. Это значит, что цели, поставленные в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года (в частности, активы инвестиционных фондов всех типов должны составить 17 трлн рублей) останутся недостигнутыми, формирование международного финансового центра не состоится, а экономика останется без необходимых инвестиционных ресурсов. Модернизации при нынешней модели организации сбережений населения не будет.

Безусловно, есть и обратная сторона медали. Существующая система обеспечивает низкий риск социальных волнений, которые могут быть следствием неблагоприятного движения рынка. Так нужно ли стимулировать инвестиции населения в ценные бумаги?

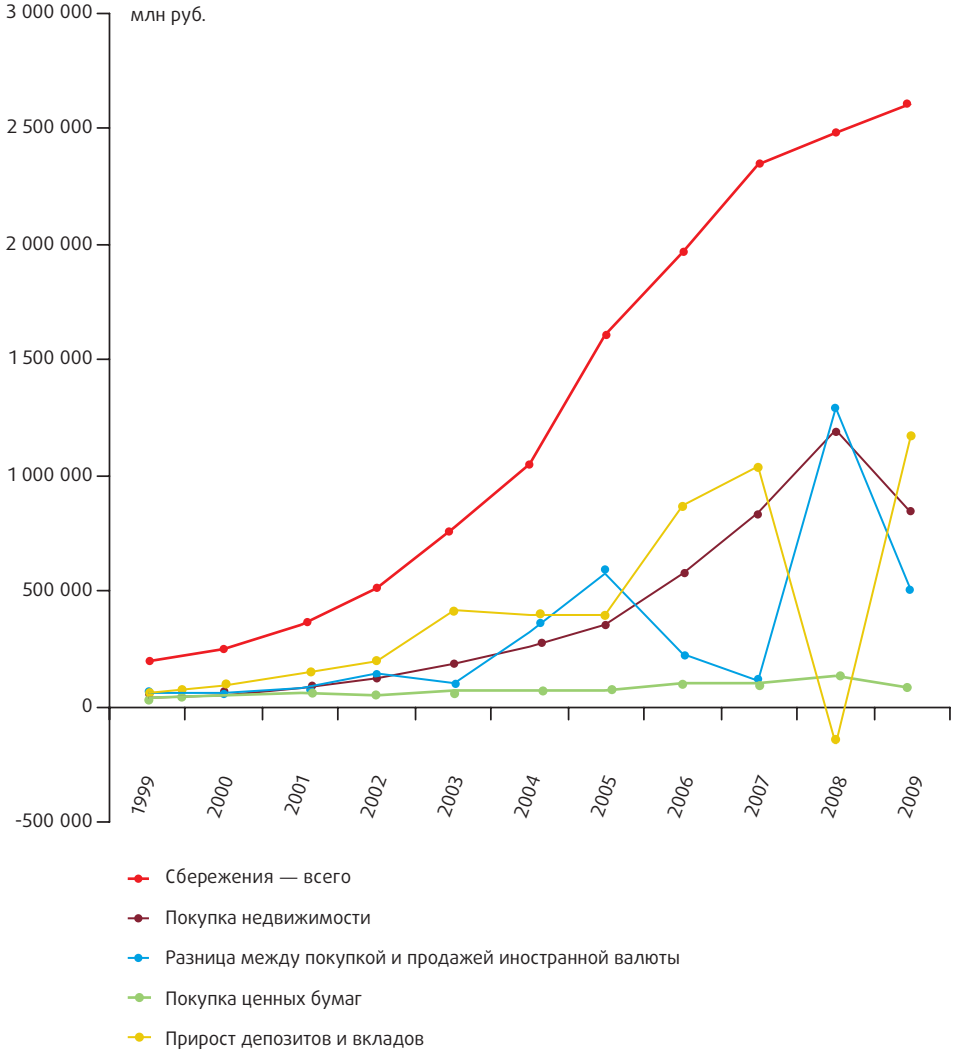
Если мы хотим модернизации и роста экономики на инвестиционной основе — да, нужно. Если мы хотим предложить населению широкий спектр возможностей накопить (на старость, на образование детей, на покупку недвижимости и т.д.) — тоже нужно. Инвестирование сбережений населения в ценные бумаги не только дает дополнительный ресурс экономике, оно кардинально изменяет структуру доходов населения и существенно повышает общий уровень доходов населения. Сейчас у подавляющего большинства российского населения основной и зачастую единственный источник доходов — заработная плата. Между тем, если посмотреть на общероссийский баланс денежных доходов и расходов населения, доля зарплаты в совокупных доходах населения в 2009 году составила 44,9%, а доля доходов от собственности (не путать с доходами от предпринимательской деятельности!) — 7,3%, из которых дивидендные доходы составили 4,9%. То есть соотношение дивидендных доходов и «зарплатных» доходов в среднем

по стране составляет примерно 11 к 100. Безусловно, такое неожиданно высокое соотношение обеспечивается дивидендными доходами крайне узкой группы граждан, но в развитых странах это соотношение еще выше, и обеспечивается оно массовым участием граждан в капитале своих национальных корпораций.

