

ВН

**ВЕСТНИК НАЦИОНАЛЬНОЙ
АССОЦИАЦИИ УЧАСТНИКОВ
ФОНДОВОГО РЫНКА**

№2 ФЕВРАЛЬ 2020

Финансовый ЛЕГО-бутик

Интервью
с Павлом Теплухиным

Сделать молниеносно

Интервью
с Дмитрием Колесниковым

Научиться ТРАТИТЬ

Саморегулирование

Куда уходят деньги
КОРПОРАТИВНЫХ ЗАЙМОВ



Содержание

№2, ФЕВРАЛЬ 2020



ТЕМА НОМЕРА: НАУЧИТЬСЯ ТРАТИТЬ

Финансовый ЛЕГО-бутик

Павел Теплухин, генеральный партнер финансового бутика Matrix Capital, рассказывает Ирине Слюсаревой, почему компания начала с создания двух базовых продуктов — фонда акций и фонда облигаций; делится планами по наращиванию линейки инструментов, а заодно объясняет ее устройство.

4

Научиться тратить

В НАУФОР состоялся традиционный круглый стол, посвященный обсуждению макроэкономических итогов 2019 года и перспективам 2020 года.

20



НОВОСТИ

3 Денег становится больше

На конец 2019 года граждане разместили на брокерских счетах и счетах доверительного управления более 3,2 трлн рублей.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

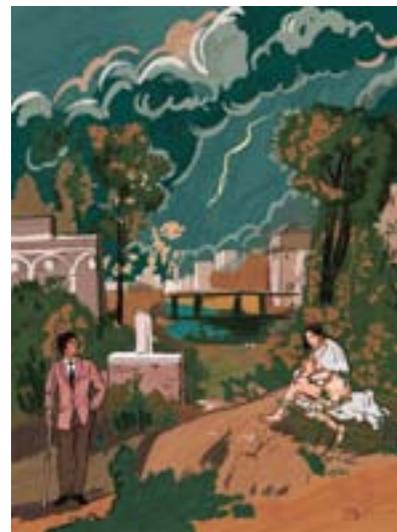
36 Саморегулирование

Банк России начал обсуждение сложившегося на российском финансовом рынке формата саморегулирования. НАУФОР предлагает свое видение вопроса.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

52 С короной и без

Российский рынок акций в 2019 году заметно вырос и обновил исторический максимум по индексу Мосбиржи благодаря как внешнему позитивному фону (сформировавшемуся за счет перехода мировых центробанков к стимулирующей денежно-кредитной политике), так и снижению страновых рисков для России. Так, на второй план отошли санкционные риски, с другой стороны, сильные макроэкономические данные (положительное сальдо торгового баланса, профицитное исполнение бюджета, рост золотовалютных резервов) улучшили кредитные качества РФ.



ТЕМА НОМЕРА: НАУЧИТЬСЯ ТРАТИТЬ

Сделать молниеносно

Дмитрий Колесников, директор по развитию инновационных сервисов Национальной системы платежных карт (НСПК), объясняет Ирине Слюсаревой тонкие различия между PUSH- и PULL-запросом; а также рассказывает о судьбе наличного оборота в Швеции и далее везде.

14

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

Куда уходят деньги корпоративных займов

Инвестиции в основной капитал в настоящее время составляют лишь 5% от общей величины капиталовложений и в сравнении с 2010 годом сократились в 2,7 раза

44





Научиться тратить

Иногда — время от времени — возникает желание поворчать. Порой оно достигает критических значений. Например, хочется поговорить об общем уровне запроса сообщества на чисто интеллектуальный продукт.

Употребляя это обозначение, я имею в виду его прямой смысл. Чисто интеллектуальный — это когда нечто интересно само по себе. Не потому, что можно его использовать для, например, улучшения производственных процессов. Или для снижения какого-нибудь коста. Или для того, чтобы лишний раз полюбоваться собой на фоточке, опубликованной в Инстаграмме, Фейсбуке или в каком-нибудь еще популярном месте. А когда можно, например, узнать, что думают о процессах, происходящих в российской экономике, очень умные, наблюдательные, парадоксально мыслящие люди.

Как правило, серьезная аналитика проигрывает фоточкам. По крайней мере, по числу количественных обращений. Но если вам интересно интересное, то плиз. Материалы круглого стола — они прямо тут, в номере.

Ирина Слюсарева ☺

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**

Редакция

Шеф-редактор **Владимир Кузнецов**
Арт-директор **Павел Перов**
Иллюстратор **Евгений Тонконогий**
Цветоделение, ретушь и
подготовка к печати **Ксения Ключкина**
Фотография на обложке **Павел Перов**

Учредитель НАУФОР

109004, Москва, улица Земляной вал, 65, строение 2
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75
vestnik@naufor.ru

Издатель КЦ НАУФОР

Автор макета **Петр Пирогов**
Автор дизайна **Павел Перов**

По вопросам приобретения журнала обращайтесь
по тел. +7 (495) 787-7775, доб. 5226 Татьяна Миронова.
Отпечатано в типографии «Парадиз»
Москва, Ленинградский проспект, дом 47
Тираж 1500 экз.

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

Денег становится больше

НА КОНЕЦ 2019 ГОДА ГРАЖДАНЕ РАЗМЕСТИЛИ НА БРОКЕРСКИХ СЧЕТАХ И СЧЕТАХ ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ БОЛЕЕ 3,2 ТРЛН РУБЛЕЙ

Национальная ассоциация участников фондового рынка в начале 2020 года провела традиционный опрос крупнейших брокерских и управляющих компаний, обслуживающих физических лиц на фондовом рынке, для оценки основных тенденций в инвестировании денежных средств физическими лицами.

Объем денежных средств, поступивших от граждан на брокерские счета в 2019 году, превысил 1,6 трлн рублей, в том числе на брокерские ИИС — 76 млрд (в 2018 на брокерские счета поступил 1 трлн рублей, в том числе на брокерские ИИС — 56 млрд). Общая сумма инвестиций граждан на брокерских счетах по итогам 2019 года составила 2,7 трлн рублей, из них на брокерских ИИС — 150 млрд рублей (аналогичные показатели по итогам 2018 года составили 1,5 трлн и 91 млрд рублей).

По итогам 2019 года сумма, поступившая на счета доверительного управления, составила 220 млрд рублей. Рыночная стоимость активов на счетах доверительного управления на конец 2019 превысила 570 млрд рублей, из них на ИИС доверительного управления — 70 млрд. Таким образом, общая сумма, размещенная гражданами на брокерских счетах и счетах дове-

рительного управления, на конец 2019 года составила более 3,2 трлн рублей, из них на ИИС — более 220 млрд.

В течение 2019 года произошли кардинальные изменения в предпочтениях россиян, использующих обслуживание онлайн. Количество счетов, открываемых онлайн с помощью систем удаленной идентификации, увеличилось почти в 2 раза — до 140 тысяч (в 2018 аналогичный показатель составлял 75 тысяч счетов), сумма привлеченных средств составила порядка 30 млрд рублей, что в два раза больше аналогичного показателя прошлого года.

В структуре активов, приобретенных россиянами на брокерские счета (кроме ИИС), по-прежнему преобладают российские акции (25%). Снизилась доля еврооблигаций (17% против 23% по итогам 2018), а также доля корпоративных рублевых облигаций и ОФЗ (8% и 9% против 16,5% и 13% в прошлом году). В структуре активов, размещенных гражданами на брокерских ИИС, доля средств, вложенных в российские акции, по итогам 2019 года практически не изменилась (30% против 28% по итогам 2018 года). Заметно снизилась доля ОФЗ (12% от общего

объёма по сравнению с 20% по итогам 2018 года). Все больше граждане инвестируют в паи ПИФ (9% против 3% в 2018 году), банковские рублевые облигации (6% от общего объёма инвестированных средств) и структурные (в том числе с защитой капитала) рублевые облигации (5% от общего объёма средств). Существенных изменений в структуре инвестиций на счетах доверительного управления (без ИИС) не произошло.

По данным Московской Биржи, на 3 859 тысяч человек, зарегистрированных в Системе торгов в качестве уникальных клиентов на конец 2019 года, приходится 1 649 тысяч брокерских счетов ИИС и 221 тысяч счетов ДУ. На Санкт-Петербургской фондовой бирже на конец 2019 года было зарегистрировано 2 462 539 уникальных клиентов, из них ИИС открыты у 639 576 человек.

Президент НАУФОР Алексей Тимофеев считает, что 2020 год продемонстрирует рост базы розничных инвесторов, сопоставимый с прошлым годом. ■



СБЫТЬ
ИЛИ
НЕ СБЫТЬ?