Инвестирование в ценные бумаги на долгосрочном горизонте дает весьма высокую доходность, позволяющую даже не самым высокооплачиваемым слоям населения, регулярно инвестирующим относительно небольшую часть своего дохода, накопить на крупные покупки и сформировать «подушку безопасности» для старости. За 10 лет (2001–2010) инвестиции в акции обеспечили бы прирост инвестированной суммы в 12,44 раза (по индексу ММВБ), в то время как инвестиции в московскую недвижимость обеспечили бы прирост в 6,96 раза, а размещение денег на банковский депозит (с постоянным «перекладыванием» денег) обеспечило бы прирост лишь в 2,58 раза. Это означает, что инвестирование в акции имеет на десятилетнем горизонте важнейшее преимущество перед другими направлениями инвестирования средств населения — более высокую доходность. Но сколько сотых процента нашего населения знают об этом конкурентном преимуществе?

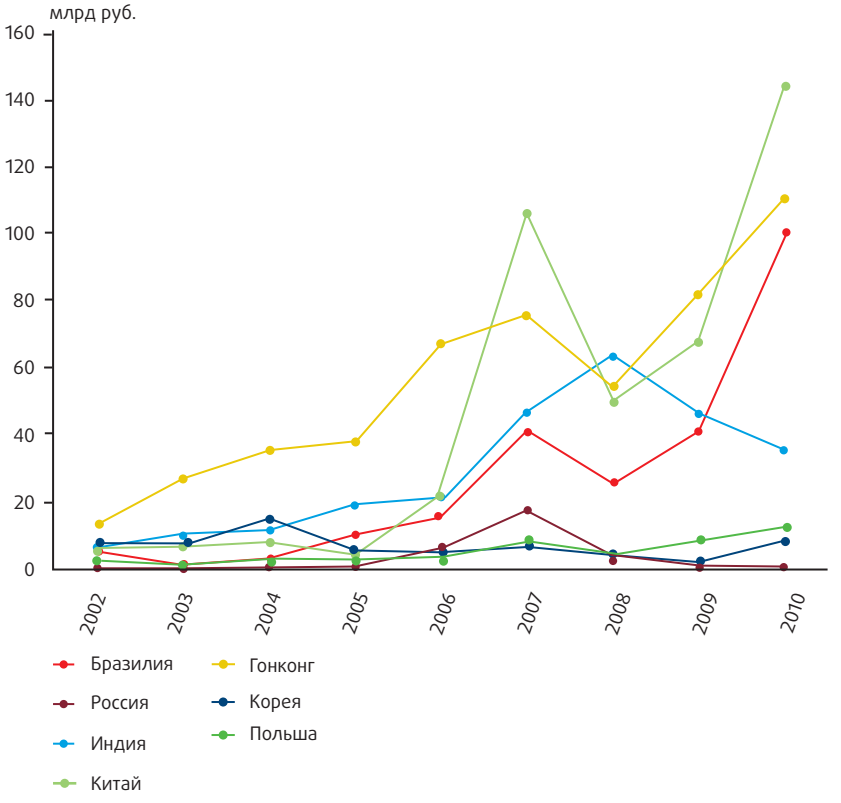
В течение последних десяти лет в России сформировалось и некоторое количество команд, вполне профессионально управляющих активами, в том числе в сфере институтов коллективных инвестиций. В таблице 2 приводятся данные о паевых инвестиционных фондах, имеющих более чем 10-летнюю историю, и при этом по итогам последнего десятилетия показавших результаты «выше рынка» (то есть «переигравшие рынок»). Это означает, что сформировалась необходимая инфраструктура, снижающая риски

Рисунок 1. **Сбережения населения и их направления**



Источник: Рассчитано по данным Росстата (данные 2009 года скорректированы с учетом данных Банка России).

Рисунок 2. **Объем IPO на внутреннем рынке**



мелкого инвестора за счет предоставления возможностей диверсификации его портфеля и профессионального управления им. Это позволяет не опасаться массовых и катастрофически крупных потерь населения при неблагоприятном движении финансовых рынков.

Существующие основные направления инвестирования сбережений населения (недвижимость и депозиты/валюта) имеют свои очевидные конкурентные преимущества по сравнению с механизмами формирования «длинных денег»:

- представляются для населения более надежными;
- требуют меньше знаний и умений;
- имеют налоговые преференции;
- существенно более доступны для широких слоев населения.

Соответственно, для того чтобы сформировать новую модель организации сбережений населения, в которой бы основным направлением инвестирования стали инвестиции в институты формирования «длинных денег» для экономики, необходимо уравнять конкурентные позиции для всех возможных потоков сбережений населения. Для этого требуется:

1. *Кардинально повысить доверие населения* к институтам коллективных инвестиций и профессиональным участникам рынка ценных бумаг за счет создания общенациональной компенсационной системы.

Такая система должна быть создана в значительной мере по аналогии с системой страхования вкладов, то есть участники рынка должны за счет своих взносов сформировать компенсационные фонды, а государство, стимулируя и принуждая участников рынка «делать взносы», одновременно выступало бы в качестве кредитора последней инстанции по отношению к частным компенсационным фондам. Средства из этих фондов должны идти на покрытие потерь мелких инвесторов, возникших

вследствие банкротства участников рынка и институтов коллективных инвестиций или нарушения ими прав инвесторов.

2. *Повысить уровень финансовой грамотности населения и доступность информации* о возможностях инвестирования сбережений на финансовых рынках путем реализации национальной программы повышения финансовой грамотности, построенной на принципах взаимодействия государства и бизнеса.