КАМЕНЬ ФУНДАМЕНТА

Павел Теплухин

генеральный партнер финансового бутика Matrix Capital

Финансовый ЛЕГО-бутик

На развитых рынках универсальные инвестиционные структуры существуют давно. А вот в сегменте рынков развивающихся таких игроков немного

Павел Теплухин, генеральный партнер финансового бутика Matrix Capital, рассказывает Ирине Слюсаревой, почему компания начала с создания двух базовых продуктов — фонда акций и фонда облигаций; делится планами по наращиванию линейки инструментов, а заодно объясняет ее устройство.

Фотографии Павел Перов

— Павел, компания «Matrix Capital» позиционируется как финансовый бутик. Насколько важна для этого типа бизнеса содержательная и объемная «записная книжка», количество и качество «правильных» контактов?

— Клиенты — ключевое в нашем бизнесе. Собственно, как практически в любом виде финансового посредничества. Клиенты определяют и качество нашей профессиональной работы, и качество проектов, и (потенциально) наши финансовые результаты. Мы изначально определили, что не можем и не хотим конкурировать с монстрами вроде Сбербанка и ВТБ, которые присутствуют на одном с нами рынке и предлагают в целом похожие услуги. Для нас ключевым условием является индивидуальная, очень кастомизированная работа с небольшим количеством клиентов — таких, которые могут себе позволить наши услуги и по достоинству их оценить. Мы позиционировали и позиционируем «Matrix Capital» как финансовый бутик, который

предоставляет разнообразные финансовые и инвестиционные услуги для ограниченного круга клиентов.

Наличие годами накопленной клиентской базы, состоящей из ведущих российских предпринимателей и корпораций — такая база имеется и у меня, и у моего партнера Павла Малого — является ключевым активом нашей компании.

— В структуру компании входят два фонда — REMFI и REMAR. Можно ли считать, что основная идея первого фонда — спокойный (более-менее) и методичный поиск качественных облигаций с хорошей доходностью, а идея второго фонда — более рискованная погоня за альфой? Считаете ли вы, что эта структура, в общем и целом, обеспечивает базу для удовлетворения большинства запросов со стороны клиентов?

— Сегодняшняя структура описана довольно верно. Но это — структура начального этапа нашего бизнеса. Стратегическая задача более масштабна — мы ставим цель на протяжении разумного периода

времени выстроить обширную линейку финансовых продуктов, интересных для наших клиентов. Любые продуктовые линейки создаются на базе акций и облигаций. Совсем как в конструкторе «Лего»: базовые кубики там представлены в двух модификациях: 2 на 2 и 2 на 3, мимо них никак не пройдешь, они присутствуют в любой конструкции. Если таких кубиков под рукой нет, то никакой лего-объект не построить. Так и в финансовом бутике: нельзя работать, не имея инструментов в сегментах акций и облигаций. Именно по ним наш продукт

Мы хотим в обозримом будущем позиционировать себя как достаточно универсальную структуру, как emerging markets specialist... этот процесс мы начали с создания базовых продуктов, без которых построить более масштабный бизнес невозможно.

будут сравнивать с продуктами других хороших компаний, которые делают похожие вещи. Поэтому стартовали мы именно с этих двух базовых продуктов: фонда акций и фонда облигаций. Имея, однако, в виду, что постепенно мы эту линейку будем наращивать. Будем делать private equity фонды (PE funds), венчурные фонды (VC funds), структуры еще какого-то иного профиля, ориентированные на увеличение продуктового предложения и его разнообразие.

Мы хотим в обозримом будущем позиционировать себя как достаточно универсальную структуру, как emerging markets specialist. На развитых рынках такие структуры присутствуют достаточно давно, это настоящие монстры — например, компания «BlackRock, Inc». Она представляет очень широкую линейку инвестиционных и финансовых продуктов на развитых рынках. А вот на поляне развивающихся рынков игроков такого класса и масштаба немного. Если они вообще есть. Есть отдельные страновые игроки. Но универсальных

игроков, которые имеют экспертизу по широкому набору стран категории emerging markets, немного.

Понятно, что на создание такой матрицы требуется время. Естественно, что этот процесс мы начали с создания базовых продуктов, без которых построить более масштабный бизнес невозможно.

Первым мы запустили фонд на инструменты с фиксированной доходностью, где представлены ценные бумаги большого количества стран, большого количества эмитентов, где линейка продуктов широко диверсифицирована.

В этой категории мы конкурируем с другими фондами — их около 5 тысяч.

— **Пять тысяч — изрядная конкуренция.**

— Это очень важная цифра. Ни в России, ни в другой отдельно взятой стране нет такого количества конкурентов. А у нашего фонда — есть! Потому что в сегменте облигаций развивающихся рынков работает огромное количество игроков из разных стран. Это самая обширная категория финансовых посредников на мировом фондовом рынке. И в этой категории, по данным агентства «Блумберг», наш фонд входит в топ-3. Иными словами, мы доказали, что чего-то стоим на этом рынке, достигаем результатов в конкуренции с пятью тысячами других игроков — больших и маленьких, российских и иностранных.

Соответствующую статистику ведет агентство «Блумберг», оно является, как всем известно, квалифицированным, искушенным и опытным наблюдателем. И оно подтверждает наш результат. В 2019 году мы, скорее всего, будем (по предва-

рительной информации) лучшим российским фондом в сегменте инструментов fixed income. Наш облигационный фонд показал в прошлом году доходность 16, 5% в долларах! После вычета всех издержек.

— **Очень недурно!**

— Как известно, долларовый депозит хорошего российского банка дает доходность в диапазоне 1,5–3%. Приходится произнести классическую для данного случая фразу: почувствуйте разницу.

А наш фонд акций показал доходность 38%. Но лучшим он не считается, потому что лучшие фонды дали доходность выше 40%.

— **Да и 38% вроде неплохо?**

— Тем не менее, в число лидеров мы наш фонд акций пока не вывели. Результаты хорошие. Но пока не лучшие.

Возвращаясь к теме базовых активов. Акции и облигации — долгоиграющие продукты, по ним проще всего проводить сравнения. Существует довольно много баз данных, имеющих объемную и качественную статистику по инвестированию в эти сегменты. Поэтому нам важно было стартовать именно с них. Сейчас у нас в работе новый проект — China pre-IPO technology fund. Это PE-фонд, который инвестирует в китайские технологические компании. Смысл работы в формате private equity в том, чтобы войти в капитал компании путем прямого инвестирования, улучшить в ней качество управления, повысить эффективность операционной деятельности, увеличить доходы, а на следующем шаге продать свои инвестиции по более высокой цене. Как правило, PE-фонды работают через разовые непубличные сделки, через приобретение компании или крупной доли в ней. Таким образом, эта деятельность образует на единой длинной инструментальной линейке фланг, как бы противоположный классическому биржевому инвестированию, то есть, работе с акциями и облигациями (этот сегмент, напомню, мы уже построили). С одной стороны — прозрачные





операции (преимущественно биржевые) с ликвидными, стандартными, торгуемыми ценными бумагами. С другой — непубличные сделки с неторгуемыми, неликвидными активами. Да еще в придачу — китайскими.

Между этими двумя флангами — огромное поле множеств. Скажем, все цвета спектра размещаются в диапазоне между красным и фиолетовым. Так и тут. Между сделками с акциями/облигациями и сделками private equity лежат, в сущности, все мыслимые типы инвестиционных сделок. Задача следующего этапа нашего развития — заполнить промежуточными продуктами более-менее весь диапазон между двумя этими

плюсами. Там появятся самые разные продукты, самые разные комбинации: и типов ценных бумаг, и эмитентов, и инвестиционных ситуаций, и стран. Сейчас, после запуска китайского фонда, мы обсуждаем Индию. То есть, диверсифицируемся по странам. Но также и по типам бизнеса: помимо private equity, смотрим на венчурные сделки. Они, как известно, делаются на принципиально иных основаниях. Венчурные фонды обычно инвестируют в стартапы, тогда как РЕ-фонды — на более поздних стадиях развития; венчурный капиталист инвестирует понемногу в большое количество компаний, РЕ-фонд нередко покупает компанию целиком. Венчурные

инвестиции — это больше риска и потенциально больше дохода. Короче, это бизнесы, во многих отношениях противоположные, они предоставляют инвестору инструменты разного типа.

Это работа уже на перспективу, на последовательное заполнение средней части инструментальной линейки.

— Тогда вам приходится не шутя думать об обширной и разносторонней экспертизе?

— Да, экспертиза для нас очень важна. На рынке сейчас популярны идеи высокочастотной торговли, когда трейдер очень быстро открывает/закрывает краткосрочные позиции с большими объемами, не аккумулируя позиции, не удерживая портфели овернайт, зараба-

тывая только на объемах и скорости. Такие операции может делать робот. Это позволяет убрать из схемы взаимодействия инвестора с рынком человека как финансового посредника. Мы такую схему не используем. Делаем все по старинке, руками. У этого решения есть серьезные фундаментальные причины.