3. *Установить нулевые ставки налога* на доходы физических лиц, полученные в результате инвестирования в ценные бумаги (включая дивидендные и процентные доходы) и инструменты коллективных инвестиций.

Инвестиции населения в ценные бумаги и институты коллективных инвестиций осуществляются из средств, уже прошедших налогообложение, поэтому к ним применима та же логика, которой придерживаются сторонники сохранения отсутствия налогов по доходам, полученным по банковским вкладам. В настоящее время банковские вклады имеют очевидное преимущество перед другими формами сбережений именно вследствие отсутствия налогообложения. Определенные налоговые преимущества имеют также и инвестиции в недвижимость. Поэтому для того чтобы перераспределить средства населения в пользу ценных бумаг, необходимо предусмотреть нулевые налоги по доходам физических лиц, получаемым на этом сегменте финансового рынка.

Альтернативный подход, напротив, может предусматривать установление налогообложения по доходам от размещения денег на депозитах, но он менее эффективен, так как в целом будет подталкивать население к сокращению общего объема сбережений в пользу потребления. Тем не менее, если применять этот подход, то целесообразно предусмотреть налогообложение дохо-

Таблица 1. Соотношение стоимости чистых активов взаимных фондов и ВВП в странах с мировыми финансовыми центрами и в странах с развивающимися финансовыми рынками, являющимися прямыми конкурентами России на глобальном рынке капитала ,%

	Год			
Страна	2000	2003	2006	2009
США	71,3	67,6	78,6	78,8
Франция	54,4	64,2	78,8	68,0
Бразилия	24,7	33,9	39,3	49,0
Южная Африка	Н.д.	Н.д.	30,6	37,4
Великобритания	25,1	21,9	33,1	33,4
Корея	21,6	20,0	31,7	31,8
Чили	6,1	11,6	12,1	21,2
Япония	9,1	8,3	13,3	13,1
Индия	3,0	5,0	6,2	10,3
Германия	12,5	11,3	8,6	9,5
Венгрия	4,2	4,7	6,2	8,5
Мексика	3,2	5,0	7,5	8,0
Китай	Н.д.	Н.д.	Н.д.	7,6
Польша	0,9	4,0	8,5	5,3
Словакия	0,0	3,2	5,8	4,8
Турция	0,0	3,3	6,0	3,2
Чехия	3,6	4,5	4,8	2,9
Аргентина	2,6	1,5	2,9	1,4
Филиппины	0,1	1,0	1,3	0,9
Россия	0,1	0,3	0,6	0,3

Источник: «Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года)» — М.: НАУФОР, 2008. Показатели 2009 года рассчитаны по данным Investment Company Institute (СЧА) и Международного валютного фонда (ВВП).

Таблица 2. Доходность отдельных направлений инвестирования сбережений населения за период 2001–2010 гг. и доходность инвестирования в паевые инвестиционные фонды, работающие на соответствующих сегментах финансового рынка

Рынки (инструментные сектора)		Лучшие ПИФы на этих секторах	
Инструмент	Прирост стоимости, раз	ПИФ	Прирост стоимости пая, раз
Недвижимость	6,96	нет 10-летней истории	
Акции	12,44	Добрыня Никитич	14,68
		Петр Столыпин	14,59
Гос. облигации (ОФЗ)	2,71	Русские облигации	5,39
Корп. облигации	3,4	Илья Муромец	4,46
Золото	5,65	нет соответств. ПИФов	
Депозиты	2,58	нет 10-летней истории	
Потреб. товары (ИПЦ)	3,1		

Таблица 3. Мировой опыт реализации успешных государственных программ реформирования национального финансового рынка и формирования МФЦ: влияние на факторы роста инвестиций

	Германия	Гонконг	Китай	Корея
Снижение транзакционных издержек инвесторов	+		+	
Снижение налогов или либерализация налогообложения	+			
Либерализация валютных операций и иностранных инвестиций		+	+	+
Централизация рынков	+	+		+
Специальные программы защиты интересов инвесторов	+	+	+	
Повышение прозрачности	+			
Адекватность финансовой отчетности		+	+	
Стимулирование инвестиций населения и/или развития ИКИ		+	+	
Стимулирование отдельных сегментов рынка				+

дов по краткосрочным операциям населения на всех секторах финансового рынка, освободив от налогообложения доходы по годовым и более длительным инвестициям (включая безотзывные вклады).

4. *Повысить доступность финансовых инструментов и услуг* для широких масс населения во всех регионах России за счет:

- увеличения количества «точек входа» на рынок;
- формирования общенациональных широко разветвленных сетей размещения ценных бумаг.

На сегодняшний день наиболее распространенная форма доведения финансовых продуктов до населения — окошко Сбербанка, который, естественно, не заинтересован в предоставлении населению услуг других финансовых организаций. Наиболее быстрый рост количества «точек входа» на рынок небанковских финансовых услуг может быть получен в результате введения института инвестиционных консультантов и максимально активного стимулирования развития этой формы финансовых институтов, равно как и других форм «последней мили» (фондовые центры и магазины и т.д.). Необходимость активного стимулирования связана с невыгодностью развития этой формы взаимодействия с частными инвесторами для среднего и крупного финансового бизнеса. А мелкий бизнес всегда и везде нуждается в государственной опеке, особенно на современном российском финансовом рынке, так как по уровню доступности финансовых услуг Россия занимает одно из последних мест[2].

Для крупных финансовых конгломератов также невыгодно и формирование общенациональных широко разветвленных сетей размещения ценных бумаг, которые очень нужны и важны исходя из общественных интересов. В данном случае также необходимо стимулирующее воздействие государ-

ства. В свое время, когда потребовалось более активно вовлекать средства населения в развитых странах, подобные усилия прилагали Великобритания (опираясь на почтовые отделения) и США (использовавшие электронную систему). В российских условиях также возможно использование почтовых отделений (в этом случае государству придется потратить достаточно большие средства для их модернизации), но наиболее эффективным представляется другой подход.

Для его реализации необходимо предусмотреть закрепление за населением определенной квоты в размещениях акций корпораций с государственным участием. Другими словами, если, например, будет установлена квота в 25%, это означает, что на каждую размещенную мелким частным инвесторам акцию таких корпораций можно будет размещать не более трех акций другим категориям инвесторов. Такой механизм заставит андеррайтеров более активно работать с населением, в том числе развивать свои сети, ориентированные на население самых разных регионов России. Это позволит невыгодный в обычной ситуации проект развертывания сетей сделать выгодным.

Предлагаемый перечень мер, естественно, не исчерпывающий. Безусловно, для повышения объема средств населения, инвестируемых в инструменты финансового рынка и в институты коллективных инвестиций, требуется целый ряд других мер, в отношении которых уже существует консенсус в рамках профессионального финансового сообщества и в рамках экспертного сообщества. К таким мерам относятся те меры, которые впервые в комплексе были предложены в «Идеальной модели»[3]: создание института индивидуальных сберегательных счетов (ИСС), создание централизованной системы распространения, обращения и выкупа паев ПИФ, развитие секьюритизации и другие. Но в данной статье я дерзнул предложить меры, которые, по моему представлению, коренным образом меняют саму модель организации сбережений населения и, как показало обсуждение, далеко не в полной мере разделяются экспертами и участниками финансового рынка.

Предложенные меры ни в коем случае нельзя противопоставлять и более широкому комплексу мер по формированию на базе национального финансового рынка международного финансового центра, среди которых можно выделить меры, нацеленные на стимулирование инвестиционного спроса. Если проанализировать четыре наиболее успешные, на наш взгляд, национальные программы реформирования национального финансового рынка (Германия — 1992) и формирования МФЦ (Гонконг — 1994–2000), Китай (2004–2006), Корея (2006), то в их рамках для стимулирования инвестиционного спроса применялись следующие комплексы мер (табл. 3). Все эти комплексы мер, в той или иной степени, применимы и в России (о проблеме формирования МФЦ в России — в одном из следующих номеров). Но в дополнение к ним в современных российских условиях совершенно необходима дополнительная программа мер, нацеленная на превращение российской модели организации сбережений населения в модель, распространенную в остальном мире. Это необходимо, по крайней мере, для того, чтобы меры, которые мы заимствуем в других странах для формирования МФЦ, могли бы реализовываться в сходных условиях. ◻

Примечания

1 Статья написана по материалам содоклада, сделанного автором на заседании Экспертной группы «Развитие финансового и банковского сектора» по проблемам развития институциональных инвесторов 7 апреля 2011 г.

2 Так, в соответствии с Financial Development Index (FDI) 2009 г. Всемирного экономического форума Россия занимает 49-е место (из 55 стран, участвующих в оценке).

3 «Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года)» — М.: НАУФОР, 2008.

Радик Ахметшин
директор Уральского филиала НАУФОР

На энтузиазме

Создание в нашей стране финансового центра предполагает, в том числе, укрепление регионального бизнеса

Высокий уровень промышленного развития Уральского региона обеспечивает огромный потенциал для деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и высокий интерес СМИ к фондовому рынку в регионе. Однако роста индустрии лицензированных посредников не происходит. О причинах размышляет директор Уральского филиала НАУФОР Радик Ахметшин.

14 лет назад, в августе 1997 года, в Екатеринбурге был открыт Уральский филиал НАУФОР.

Урал привлекает финансистов. Он динамично развивается и обладает замечательными перспективами развития бизнеса. За последние годы в Екатеринбурге открыты консульства и представительства десятков стран дальнего и ближнего зарубежья. Проводятся международные форумы, выставки инноваций, вооружений и многое другое. Урал — крупный промышленный регион России. Все это привело к тому, что в Уральском регионе, помимо региональных компаний, работают филиалы московских компаний и компаний из других регионов России. Компании находят свою «нишу» и стараются вести бизнес цивилизованно. К сожалению, за последние полтора года количество региональных и московских компаний сократилось, что отрицательно сказывается на развитии фондового рынка в небольших городах регионов и в стране в целом. Для создания в нашей стране международного финансового центра мы должны демонстрировать укрепление рынка и привлекать новых инвесторов. Сегодня идет обратный процесс, и задача филиалов НАУФОР — сохранить региональные компании, содействовать развитию российского фондового рынка и повышать финансовую грамотность населения.