Робот может успешно работать на высокоэффективном рынке: там, где транзакционные издержки низкие; где информация однородна, одинаково доступна для всех и распространяется быстро; где участники реагируют на определенные типы сигналов предска-

ременно и так далее. Кроме того, игроки, работающие на этих рынках, реагируют на один и тот же сигнал не обязательно по Дорнбушу. У всех были разные учебники, в них излагались разные теории: у кого-то кейнсианство, у кого-то монетаризм чикагской школы. На одинаковую информацию игроки здесь реагируют по-разному. Кроме того, для развивающихся рынков характерны невысокие объемы торгов. Поэтому любая сделка может оказать влияние на цену. Здесь важно думать и принимать решения на основе фундаментальных факторов. Тренд, который рисует компьютер, тут

Для развивающихся рынков характерны невысокие объемы торгов. Поэтому любая сделка может оказать влияние на цену. Здесь важно думать и принимать решения на основе фундаментальных факторов. Тренд, который рисует компьютер, тут не поможет

емо — и так далее. Люди, которые работают на таких рынках, учились в одних и тех же бизнес-школах по одним и тем же учебникам. К экзамену по макроэкономике, в частности, они готовились по книге Рудигера Дорнбуша: серенькая такая. Поэтому, если они получают информацию, что инфляция повысилась, то автоматически будут единообразно продавать облигации. Точно по Дорнбушу. Единообразные действия в однородной среде с известными параметрами действительно можно запрограммировать, посадить на эти операции робота. Робот удобнее человека: он дешевле, он не ходит обедать и в декретный отпуск, никогда не отлучается с рабочего места, выполняет все прописанные в программе действия точно и в срок.

Но мы специалисты в сегменте развивающихся рынков. Развивающиеся рынки по своим фундаментальным характеристикам совсем иные: они неэффективные, неоднородные, информация там распространяется не единов-

не поможет: развивающийся рынок хаотичен, непредсказуем. Надо читать и анализировать балансы компаний, аналитику, считать собственные модели инфляции, процентных ставок. Так мы и поступаем. Если решаем купить бумаги конкретной корпорации, то решение принимаем не на основе алгоритмов, а по фундаментальным показателям. Конкретное предложение портфельного менеджера обосновывается, выносится на инвестиционный комитет, обсуждается. И принимается решение: включить ли эту бумагу в конкретный портфель одного из наших фондов — или нет.

Вот так это работает. Такие методы довольно сильно отличают нас от значительного количества других хороших игроков. В каком-то смысле эта методология сохраняет традиции компании «Тройка Диалог». В том числе, ее аналитической школы, очень серьезной.

— Тогда еще раз спрошу об экспертизе. Ведь настоящий аналитик не может иметь одинаковые компетенции и в российском,

и в китайском, и в бразильском (условно) рынке.

— Конечно. Для работы на китайском рынке мы привлекли китайских партнеров. Китайский рынок непросто, для работы на нем надо непременно (для начала) быть китайцем, притом таким, который живет в Китае, а не в США или в Италии. Который ощущает особенности рынка кончиками пальцев. В Пекине у нас имеется целая команда, которая следит за рынком, отыскивает инвестиционные возможности, формирует пайплайн. И на инвестиционный совет для принятия финальных решений выносятся, опять же, уже сформированные рекомендации.

— Иными словами, ваша цель — экспансия. Существует ли уже стратегия этой экспансии? Все-таки развивающиеся рынки — большая тема.

— Ну как сказать. Географически да, большая. Много стран, большое население, большой ВВП. Все это так. Но для нас важны не эти параметры. Первостепенно важным для наших целей является объем рынка ценных бумаг. А рынок ценных бумаг в этом сегменте не очень велик. Несколько акций в Восточной Европе, несколько акций в Центральной Азии. Несколько, может быть, десятков акций в Юго-Восточной Азии. Чуть больше — в Гонконге, очень мало в Латинской Америке. Ну и тому подобное.

На самом деле, самый крупный развивающийся рынок акций все равно в России. Потом Турция. Потом Гонконг: это, конечно, не вполне развивающийся рынок; но те акции, которые интересуют нас, там иностранным инвесторам напрямую не продают, только через партнерство с местными. Так же, как у нас когда-то работал рынок акций «Газпрома»: абсолютно та же история.

Короче, рынок акций развивающихся стран не так уж велик. И если ты неплохо разбираешься в рынке российском, то вполне можешь идти дальше, на другие

типологически похожие рынки. Тем более что правила анализа, методики оценки рисков на них во многом схожи. Разумеется, Бразилия в этом смысле гораздо больше похожа на Россию, чем на Америку, несмотря на то, что географически является именно Америкой (хоть и Южной).

Рынок облигаций, безусловно, гораздо крупнее рынка акций. Здесь больше разнообразия, в него нужно более детально погружаться. Но здесь имеют значение другие факторы. Работая с акциями, прежде всего следует дисконтировать будущий денежный поток. А для опе-

они понятнее, прогнозы на будущее не требуются: достаточно просто вставлять нужные цифры в нужные ячейки.

Конечно, лебеди могут прилететь в любой момент, и не только черные. Вот сегодня появился коронавирус — и рынки присели. Например, в России в этом году ожидали приезда 1,9 миллионов китайских туристов. Каждый из них мог оставить минимально тысячу долларов: в магазине, в ресторане, в транспорте, в отеле и так далее. А теперь не оставит. Понятно, какое количество самых разных бизнесов не получит теперь этих

чтобы ответ пришел не из того банка, который как раз и продает эту ипотеку. А от независимого консультанта. Который сам вникнет в вопрос. Даст правильный совет в отношении сложного финансового продукта. А потом убедится, что и клиент этот совет понял.

В общем, еще лет 10 назад мы активно выступали за создание индустрии инвестиционного консультирования. С тех пор было проделано много работы: и сообществом, и правительством, и парламентом. И вот индустрия создана. Казалось бы, радоваться надо — да и только.

Но читаем нормативные документы и видим: гора родила мышь. Потому что в нормативной базе прописаны не вполне реальные, скажем так, требования для инвестиционных советников — к их отчетности, организационной структуре, формату бухгалтерского учета. Эти требования примерно такие же, что и требования к крупнейшим российским банкам. Они неподъемные для индустрии советников. Выполнять эти требования может себе позволить только крупная структура. А ведь инвестиционное консультирование по определению должно быть мелким и гибким сервисом, выстроенным по типу адвокатского или нотариального. Чем-то типа ИЧП, если хотите. Совсем небольшая компания или даже индивидуальный предприниматель. Почему для инвестиционного консультанта не предусмотрена возможность делать упрощенную отчетность? Почему он должен платить НДС? При том, что крупный банк от этой оплаты освобожден, потому что для него инвестиционное консультирование является профильной деятельностью и подпадает под освобождение. А вот индивидуальный консультант Василий Брокеров НДС платить обязан. А еще ему надо завести контролера, а еще он обязан предоставлять сведения о каждом клиенте в Центральный банк, а еще — вести для каждого клиента отдельный профиль

Идея возникновения индустрии гибких и мелких инвестиционных консультантов выхолощена полностью. Этим бизнесом смогут заниматься исключительно крупные структуры, которые гарантированно будут впаривать клиентам лишь собственные продукты.

рации дисконтирования все же следует разобраться в бизнесе компании: что она производит, на каких рынках работает, какие имеет перспективы. Для работы с облигациями важно оценивать, в первую очередь, текущую кредитоспособность эмитента. Денег-то хватит у него, если инвесторы предъявят к погашению весь объем выпуска бондов? Это совсем про другое. Здесь гораздо важнее соотношение активов и пассивов, объемы обязательств, процент ликвидных активов и тому подобные параметры. Здесь в методиках может применяться большое количество математических методов, что особых трудностей не представляет. Не нужно пытаться заглянуть в будущее, требуется просто взять нужные цифры и совершить с ними ряд математических операций. И конечно, сильно помогают оценки рейтинговых агентств, которые тоже делают эту работу. Их точку зрения мы непременно учитываем.

Таким образом, получается, что рынок облигаций больше — но работать на нем проще. Инструментов больше,

денег: 1,9 млн умножаем на 1 000. Этот денежный поток — примерно 2 млрд долларов — планировался, но теперь его не будет. И это только в России. А ведь китайцы ездят во все страны Старого Света. Кому же теперь продавать «Версаче» и прочую дольчегаббану? Большой удар по целому ряду бизнесов. — **Ощущаете ли вы потребность в усовершенствовании российского законодательства?**

— Еще когда я работал в «Тройке», в воздухе витала идея создания индустрии финансового консультирования. Ощущалось, что она будет очень востребованной. Ведь финансы — сложная тема. Обычному человеку непросто разобраться, брать ли, условно, ипотеку на 20 лет под ставку 11,5% — или же на 10 лет, но под ставку 12,5%. Нужно уметь считать, учитывать разные факторы. Обоснованное решение принять непросто. А ведь жизнь не кончается на ипотеке, возникают и другие сложные финансовые вопросы, на которые даже специалист ответит не сразу. И важно,



и каждый день сдавать грузовик отчетности.