Начиная с 2005 года в нашем регионе началась работа по борьбе с компаниями-нелегалами, мошенниками на фондовом рынке. При поддержке регионального отделения ФСФР России в УрФО, Некоммерческого партнерства профессиональных участников фондового рынка Уральского региона, фонда «Защита прав инвесторов», ряда региональных СМИ мы добились значительного уменьшения количества таких компаний в нашем регионе. При помощи НАУФОР была разработана листовка, в которой были перечислены признаки, позволяющие распознать мошенников на фондовом рынке. Эта листовка распространялась

Уральский филиал НАУФОР возник 29 августа 1997 года, и эту дату можно считать днем его рождения. Конец 90-х годов был временем появления на рынке огромного количества инвестиционных компаний. Уже к концу 1998 года членами Уральского филиала являлось 79 компаний, которые работали в Свердловской и Пермской областях, Республике Башкортостан и Удмуртской Республике.

В то время главными задачами филиала были: внедрение стандартов и правил деятельности инвестиционных компаний и контроль над их выполнением, тесная работа с компаниями с целью укрепления сообщества. Налаживались связи с регулятором рынка, соответствующими государственными структурами регионов. Решались вопросы профессионального роста сотрудников компаний в рамках проекта НАУФОР «Шаг навстречу», на семинарах и консультациях для профучастников.

Сейчас в Уральском филиале НАУФОР 23 компании. Пять из них — банки.

на всех ярмарках и мероприятиях для населения в Свердловской, Тюменской и Челябинской областях.

Приятно отметить, что в нашем регионе присутствует большое количество средств массовой информации, журналисты которых грамотно освещают текущие вопросы и проблемы фондового рынка. Благодаря им население оперативно узнает о тенденциях развития финансовых рынков, о важнейших финансовых событиях в стране и регионе.

Одна из проблем — отсутствие в регионе государственной заинтересованности в поддержке фондового рынка. Вопросы деятельности инвестиционных компаний, их роль и участие в развитии региона ни разу не рассматривались на мероприятиях Правительства Свердловской области. Тесное взаимодействие профучастников с РО ФСФР России в УрФО — единственный способ включиться в процессы привлечения инвестиций в регион, высказывать свое мнение по актуальным вопросам развития фондового рынка, обращать внимание на несовершенство законодательства.

Профессиональное сообщество в Уральском регионе очень сплоченное и уже много лет выдвигает своих представителей в Совет директоров НАУФОР, экспертные советы разных уровней, проявляет инициативу в вопросах развития фондового рынка. В компаниях работают аттестованные специалисты, настоящие профессионалы своего дела. Наша задача — сохранить их, добиться появления в регионе новых инвестиционных компаний и подтвердить, что НАУФОР — это действительно национальная ассоциация.

Сегодня наша задача — сделать все возможное, чтобы компании успешно вели свой бизнес. Последние шесть лет мы проводим Уральские финансовые ярмарки для населения, на которых наши компании рассказывают посетителям о своей деятельности. Ярким событием уже много лет являются: конкурс НАУФОР «Элита фондового рынка» и традиционные рабочие встречи руководства НАУФОР и регионального отделения ФСФР с профессиональными участниками региона.

В рамках объединения

В начале августа состоялось Внеочередное общее собрание акционеров ММВБ, которое утвердило договор о присоединении РТС и утвердило рамочные уловия сделки

Можно констатировать, что процесс объединения основных российских фондовых бирж пока что идет по объявленному графику. На церемонии подписания сделки года, прошедшей 29 июня, было обещано завершить корпоративные процедуры, связанные с объединением ММВБ и РТС, в начале 2012 года.

И вот к началу августа часть пути была пройдена — состоялось внеочередное общее собрание акционеров ЗАО «ММВБ». Оно приняло решение о реорганизации ЗАО «ММВБ» путем присоединения ОАО «РТС». Акционеры ММВБ утвердили договор о присоединении, одобрили рамочное соглашение, определяющее условия объединения ММВБ и РТС, и ряд иных сделок, предусмотренных рамочным соглашением (в том числе сделок, в совершении которых имеется заинтересованность).

Также было принято решение о дроблении обыкновенных акций ММВБ номинальной стоимостью 10 000 рублей каждая и внесении соответствующих изменений в Устав ММВБ. В результате дробления уставный капитал Биржи будет разделен на 1 659 840 000 обыкновенных именных акций номинальной стоимостью 1 рубль каждая.

Собрание акционеров приняло решение об увеличении уставного капитала ММВБ путем размещения дополнительных обыкновенных именных бездокументарных акций ММВБ в количестве 537 575 000 (Пятьсот тридцать семь миллионов пятьсот семьдесят пять тысяч) штук номинальной стоимостью один рубль каждая (с учетом предполагаемого дробления акций) посредством конвертации обыкновенных именных бездокументарных акций и привилегированных именных бездокументарных акций ОАО «РТС» в обыкновенные именные бездокументарные акции ММВБ на следующих условиях:

в одну обыкновенную именную бездокументарную акцию ЗАО «ММВБ» номинальной стоимостью один рубль каждая (с учетом предполагаемого дробления акций), конвертируются:

0,309393 обыкновенных именных бездокументарных акции ОАО «РТС» номинальной стоимостью один рубль каждая;

0,309393 привилегированных именных бездокументарных акций ОАО «РТС» номинальной стоимостью один рубль каждая.

Количество акций ЗАО «ММВБ», которое должен получить каждый акционер ОАО «РТС», рассчитывается путем деления принадлежащего ему количества акций ОАО «РТС» определенной категории на соответствующий коэффициент конвертации.

В тот же день состоялось внеочередное собрание акционеров ОАО «РТС», которое одобрило реорганизацию РТС в форме присоединения к ММВБ.