Идея возникновения индустрии гибких и мелких инвестиционных консультантов в результате выхолощена полностью. Этим бизнесом смогут заниматься исключительно крупные структуры, которые гарантированно будут впаривать клиентам лишь собственные продукты. Он же рекомендует клиенту покупать ИСЖ или структурные ноты, он же их делает, он же их продает. Зачем же все это сделано?

Если стоит задача защиты клиента, то, как мне представляется, решать ее следовало бы как-то иначе. Крупные российские банки в специальной защите

не нуждаются: они сами защитят кого угодно.

— Предлагаете ли вы клиентам структурные продукты?

— Нет, структурные продукты мы клиентам не предлагаем. Думаю, что и в ближайшее время не будем предлагать. И вот почему. Структурный продукт базируется на более простых инструментах. Собственно, это своего рода продуктовая корзина, в которую сложено несколько (минимум два) более простых базовых продуктов. Формирование корзины стоит денег, причем в случае формирования именно структурного продукта издержки достаточно высоки. Клиенту приходится

платить за сопутствующие транзакции довольно много. В подавляющем большинстве случаев нашим клиентам проще и дешевле купить любые комбинации таких продуктов, а не корзину целиком: они получают тот же самый результат, но дешевле. Наши клиенты весьма состоятельные люди, они в состоянии купить любые продукты в стандартном объеме, без дробления. У них нет ограничений по лотам, других количественных ограничений: они могут одновременно купить и индекс, и хеджирование для него, и одновременно аккумулировать на депозите свободный кэш, и так далее. Денег хватит на все. В результате получается довольно

крупная, дорогая конструкция — но они могут себе позволить купить ее всю. При этом транзакционных издержек они не понесут, потому что формирование корзины — это отдельный недешевый сервис. А они все покупают в розницу, не платят ни за коробочку, ни за обертку.

Просто потому, что могут себе позволить любую оптовую покупку. Так что в текущем моменте структурные продукты им не нужны.

— Когда вы работали в «Тройке Диалог», то компания устраивала для своих клиентов закрытые ужины перед русскими торгами Christie's и Sotheby's, гонки на «хаммерах», возила на винодельни и тому подобное. Как вы оцениваете действенность подобных методов? Помогает ли стиль продавать?

— Те люди, которые пользуются нашими услугами, в принципе все свои финансовые проблемы уже решили. Они инвестируют не потому, что таким образом хотят заработать на жизнь, а потому, что это правильно.

Потому что инвестировать — стильно, если хотите.

Вот мы говорим клиенту, что у нас есть замечательный продукт, он приносит 16% годовых. Клиент отвечает, что уже пять лет работает с каким-то финансовым институтом, ну приносит ему это не 16%, а 13%, условно. Но зато сотрудники там знакомые, процессы привычные, менять ничего не хочется, не нужно и просто лень. Зачем менять, если и так работает?

Конечно, сейчас чрезвычайное пространство получило самостоятельное инвестирование. Но реально это занятие может быть разве что хобби, увлечением. Любитель никогда не сможет достичь тех же результатов, что профессионал.

Так вот. В этом смысле мы, конечно, продаем не только конкретный продукт, но также и образ мыслей, подход к жизни. И понимание того, что же представляет собой реальный процесс профессионального инвестирования, и инвестирование как стиль, и достижение

жизненно важных финансовых целей — все это может правильным образом, причем совокупно, прийти к состоятельному клиенту только в формате общения с сотрудниками финансового бутика.

— Кстати о жизненных целях: востребованы ли среди ваших клиентов сервисы по созданию механизмов наследования (типа траста)?

— Такие сервисы — не совсем наша специализация. Общая конструкция траста предполагает комплексную компетенцию: в сфере и международного права, и в налоговой сфере, и в сфере инвестиций. Это сложная конструкция, мы можем в ней обеспечивать инвестиционную часть. Но не весь комплекс.

— Как вы оцениваете последние законодательные изменения в регулировании российских ЗПИФов, имеют ли они отношение к вашей работе?

Это не наша тема. Мы пока пользуемся теми возможностями, которые традиционно предоставляет международное законодательство.

— Насколько для компании важно качество технологий, в том числе ИТ?

— Для современной финансовой компании технологии, безусловно, очень важны и с каждым днем становятся все важнее. Приходится автоматизировать многие клиентские сервисы, в том числе отчетность. Это важно, во-первых, для того, чтобы всячески поддержать «антиотмывочную» безупречность. Во-вторых, мы должны обеспечивать best execution, делать сделки по лучшей котировке. Сделок мы сделаем много, каждую сделку следует документировать, направить отчетность контролирующему органу. Это серьезно меняет, кстати, индустрию прайм-брокериджа. И требует от нас настройки большого количества ИТ-систем.

Кроме того, европейское регулирование требует, чтобы схема работы управляющей компании с банками-агентами была перестроена: управляющий теперь не может платить банку ни копейки ко-

миссии за предложение своих продуктов через его сеть. Банк-агент сам должен теперь работать с клиентом и узнавать, какого управляющего он выбирает. Это опять-таки требует перестройки взаимоотношений банка и управляющего. И настройки большого количества ИТ-систем.

Так что да: приходится не только иметь сильную аналитическую экспертизу, но и соответствовать последним технологическим трендам. Это наш стиль. □

ВДОХНОВЕНИЕ В ЦВЕТЕ!

ПАРАДИЗ®

ПРЕПРЕСС · ДИЗАЙН · ТИПОГРАФИЯ

+7 (495) 755 24 10

info@paradiz.ru  www.paradiz.ru

 Москва, Ленинградский пр-т, дом 47, офисы 916, 920, 924
Мос. обл., г. Краснознаменск, ул. Парковая, дом 2а



Офсетная печать



Цифровая печать



Широкоформатная
и интерьерная печать



Послепечатные
работы



Дополнительные
услуги



Дизайн и допечатная
подготовка

Типография Парадиз – современная типография полного цикла. Мы предлагаем своим клиентам полный перечень полиграфических услуг и являемся лидерами в этой сфере.



РЕКЛАМНАЯ ПОЛИГРАФИЯ

брошюры, каталоги,
буклеты, газеты,
листовки, пакеты,
плакаты, флаеры,
афиши, журналы,
постеры, комплексные
заказы



ДЕЛОВАЯ И ПРИКЛАДНАЯ ПОЛИГРАФИЯ

визитки, блокноты,
ежедневники, папки,
бланки, открытки,
конверты, кубари,
фотокнижки, планинги,
гарантийные талоны,
инструкции, годовые
отчеты, книги



КАЛЕНДАРНАЯ ПРОДУКЦИЯ

квартальные,
настенные, карманные,
настольные,
перекидные,
календари-плакаты,
календари-домики,
календари-магниты,
календарные блоки



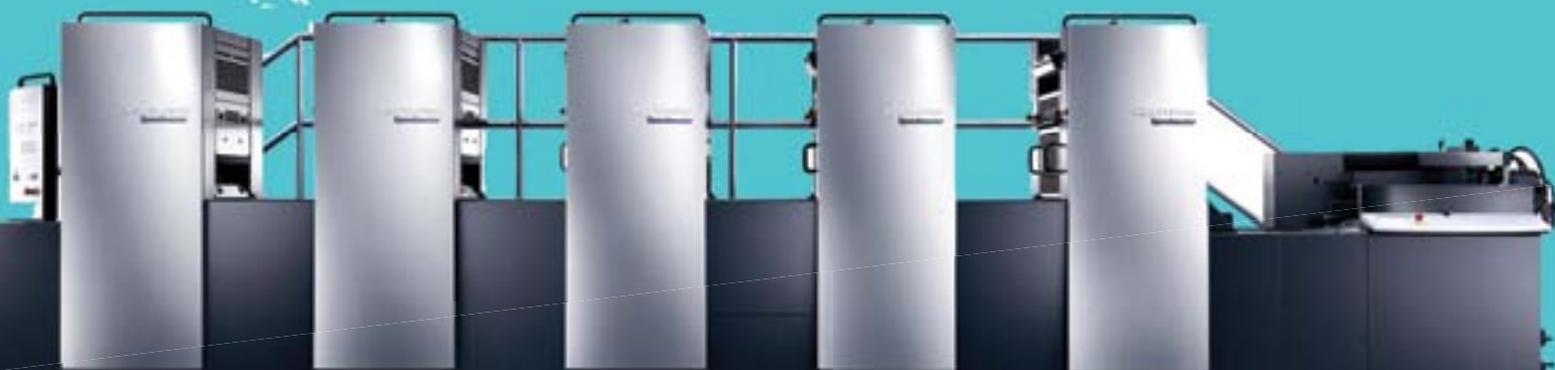
POS - МАТЕРИАЛЫ И УПАКОВКА

хенгеры, шелфтокеры,
вобблеры, коробки,
этикетки, наклейки,
пакеты, холдеры,
выкраски, подставки,
ценники, вкладыши,
конверты



НАРУЖНАЯ РЕКЛАМА

баннеры, таблички,
плакаты, постеры,
мобильные стенды,
штендеры, вывески,
чертежи, картины,
ростовые фигуры





Дмитрий Колесников
директор по развитию инновационных сервисов
Национальной системы платежных карт

Сделать молниеносно

Российский фондовый рынок получил новую систему платежей: она позволяет клиентам профучастников мгновенно перечислять деньги на счета

Дмитрий Колесников, директор по развитию инновационных сервисов Национальной системы платежных карт (НСПК), объясняет Ирине Слюсаревой тонкие различия между PUSH- и PULL-запросом; а также рассказывает о судьбе наличного оборота в Швеции и далее везде.

Фотографии Павел Перов

— Дмитрий, профучастники фондового рынка получили новый сервис, позволяющий клиенту профучастника мгновенно перечислять денежные средства через «Систему быстрых платежей». Является ли Система быстрых платежей аналогом уже действующих в мире?

— Для начала скажу несколько слов о функционале. Система быстрых платежей (СБП) позволяет физическим лицам мгновенно, в режиме 24/7/365, переводить деньги по номеру мобильного телефона себе или другим лицам, вне зависимости от того, в каком банке открыты счета отправителя и получателя средств. Нужно лишь, чтобы оба этих банка были подключены к Системе быстрых платежей.

Разумеется, системы быстрых переводов существуют не только в нашей стране. Когда Банк России начал работы по созданию российской

Системы быстрых платежей, в мире уже работало несколько десятков подобных сервисов, более 20 находилось на стадии подготовки и запуска, еще целый ряд стран обсуждал и планировал их реализацию. Это позволило взять в мировом опыте лучшее: были учтены все изъяны, выявленные в процессе эксплуатации таких систем в других государствах, и взяты на вооружение все лучшие практики.

Одна из наиболее ранних систем — британская Faster Payments — существует уже больше 10 лет. Могу выделить также очень распространенную шведскую Swish, созданную как проект консорциума банков. Швеция считается самым «безналичным» обществом в мире: более 97% денежных операций там совершается в электронном виде и даже появляются различные организации по защите наличных.

Из свежих систем, появившихся недавно, на российскую очень похожа Fast Payment System в Гонконге. Гонконгская система, как и наша, существует для физических лиц в каналах дистанционного банковского обслуживания. У нее не существует отдельного приложения (как, например, в шведской системе Swish), люди используют обычный мобильный банкинг, в

На текущий момент к системе подключено 36 банков, включая системно значимые. Обязанность банков подключаться к СБП закреплена на законодательном уровне. Для системно значимых банков определен срок подключения до октября 2019 года.

который встроен функционал быстрых платежей.

Если говорить о мировых трендах в этой области, то порядка половины национальных систем быстрых платежей реализованы как часть национальной платежной инфраструктуры, находящейся в ведении государства (полностью или частично). В остальных случаях системы создавались консорциумами банков либо другими участниками финансового рынка. При этом Центральный банк каждой страны обеспечивает прямое регулирование и надзор за их функционированием.

— Что именно дает в проектах такого рода участие регулятора: ресурсы, импульс к реализации, общий надзор за реализацией проекта?

— Регулятор как беспристрастная сторона очень часто выступает драйвером проектов, а также консолидатором мнений. Он побуждает рынок к инновациям, толкает его вперед. Кроме того, для реализации общих больших проектов часто требуется именно регуляторная поддержка. Все это очень взаимосвязано.

Если говорить о России, количество безналичных платежей в нашей стране неуклонно растет, и СБП как альтерна-

тивный способ безналичных платежей будет этому способствовать.

Важно, что СБП закрывает не только существующие потребности национальной экономики и общества в платежных услугах, в ней заложен большой потенциал для развития, который позволит дополнять ее функционал, превосходя потребности рынка в финансовых сервисах.

Запуск Системы быстрых платежей, помимо сказанного, стимулирует конкуренцию и снижает издержки сторон: и граждан, и компаний, и банков, и провайдеров финансовых услуг. Например, это позволит существенно снизить затраты торгово-сервисных предприятий на прием безналичных платежей.

— Сколько стоит перевод на счета для брокера/управляющего?

— Максимальный размер комиссии за проведение платежей через СБП на счета, открытые у профессиональных участников рынка ценных бумаг, установлен в размере 0,4%.

Очевидно, что этот тариф оптимален.

— Каким вы видите развитие тарифной политики СПБ в будущем?

— Тарифная политика СБП — компетенция Банка России, она уже определена, все тарифы показаны на сайте Банка России, и эта тарифная политика достаточно гуманна. Для некоторых игроков действия Банка России являются абсолютным счастьем.

— Как именно происходило рождение проекта?

— Концепция СБП была разработана в диалоге с участниками рынка

на площадке ассоциации ФинТех. Ассоциация создана по инициативе Банка России и ключевых участников отечественного финансового рынка как раз для формирования общей экспертной оценки инновационных технологий, а также разработки и внедрения новых финансовых технологий. Это площадка, где происходит консолидация мнений, поиск компромиссов (в том числе, с регулятором), работа с инициативами по совершенствованию законодательства. В число структур, которые участвовали в рождении проекта, разрабатывая концепт именно пополнения счетов у участников рынка ценных бумаг, относится и НАУФОР.

— Какова архитектура Системы быстрых платежей, кто является ее основными субъектами?

— СБП — это сервис платёжной системы Банка России, не самостоятельная система сама по себе, важно это подчеркнуть. Оператором сервиса является Банк России. Процессинговым и клиринговым центром является НСПК. Операционный процессинговый, расчетный и клиринговый центр (ОПКЦ) — обязательное звено в структуре любой платежной системы.

Банки, присоединяясь к системе быстрых платежей, заключают с Оператором дополнительные соглашения к договору корреспондентского счета, а также направляют заявление о присоединении к правилам ОПКЦ.

— Сколько банков в настоящий момент подключено к системе? регламентируется ли необходимость подключения системно значимых банков нормативными документами Банка России?

— На текущий момент к системе подключено 36 банков, включая системно значимые. Обязанность банков подключаться к СБП закреплена на законодательном уровне. Для системно значимых банков определен срок подключения до октября 2019 года; для прочих банков — до 1 октября 2020 года.





— Но Сбербанк по факту еще не подключился?

— По факту Сбербанк еще не подключился. Работа по подключению ведется.

— Система предполагает расчеты 24/7/365: почему выбран именно такой режим?

— Да, режим именно такой: безостановочный. Очень хочется подчеркнуть, что именно в этом и состоит главное новшество. Это самая сердцевина произведенных изменений, именно на эту центральную ось мы нанизываем прочие сопутствующие сценарии: переводы средств между физическими лицами, переводы от физических лиц юридическим, возвраты. Обсуждается реализация сервиса B2B (business-to-business).

Многие высказывали скептицизм в отношении того, что Банк России сможет поддержать режим 24/7. Но теперь это — реальность.

— Переход с 31 декабря на 1 января для этой системы что-то значит?

— Ничего ровным счетом: все происходит точно так же, как при переходе с 30 на 31 декабря. Никаких стыков.

— Какие новые возможности возникли в результате появления нового сервиса у различных компаний? у физических лиц?

— Мы стартовали с того, что запустили сервис переводов между физическими лицами. Преимущество, которое мы даем физлицам — возможность мгновенно перевести из одного бан-

ка в другой деньги самому себе или другому физлицу в режиме онлайн по единому идентификатору — номеру телефона. Очень быстро, очень просто, очень удобно. В некоторых случаях надо дополнительно знать название банка, куда переводятся средства. Но, если человек хочет упростить жизнь окружающим, то может установить в системе банк для получения средств по умолчанию.

Опцию перевода между физическими лицами (опция С2С) запустили в январе 2019 года.

Следующим этапом стал запуск сервиса С2В. Первые операции прошли в сентябре 2019 года, теперь мы будем

развивать различные сценарии этого сервиса. Операциями в таком формате могут быть платежи физических лиц в адрес юридических лиц за товары и услуги; пополнение физическими лицами инвестиционных и брокерских

пространства для компаний-участников фондового рынка еще в 2017 году. С конца 2018 года проект позиционируется как совместный с Московской биржей, в текущем году к нему планирует подключиться НРД. Это крупные игроки, но все они принадлежат

Сейчас для нас важнейшей задачей является популяризация сервисов — и уже запущенных, и тех, которые готовятся к запуску. А ближайшим событием будет запуск сервиса В2С. Мы рассчитываем сделать это в первой половине 2020 года.