Однако не все организационные проблемы текущего этапа преодолены.

Участникам рынка известно, что одной из целей объединения бирж является трансформация российской биржевой инфраструктуры. В частности, создание центрального депозитария.

Но вокруг законопроектов о ЦД (на сегодня обсуждаются две основные версии) в последние недели разгорелась серьезная борьба, и на момент сдачи номера ясности в этом вопросе не наблюдалось. ◻

Сергей Чернов
генеральный директор инвестиционной компании «Витус»

Поймать волну

Пермская компания «Витус» является одной из старейших инвестиционных компаний на российском фондовом рынке. В конце августа она отметила 19-летие

Генеральный директор компании «Витус» Сергей Чернов рассказывает «Вестнику НАУФОР», каково место региональных компаний в послекризисный период, каков портрет нынешнего клиента, и о том, каков взгляд региональных брокеров на нововведения законодательства и новую архитектуру российского рынка.

— Что сейчас является основной парадигмой вашей работы, в каком направлении развивается компания?

— На сегодняшний день мы все еще в основном брокерская компания. Конечно же, конец 2008 и начало 2009 годов существенно видоизменили рынок, инвесторов, их отношение к риску, и в этот период времени мы показывали динамику своего развития, сравнимую с рынком. Но сейчас мы развиваемся темпами большими, чем рынок в целом. Это происходит как за счет большей активации стандартных брокерских услуг, так и за счет предложения новых продуктов и услуг для выхода в смежные сегменты инвесторов по отношению к брокерской компании. Я имею в виду услуги по финансовому консультированию на рынке ценных бумаг в процессе инвестирования клиентом своих средств и структурированные продукты.

— На какую категорию инвесторов рассчитаны новые услуги и продукты?

— В отношении нашего региона мы видим, что инвесторы менее рискуют, стали более осмотрительными в принятии решений. Поэтому наши новые продукты и рассчитаны на более консервативных инвесторов.

Услуга «финансовый советник» направлена на оказание помощи начинающим клиентам в принятии решения по инвестированию и перехода от стратегии «купил и держи» к более активным и эффективным для инвестора операциям, а также на «акклиматизацию» инвесторов, приходящих с рынка коллективных инвестиций или доверительного управления, в принятии самостоятельных решений по инвестированию.

Структурированные продукты нацелены на инвесторов, которые раньше предпочитали сберегать, а не инвестировать свои средства. Такие продукты являются для них альтернативой банковским вкладам/депозитам. И я надеюсь, это

будет для них первым шагом на пути инвестирования.

— Что это за продукты?

— Это структурированные продукты со 100%-ной защитой капитала, которые за счет своей гарантии по возвратности первоначальных инвестиций не дают того же темпа прироста по сравнению с базовым активом, но позволяют получить доход, превышающий ставки по банковским вкладам/депозитам. И этот доход выше, чем текущая инфляция в России.

В качестве базового актива по нашим структурированным продуктам выступают как наиболее ликвидные акции, так и индекс РТС, золото, серебро, нефть. И имея восемь стратегий, описывающих любую ситуацию, которая может сложиться на рынке, наши инвесторы получат доход при любой конъюнктуре рынка.

— Каков портрет вашего клиента?

— Общий портрет довольно сложно создать, мы хорошо диверсифицированы по клиентской базе. Большая часть — это, конечно же, частный инвестор. Затем идет малый и средний бизнес или же владельцы этих бизнесов, которые осуществляют инвестирование на фондовом рынке либо параллельно со своим собственным бизнесом, либо же, к сожалению, не видя направления для развития собственного бизнеса, полностью переходят на инвестирование на фондовом рынке. Дальше уже идут институциональные инвесторы.

Если же рассматривать клиентскую базу не по численности клиентов, а по другим количественным показателям, то порядок, конечно, меняется, но частные клиенты остаются для нас приоритетным направлением.

— С кем вам приходится конкурировать в регионе?

— Я думаю, что здесь ситуация примерно одинакова по всем регионам. В первую очередь мы конкурируем, конечно же, с филиалами федеральных компаний и местными участниками

рынка. Но за годы работы в одном регионе конкуренция проходит в большей части в рамках нормальной деловой этики. Однако стоит отметить, что с 2009 года ряд местных компаний либо прекратили свое существование, либо существенно уменьшили свои позиции.

— А что касается конкуренции с банками и другими финансовыми институтами?

— Пока о большой конкуренции с банками, с управляющими компаниями в нашем регионе я бы не говорил, но в ближайшие годы конкуренция вырастет кратно. И в первую очередь это будет происходить из-за того, что при незначительной доле финансово активного населения страны финансовые институты все больше будут стараться расширить свою зону присутствия за счет смежных сегментов рынка. Это происходит уже сейчас, но пока еще не имеет большого масштаба.

Что касается нелицензируемых организаций — тех же потребительских и кредитных кооперативов, брокеров на рынке FOREX, которые не ограничены лицензионными требованиями, — то, безусловно, проблема есть.

Был период, когда приток инвесторов на фондовом рынке уменьшился, и было особенно заметно, как за счет агрессивной рекламной деятельности такие организации продолжали оттягивать инвесторов. При этом инвесторы изначально попадали в ситуацию, когда вероятность возврата собственных инвестиций была близка к нулю.

— На чем базируется восстановление и рост компании?

— В первую очередь на расширении продуктовой линейки и построении взаимоотношений с клиентами. Конкуренция и статус-кво в нашем регионе относительно устоявшиеся, и здесь главный вопрос — это работа с клиентом. То, насколько ты умеешь выстроить отношения с клиентом, насколько ты гибок, насколько ты быстро исполняешь его желания, насколько правильные инвестиционные продукты и идеи предлагаешь клиенту.

Кризис 2008 года перевернул прежнее мировоззрение, существенно снизил готовность клиентов рисковать. Поэтому они требуют именно тот инструментарий, который позволяет сохранить капитал и не нести излишние рыночные риски.

Реально невозможно сравнивать сегодняшнюю ситуацию с ситуацией 2006–2007 годов. Это абсолютно разные клиенты, абсолютно разное видение рынка, абсолютно другая компания «Витус».

— Обожглись?

— Невозможно быть в клиентском бизнесе и не обжечься, когда рынок падает вертикально вниз. Те инвесторы, и не только частные, которые заходили на волне роста 2005–2007 годов, отчасти потеряли контроль над реальной ситуацией, ожидая, что все будет расти прежними темпами. Конечно же, многие обожглись именно на этом.

— А регулятивная среда вам помогает, мешает, или это не играет большой роли?

— Мы 19 лет на рынке, и за это время уже адаптировались к любым регулятивным изменениям. Тем не менее в 2009 году было очень неприятно услышать об увеличении капитала, хотя мы уже давным-давно ориентируемся на показатели гораздо выше, чем требует регулятор сейчас, потому что мы работаем с клиентами с повышенным уровнем риска.

Когда шла волна увеличения капитала, увеличения административной ответственности, увеличения и расширения уголовной ответственности, это, конечно же, оказало негативное психологическое воздействие на бизнес.

— Вам была понятна логика принятия решений?

— В том-то и дело, что нет. Даже если такие нормы регулирования на тебя не влияют, но ты не понимаешь цели изменений, невольно происходит отторжение. На региональной конференции НАУФОР в 2009 году и в последующем профучастниками было продемонстрировано возмущение по поводу этого.

Непонятны нам и большинство ограничений, которые появились в последнее время. Нормы, которые вводятся, скорее всего, рассчитаны на усложнение работы недобросовестных участников. Однако большинство моих коллег — это добросовестные участники рынка, которые работают по 10–15 лет.

У регулирующих органов есть все возможности воздействовать на недобросовестного участника рынка точечно. Через штрафы, отзыв аттестатов, лицензии и так далее. Для чего же водить драконовские меры для всего профсообщества? Такой логики регулирования я не понимаю.

— Какие меры вы считаете наиболее драконовскими?

— Для начинающих участников это завышенные требования по величине собственных средств. Это не позволяет начать бизнес — дополнительно к уста-

У регулирующих органов есть все возможности воздействовать на недобросовестного участника рынка точечно. Через штрафы, отзыв аттестатов, лицензии и так далее. Для чего же водить драконовские меры для всего профсообщества? Такой логики регулирования я не понимаю.

новленной сумме требований нужно иметь еще средства и на развитие бизнеса, и на самый трудный, поглощающий максимальные инвестиции начальный период.

Для действующих участников — величина штрафов по административной ответственности. Есть множество несущественных, в принципе, вещей, за которые можно получить существенный штраф в 500–700 тысяч рублей. И когда начинается общение на эту тему с представителями ФСФР, ответ один: подавайте в суд о несоразмерности наложенного наказания. Опять же, если регулятор четко осознает несоразмерность наказания, зачем мне как добросовестно работающему профучастнику направлять свои усилия на эти множественные «мелкие» мероприятия, а не на развитие услуг для своих клиентов, не на свою основную работу?

Если говорить конкретно о нашей компании, то у нас пока в этом отношении все благополучно. Может, просто повезло, что большая проверка ФСФР прошла до увеличения всех этих штрафов, и мы отстояли все свои позиции в суде, а может быть, мы чрезмерно добросовестны.

— Нынешний кризис, события последних нескольких недель — как вы это ощущаете, люди приходят консультируются, что вообще происходит?

— Сейчас мы ощущаем приток клиентов. Он гораздо больший, чем в предыдущие периоды. Люди вспоминают 2009 год, когда рынок возродился из небытия, и сильно выиграли те, кто инвестировал в тот период. На таком же ожидании люди пытаются приобрести бумаги сейчас. Поэтому приток клиентов сейчас происходит по всем направлениям бизнеса.

Мы это почувствовали и в связи с началом кризисной волны, но это и совпало с продвижением наших новых продуктов. То есть мы хорошо вошли в эту волну.

— Как вы относитесь процессу к объединения бирж? Возникают ли у вас какие-то

Встает вопрос о диверсификации рисков, возможности иметь альтернативу существующим рынкам, сравнения издержек при работе. Именно это мы, скорее всего, и потеряем в отношении российского фондового рынка при объединении бирж. И это заставляет упреждающе обеспечивать выход для своих клиентов на зарубежные рынки, что нами и сделано.

частные опасения как у брокера, имеющего счета на обеих биржах?

— Да, мы являемся участниками торгов и ММВБ, и РТС. Честно говоря, меня беспокоит, как будет происходить слияние в технологическом плане. Как технологически объединить эти несоизмеримые, на мой взгляд, вещи?