счетов; платежи физических лиц за государственные услуги, включая налоги и штрафы; оплата физическими лицами различных услуг (например, коммунальные платежи). Есть много вариантов того, как делать такие платежи. Можно сканировать QR-код; можно нажимать на кнопку в приложении и так далее. Один из сценариев — подписки. В этом случае человек пользуется услугой или забирает товар, а средства за это просто списываются с его счета — естественно, при условии, что он доверяет контрагенту по этой услуге/сделке. Отчасти мы к сервису такого типа уже привыкли: так работает Яндекс-такси или Gett.

Потребность на сценарий «подписка» — это запрос со стороны рынка: что наиболее важно, со стороны крупного ритейла. Это удобно и позволит встраивать платежи в собственные приложения ритейлеров. Крупные ритейлеры сейчас очень серьезно заняты созданием и развитием таких приложений. Будем развивать все эти сценарии, а параллельно делать сервисы В2С. Они интересны, в частности, в сфере финансовых рынков: например, сервисом такого формата является перевод средств со счета (брокерского, ДУ).

— НАУФОР с ассоциацией ФинТех было подписано соглашение о развитии платежного

к одной индустрии. Есть ли еще индустрии, заинтересованные в использовании СПБ?

— В развитии Системы быстрых платежей очень заинтересован ритейл. По соображениям ряда ритейлерских компаний, стоимость операций в СБП по ряду направлений может сравниться со стоимостью инкассации: это очень важный тренд. Все это будет стимулировать российских игроков идти по шведскому пути. Кстати, в Швеции процессы обезличивания идут настолько стремительно, что сейчас там появилось Общество по защите наличных.

— НАУФОР оценивает, что в первый год использования СБП объемы поступлений на брокерские счета таким способом составят (как минимум) 20% от общего потока поступлений. При этом за 2018 год общий поток составил 1 трлн рублей. Обеспечить такие объемы можно в случае, если значительное число банков реализует функционал С2В. Какими темпами банки реализуют этот функционал?

— Динамика очень хорошая. Пока сервис С2В существует в режиме ограниченного пилотного проекта. В эту передовую историю включились все те банки, которые участвовали в запуске сервиса С2С, и еще ряд банков. Предполагаем, что и динамика развития этого сервиса будет столь же впечат-

ляющей, как в случае сервиса С2С, в котором количество операций увеличивается на 25% ежемесячно. Отмечу, что после подключения платежей С2С запуск дополнительных сервисов СБП не вызывает у банков каких-либо затруднений: все процессы вокруг наладки отдельного сервиса типизированы и похожи.

— Каким будет очередной этап вашего пути?

— Сейчас для нас важнейшей задачей является популяризация сервисов — и уже запущенных, и тех, которые готовятся к запуску. А ближайшим событием будет запуск сервиса В2С. Мы рассчитываем сделать это в первой половине 2020 года. □

Научиться тратить

В НАУФОР состоялся традиционный круглый стол, посвященный обсуждению макроэкономических итогов 2019 года и перспективам 2020 года

Фотографии Павел Перов

Участники: Максим Ачкасов (профессиональный инвестор), Евгений Гавриленков (ГКЕМ Analytica, ВШЭ), Ярослав Лисоволик (Сбербанк).

Модератор — Ирина Слюсарева (НАУФОР).

К обсуждению были предложены следующие вопросы.

- Какие ключевые макроэкономические изменения произошли в мировой экономике в 2019 году? В чём заключались причины феноменального роста фондовых рынков?
- Как преломились основные мировые тренды в прошлом году на российском рынке? Какие основные тренды на нем реализовались?
- Какие основные факторы будут влиять на мировую экономику и фондовые рынки в 2020 году?
- Каковы основные риски наступившего 2020 года для российской экономики? Каковы пожелания новому финансово-экономическому блоку правительства?

Ирина Слюсарева. Добрый день, уважаемые эксперты. Рада видеть вас на традиционном обсуждении макроэкономических итогов года. Итак,

предлагаю начать обсуждение с вопроса: какие ключевые макроэкономические изменения произошли в мировой экономике в 2019 году? В чём причины феноменального роста фондовых рынков?

Ярослав Лисоволик. В плане макроэкономической динамики можно выделить два тренда. Первый тренд — замедление мирового экономического роста. Об этом замедлении свидетельствуют прогнозы ряда международных экономических организаций. В частности, прогноз роста мировой экономики в 2020 году ухудшил Международный валютный фонд: прогноз по росту экономики и США, и еврозоны понижен на 0,1 процентного пункта (соответственно, до 2% и до 1,3%). Замедление во многом связано с фактором торговых войн, протекционистскими ограничениями.

Так, в течение 2019 произошло обострение противоречий, в первую очередь за счет усиления противостояния между США и Китаем. Мы видим разрастание взаимных ограничительных мер и в других странах: в этом контексте можно говорить о противостоянии между такими крупными странами, как



Япония и Южная Корея. Есть опасения относительно того, в какой мере центральные банки и национальные правительства сумеют замедлить это падение темпов роста. На сегодняшний день налицо отсутствие механизмов совместных действий, отсутствие должной координации макроэкономической политики (в частности, отсутствие согласованной денежно-кредитной и фискальной политики).

Второй тренд (который тоже внушает определенные опасения): на фоне описанного замедления начинает снижаться спрос в мировой экономике и это негативно влияет на инфляцию. В ряде стран мы видим отрицательные значения процентных ставок, при этом число стран, которые

могут быть затронуты дефляционным давлением и процессом ухода ставок в отрицательную зону, растет. Это еще больше затрудняет для регуляторов задачу проведения правильной макроэкономической политики, ведущей к решению проблемы низкого экономического роста, низкого спроса, низких процентных ставок. У регуляторов не хватает инструментов, достаточных для того, чтобы реанимировать экономическую динамику.

Ирина Слюсарева. Иными словами, проблема замедления обозначилась, но путей решения пока нет?

Ярослав Лисоволик. Да, решений пока нет. С моей точки зрения, один из вариантов — усиление совместных действий,

координация между странами, в том числе, в сфере макроэкономической политики: как денежно-кредитной, так и фискальной. Однако пока что, похоже, происходит обратное: страны ориентируются на то, чтобы решать свои проблемы поодиночке. Наверное, можно говорить и о недостаточном арсенале мер макроэкономического регулирования, и о том, что сама парадигма взаимодействия между отдельными экономиками пока недостаточно конструктивна.

Ирина Слюсарева. Максим, тот же вопрос адресуетесь вам.
Максим Ачкасов. Прежде всего следует обратить внимание на продолжительность текущего бизнес-цикла, самого

длинного в истории финансовой системы: рост продолжался более 10 лет. Сейчас многие экономисты говорят о том, что рецессия может наступить в перспективе 12–24 месяцев.

Второй момент, который стоит отметить, это разворот в денежно-кредитной политике ключевых стран. ФРС фактически остановила цикл повышения ставок и перешла к их понижению. ЕЦБ снизил депозитную ставку до нового исторического минимума в 0,5% после трехлетней паузы и заявил о возобновлении программы количественного смягчения с ноября 2019 года. По моему мнению, это фактически является признанием поражения попыток разогнать экономический рост.

Третий значительный момент — подписание торгового соглашения между США и Китаем. Торговый конфликт этих стран был для фондовых рынков ключевым риском 2018–2019 годов, влиял на темпы роста мировой экономики. Ирина Слюсарева. Соглашение-то подписали, но есть впечатление, что сам сюжет пока не исчерпан?

Максим Ачкасов. Соглашусь, это временное перемирие. Минутная передышка в геополитическом противостоянии, которое только началось и обещает стать многолетним. Думаю, что в действительности Китай сегодня готовится к продолжению этого противостояния, пытаясь сконцентрироваться на устранении своих слабостей. Сегодня у Китая есть две уязвимые точки: зависимость от производства компьютерных чипов и зависимость от рынка нефти. Здесь стоит привести пример: два крупнейших китайских производителя операционных систем объединили усилия с целью разработки операционной системы. В ближайшие 3 года около 20 миллионов компьютеров, установленных в государственных учреждениях Китая, будут заменены компьютерами, произведенными локально. Китайские банки, которые на данный момент в своей работе используют «железо» и софт, произведенные американскими компаниями Oracle и

IBM, постепенно полностью перейдут на китайские продукты.