Для меня лично как для руководителя профучастника есть опасения в том, что это приведет к периодическим технологическим сбоям и приостановкам торгов.

То, что вместо двух рынков будет один, для нас, если честно, плохо. Это значит, что диверсификация по российским рынкам уменьшится ровно в два раза и, может быть, навсегда.

— Есть потребность в том, чтобы ликвидность была в разных местах?

— Изначально есть потребность, чтобы ликвидность увеличивалась относительно той, что есть сейчас. Затем встает вопрос о диверсификации рисков, возможности иметь альтернативу существующим рынкам, сравнения издержек при работе. Именно это мы, скорее всего, и потеряем в отношении российского фондового рынка при объединении бирж. И это заставляет упреждающе обеспечивать выход для своих клиентов на зарубежные рынки, что нами и сделано.

— В связи с этим как вы относитесь к мысли о поиске альтернативной площадки, созданию брокерского пула? Или, например, наберет обороты СПФБ?

— Мы являемся акционерами и участниками Санкт-Петербургской биржи, и буду очень рад, если она увеличит свои обороты. Но если смотреть реально, то вряд ли можно обеспечить наличие ликвидности на новой бирже. Даже такие гиганты, как РТС и ММВБ, при запуске новых продуктов в первые два года не могут обеспечить высокий уровень ликвидности по новым площадкам. Но для нас интересны все новые начинания, которые направлены на развитие рынка, и мы готовы участвовать в этом проекте.

— Появляется ли со стороны клиентов спрос на акции эмитентов, которые торгуются не у нас, то есть желание «переложиться» в другой рынок?

— Да, когда наши рынки лихорадит, когда происходит вывод активов из России, когда сталкиваешься с низкой ликвидностью по большинству инструментов в такой период, то, конечно, это принудительно вынуждает смотреть и выходить на международные рынки.

— Как складывается работа с эмитентами региона?

— У нас были переговоры с рядом компаний, но это было до кризиса. Дело в том, что крупные эмитенты региона, как «Уралкалий» или «Уралсвязьинформ», имеют центр принятия решений в Москве, и в этом случае региональной компании сложно вписаться в процесс размещения ценных бумаг.

А средний и малый бизнес пока не готовы к размещению ценных бумаг из-за сложности процесса и значительных издержек, как временных, так и финансовых. Но я думаю, это вопрос только времени и благоприятной обстановки на рынках.

— Ваши прогнозы развития компаний в регионе.

— Я не ожидаю существенных изменений в конкурентной среде. Большинство изменений уже произошли в период 2009–2010 годов, когда рынок потерял безвозвратно много региональных компаний с их опытом, знаниями, с теми усилиями, которые были приложены на создание российского фондового рынка.

То, что компании уходят из регионов, это очень больно и обидно. И если первоначально цель кампании введения завышенных требований была уйти от «однодневок», то возникает вопрос «достигнута ли эта цель?». Если посмотреть обзор НАУФОР за 2010 год, то мы увидим, что количество профучастников за 2009–2010 годы существенно не уменьшилось, но сократилось количество региональных компаний и увеличилось число профучастников в Москве. Я не верю в то, что конкуренция в Москве настолько низка, что позволяет ежегодно на 20–30% увеличиваться количеству профучастников, компенсируя отток по региональным компаниям.

Что же касается нашей компании, то мы ставим перед собой цель – стать лучшей компанией России. Какая может быть еще? ◻

Консалтинговый центр НАУФОР приглашает на семинары по повышению квалификации профучастников и подготовке к экзаменам ФСФР России

Семинары по подготовке к экзаменам ФСФР России

Название	Город	Дата	Время проведения
Базовый курс «Основы рынка ценных бумаг»	Москва	19-23.09.2011	пн-пт 10:00-17:00
Курс 5.0 «Управление инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами»	Москва	03-13.10.2011	пн-чт 18:00-21:00, пт 17:00-20:00

Семинары для профучастников

Название	Город	Дата	Время проведения
Противодействие легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма	Нижний Новгород	21.09.2011	10:00-17:00
	Екатеринбург	22.09.2011	
	Санкт-Петербург	23.09.2011	
	Владивосток	24.09.2011	
	Москва	27.09.2011	
	Новосибирск	04.10.2011	
Противодействие неправомерному использованию инсайдерской информации, перечень инсайдерской информации, список инсайдеров	Москва	17.10.2011	16:00-21:00

КЦ НАУФОР оказывает услуги по проведению экспертизы профессиональной деятельности организаций на фондовом рынке

Экспертиза осуществляется в полном соответствии с требованиями, предъявляемыми ФСФР России при проведении выездных и камеральных проверок.

Наши специалисты помогут устранить выявленные нарушения, а также избежать соответствующих санкций регулятора.

Экспертиза включает в себя:

- Экспертизу учредительных документов и штатного расписания организации;
- Оценку осуществления внутреннего контроля и ведение внутреннего учета сделок, включая срочные сделки, и операций с ценными бумагами;
- Экспертную оценку осуществления брокерской, дилерской, депозитарной деятельности, а также деятельности по управлению ценными бумагами;
- Проверку порядка ведения бухгалтерского учета в организации и порядка расчета собственных средств;
- Проверку информации, указанной в отчетности организации;
- Экспертную оценку системы управления рисками в организации.