Четвертый важный макроэкономический фактор, действовавший в 2019 году, — продолжение печатания денег ключевыми центральными банками и вливание ликвидности в мировую финансовую систему. В результате центральным банкам удалось стабилизировать экономический рост, темпы падения удалось замедлить и сейчас можно видеть стабилизацию. Но в любом случае риски рецессии остаются существенными. Например, один из самых важных индикаторов, который свидетельствует о здоровье американской экономики, — индекс промышленного производства. Так, показатель за декабрь 2019 года (47,2) оказался ниже прогноза аналитиков (49,0) и опустился до самого низкого значения, начиная с июня 2009 года. Индекс держится ниже порогового значения (50) с августа 2019 года, уже 5 месяцев подряд. Это свидетельствует о том, что темпы экономического роста сокращаются. Что же касается роста фондовых рынков, то в этом плане 2019 год был рекордным: все 38 основных классов активов на фондовых рынках показали положительную доходность. Такого результата финансовые рынки не наблюдали последние 13 лет.

Основной причиной стало сочетание трех факторов, идеальное для роста фондовых рынков. Первый фактор — низкая инфляция. Второй фактор — смягчение денежно-кредитной политики. Третий — низкие процентные ставки.

Также следует заметить, что два ведущих центральных банка продолжили скупать облигации на открытом рынке, вливая ликвидность в рынки. Так, например, по оценке агентства Блумберг, ФРС США за последнее полугодие 2019 влила в фондовые рынки порядка 300 млрд долларов через операции репо и покупки облигаций.

Евгений Гавриленков. Максим упомянул о прошлогоднем снижении ставки ЕЦБ, но следует все же уточнить, что европейский регулятор имел сейчас воз-

можность понижать только депозитную ставку. Ставки ЕЦБ оставались неизменными (точнее, неизменно низкими) более трех лет, с марта 2016 года: базовая ставка по кредитам — на нулевом уровне, ставка по маржинальным кредитам — на уровне 0,25%, ставка по депозитам — на уровне минус 0,5% годовых. В сентябре 2019 года Европейский центральный банк опустил депозитную ставку на 0,1 процентного пункта и объявил о возобновлении программы денежного стимулирования. Эта мера действительно имела какое-то значение.

На первом заседании, проведенном новым руководителем ЕЦБ, Кристином Лагард, процентные ставки оставлены без изменений. Но риторика Европейского центрального банка поменялась.

Хотел бы сказать и о некоторых политических изменениях, тесно связанных с экономическими процессами. Во-первых, в течение года наблюдался повсеместный рост социальной напряженности. Практически вся Латинская Америка была охвачена волнениями. Порой политические изменения имели не только внутренние корни, но и внешние — если говорить, например, о Венесуэле. Но ведь и в Чили, достаточно успешной стране с рыночно ориентированным населением, осенью случились серьезные события. В Сантьяго начались протесты, довольно быстро демонстрации перешли в столкновения с полицией, распространились на другие города и регионы Чили; к подавлению подключили армию. Протестующие требовали принять новую Конституцию, увеличить налоги на богатых, повысить минимальные зарплаты и пенсии. В результате правительство спешно разработало пакет поправок стоимостью 1,2 миллиарда долларов (включает повышение минимальной пенсии и зарплаты; снижение цен на лекарства, медицинское обслуживание и электроэнергию; повышение налогов для богатых; снижение зарплат депутатов и высокопоставленных госслужащих). Причем триггером для волнений миллионов людей стал как будто

бы пустяк — небольшое повышение стоимости проезда в метро и наземным транспортом.

Уж не говорю о волнениях в других странах континента, менее успешных.

Но возьмем даже такую спокойную (в плане организованных протестов) и благополучную европейскую страну, как Германия: и там бастовал персонал компании «Lufthansa», причем дошло до того, что транзитным пассажирам (они не имеют шенгенской визы и не могут выйти в город) ставили раскладушки прямо в транзитном терминале аэропорта во Франкфурте-на-Майне. Уж не говорим о Франции.

Ирина Слюсарева. Как же! о тамошних событиях мы, если помните, начинали говорить еще на прошлом круглом столе.

Евгений Гавриленков. Там протесты тоже имеют транспортные, если можно так выразиться, корни. В результате в течение двух месяцев было нарушено движение парижского метро, автобусов, а также на железных дорогах. Все эти события, скорее всего, внесут свой негативный вклад в динамику ВВП страны. Триггером стала попытка проведения всеобъемлющей реформы пенсионного обеспечения, а также попытка стабилизировать финансовое положение ряда транспортных компаний (как в Чили). Звучали требования отменить реформу пенсионной системы, которая по замыслам властей предполагала не просто повышение пенсионного возраста, но и схему начисления пенсий, а также ликвидацию многочисленных отраслевых льгот. Надо сказать, пенсионная система во Франции изначально была построена весьма непродуманно. Они еще как-то могли работать в условиях постоянного роста финансовых рынков. Однако сейчас у консервативных инвесторов, к коим относятся пенсионные фонды, существенно снизилась возможность получать на рынках облигаций те доходности, которые обеспечивали бы требуемые объемы пенсионных выплат. И просчеты в пенсионных схемах уже невозможно игнорировать. Так что, хотя те решения, которые нашло правительство



Макрона, тактически, возможно, были неудачными — поскольку намеченные реформы должны затронуть все население, так что забастовки транспортников нашли широкую поддержку в обществе, — но стратегически они верны.

Ирина Слюсарева. А что за проблемы с пенсионными схемами-то?

Евгений Гавриленков. Помимо досрочного выхода на пенсию (очень льготного), для работников, например, компании SNCF (Société Nationale des Chemins de fer Français) еще и размер пенсии исчисляется по результатам последних шести месяцев работы. Это пик зарплаты, после этого человек практически сразу уходит на пенсию и, в сущности, продолжает получать примерно те же деньги. Тогда как новые работники, только выходящие на рынок труда, и их работодатели отчисляют в систему пенсионного обеспечения гораздо меньшие суммы, поскольку уровень оплаты труда у начинающих трудовую жизнь работников гораздо ниже. Такая система явно должна была пойти вразнос. И она пошла.

Но важны не только описанные сюжеты, каждый в отдельности. Важно, что они явно образуют некую совокупность. В разных странах мира возникают типологически сходные проблемы, разворачиваются сходные конфликты вокруг похожих узлов.

Так что имеются предпосылки для обобщения.

Ирина Слюсарева. Давайте обобщим?

Евгений Гавриленков. Прошлый год показал, что система нестабильна. Что мягкая денежно-кредитная политика приводит к тому, что богатые становятся богаче, а бедные — беднее. Неважно, люди или компании, — мы обобщенно говорим об экономических агентах, которые могут быть бедными или богатыми. Богатые имеют активы, под низкие ставки они легко могут занять денег и купить еще больше активов, причем активы могут быть не только в виде ценных бумаг, но и реальными.

Если деньги дешевы, то покупка реальных активов — это совершенно рациональное поведение. Но что означает покупка инвесторами (теми же хедж-фондами) реальных активов, скажем, в крупных городах? Это означает повышение ренты — не только в секторе жилья, но и в секторе коммерческой недвижимости. То же самое — в сельском хозяйстве. Если туда приходят инвесторы, то начинается перераспределение активов в виде земельных участков, их укрупнение. Крупные владельцы повышают ренту, это сказывается на динамике продовольственных цен.

Во многих развитых странах динамика инфляции при этом низкая (чуть повыше в Великобритании, по ряду причин). Но если смотреть конкретно лишь на сегмент продуктов питания, то там идет довольно приличный рост цен. Это вроде бы не существенно, поскольку в общем объеме потребления в развитых странах стоимость продуктов составляет примерно 10–15%. И повышение цен на продукты не очень заметно сказывается на уровне инфляции. Но это повышение очень существенно бьет по наименее обеспеченным слоям населения, у которых на еду расходуется значительно большая часть бюджета. И вот — мы видим протесты. По той же причине наблюдаем уход с рынка крупных ритейлеров: их расходы (в частности из-за роста арендной платы) растут, растут и конкуренция со стороны онлайн-торговли.

Все эти изменения серьезно сказываются на настроениях широких масс. Таков мой вариант ответа на вопрос о ключевых макроэкономических изменениях.

Пожалуй, добавлю лишь пару слов насчет торгового соглашения между Китаем и США. На мой взгляд, эта торговая битва практически не имеет никакого смысла. Поскольку у Китая нет потенциала снижать свой торговый профицит, и так существенно уменьшившийся за последние лет десять: предварительно, не имея точной статистики 2019 года, можно его оценивать примерно в 40 млрд долларов. Для Китая это ноль. Сейчас Китай уже не может перенаправлять свои валютные

доходы на американские рынки, покупать treasuries и так далее. Поэтому война между США и Китаем представляется весьма бессмысленной акцией, за которую, скорее всего будет расплачиваться Европа, поскольку, увеличив объемы покупок американских товаров (в частности, продовольствия), Китай, скорее всего, временно уменьшит импорт соответствующих товаров из других стран. Но это не решит проблему больших дефицитов (счета текущих операций и бюджета) в США.

Думаю, в будущем мы будем наблюдать возрастающее напряжение между Америкой и Европой.

Ирина Слюсарева. Хорошо бы!

Евгений Гавриленков. Потому что Европа потенциально сейчас остается единственным крупным кредитором. По сути, это тот источник потенциальной ликвидности, который мог бы, так или иначе, способствовать снижению внешнего дефицита Америки.

Китай немного дожмут, и этот сюжет будет постепенно стихать. Рынки, конечно, пока на него реагируют, но мало ли на что реагируют рынки. Когда денег в системе много, то рыночная реакция на любые новости получается заметной.

Ярослав Лисоволик. Думаю, начало года уже показало, что на одно из первых мест в рейтинге рисков перемещается геополитика, при этом риски могут реализоваться не только на Ближнем Востоке, но и в других регионах. Хотя, конечно, Ближний Восток наиболее, так сказать, сейсмичен, наиболее взрывоопасен в геополитическом плане.

Другой компонент рисков — внутриэкономическая политика. Думаю, мы входим в новый этап, когда после длительного периода сбережений российские власти будут больше фокусироваться на расходах. И здесь ключевым параметром будет эффективность бюджетных расходов.

При этом еще один ключевой для российской экономики риск — дальнейшее замедление мировой экономики. Вероятность мировой рецессии, конеч-

но, оценивается по-разному. Но многие руководители крупнейших компаний США, согласно опросам, считают этот риск основным.

Если мы сталкиваемся с угрозой глобального замедления, то вопрос эффективности бюджетных расходов, вопрос о том, насколько они будут способствовать поддержанию экономической активности, — становится для российской экономики ключевым. И конечно, еще один фактор риска для 2020 года — очередной транш санкций. В условиях, когда наступает время электоральных событий, важных для США, тема внешних ограничений может быть реанимирована. Этот риск рынкам тоже следует учитывать.

Что будет в 2020 году с российским экономическим ростом? Думаю, тут мы можем увидеть некоторое оживление по двум ключевым направлениям: и в потреблении, и в инвестициях. Это во многом связано с переходом к наращиванию бюджетных расходов. Вообще у меня складывается впечатление, что новая философия экономического развития схожа с модернизационной моделью, которая получила название — «большой рывок», Big Push. Упрощенно, эта модель предполагает, что наращивание большого объема трат может достаточно серьезно «завести» экономику, если эти траты производятся по достаточно широкому спектру отраслей (а именно это мы видим в национальных проектах). Если это так, то этот импульс должен быть достаточно мощным для того, чтобы вывести российскую экономику из сонливости и стимулировать ее работать более активно на протяжении средне- и долгосрочного периода.

Возникают очень большие вопросы относительно того, насколько успешно была реализована стратегия Big Push на протяжении предыдущих десятилетий в разных странах. Некоторые эксперты считают, что в ряде стран модель работала достаточно успешно. Были также такие страны, где она работала не слишком впечатляюще, — в том числе, в Латинской Америке. Но суть в том, что стратегия большого

рывка, наверное, должна предполагать, что в течение нескольких следующих лет будут не только произведены масштабные бюджетные расходы, но также появится механизм, который обеспечит устойчивость и жизнеспособность роста, — в том числе, за счет вовлечения частного капитала, частного бизнеса. В том числе, иностранных инвестиций. Тема вовлечения и участия иностранных инвестиций в национальные проекты становится все более обсуждаемой в деловых кругах.

Теперь о пожеланиях новому финансово-экономическому блоку правительства. На этот вопрос отвечу кратко: хотелось бы увидеть в расходах такую же эффективность, какая была показана в части консолидации доходов бюджета в предыдущие годы. Если мы посмотрим на собираемость налогов, на показатели бюджетных доходов, то там ситуация впечатляющая. Если расходы будут производиться с той же эффективностью, то это не только станет стимулом для экономического роста, но и даст населению почувствовать, что средства, которые оно отдает на развитие, приносят серьезную отдачу. Мне кажется, это будет очень важным для вовлеченности широких слоев населения (и среднесрочной, и долгосрочной) в процесс экономического развития.

Ирина Слюсарева. Иными словами, российским экономическим агентам следует научиться тратить?

Ярослав Лисоволик. Именно. Научиться тратить эффективно — наша самая важная задача на данном этапе. Она стоит не только перед страной в целом, но и перед отдельными инвесторами, потребителями и так далее. Собственно, для инвесторов она будет становиться все более и более значимой, поскольку численность частных российских инвесторов серьезно растет. И, отвечая на вопрос об основных трендах российского рынка, следует отметить именно это — приход на российский финансовый рынок значимого количества частных розничных инвесторов. По нашим оценкам, розничные инвесторы владеют 1 триллионом рублей инвестиций

в российские акции, при этом количество индивидуальных брокерских счетов на Московской бирже возросло за прошлый год почти в 2 раза и превысило 4 миллиона. На вложения в акции приходится лишь около 2% финансовых активов домохозяйств, что крайне мало по международным стандартам, что свидетельствует о потенциале дальнейшего роста притока средств розничных инвесторов на фондовый рынок России. По мере того, как снижаются ставки (в том числе, депозитные), у все более широких слоев населения растет аппетит к инвестициям на фондовом рынке. И очень важно тактично и эффективно регулировать эти процессы, чтобы население было ограждено от злоупотреблений.

Ирина Слюсарева. Процесс вовлечения в фондовый рынок широких слоев частных инвесторов был с очевидностью инициирован сверху, реализовался последовательно, по продуманному плану, а по ходу реализации постоянно мониторился и обсуждался с инвестиционным сообществом. Большой респект регулятору в лице Банка России, а также непосредственным кураторам проекта: имен называть не будем, дабы избежать подозрений в подхалимаже, но имена эти более чем хорошо известны как причастным, так и непричастным. Снимаю шляпу.

Ярослав Лисоволик. Я уже говорил, что основные риски — это внешние угрозы и замедление мировой экономики. События начала 2020 года показывают, что у российской экономики уже накоплен определенный запас устойчивости к внешним шокам. Но баланс рисков таков, что внешние факторы перевешивают. И накопленные резервы сейчас, вероятно, будут достаточно активно использоваться для нейтрализации внешних рисков. Считаю, что на фоне роста вовлеченности населения в финансовые рынки, на фоне притока средств населения и все еще достаточно сильной макроэкономической позиции России в 2020 можно рассчитывать на благоприятную динамику российского фондового рынка и российской экономики в целом.



Ирина Слюсарева. Максим, Евгений, предлагаю продолжить обсуждение вопроса, каким образом преломились основные мировые тренды в российской экономике.

Максим Ачкасов. Вопреки существующему мнению, одним из наиболее важных факторов, влияющих на доходность развивающихся рынков (включая российский), является денежно-кредитная политика США. До кризиса 2008 года эта зависимость составляла приблизительно 80%. Сегодня она ниже, но 2018 год показал, что зависимость остается по-прежнему существенной. Поэтому ключевым внешним фактором, который повлиял на доходность российского финансового рынка в 2019 году, стало облегчение денежной политики США, понижение ставок.

Второй фактор (уже внутренний) — сочетание снижения темпов инфляции с устойчивостью экономики и национальной валюты. Это тройственное сочетание поддержало российский рынок акций, который за 2019 год вырос на 45% в долларах США (индекс Мосбиржи, без учета дивидендов), став самым доходным в мире.

Евгений Гавриленков. Следует заметить, что примерно год назад ожидания относительно денежно-кредитной политики США трансформировались. До декабря 2018 года большинство наблюдателей ожидало дальнейшего повышения процентных ставок ФРС. Но уже на рубеже 2018–2019 годов эти ожидания поменялись. В России тоже произошли определенные изменения — имею в виду не отдельно денежно-кредитную политику как таковую, которую нельзя отрывать от бюджетного правила, от действий Минфина на рынках. Политика ЦБ и «количественные» интервенции Минфина — это единое целое в наших условиях, когда первый из этих регуляторов поддерживает крайне высокую процентную ставку (что способствует привлечению капитала), а второй, покупая валюту и снабжая систему рублями, способствует некоторому снижению процентной ставки

на денежном рынке. В результате действия высокой ключевой ставки российский облигационный рынок ощутил довольно большой приток средств внешних инвесторов. Вследствие высоких ставок и доходности ОФЗ примерно 90% роста внешнего долга в 2019 году пришлось именно на облигационный рынок, в первую очередь, на рынок государственного долга. В целом получается достаточно странная, но устойчивая статическая картина: хотя бюджетный профицит и снизился, но все равно составил около 2 трлн рублей, и при этом правительство оставалось чистым заемщиком. Счет текущих операций тоже был положительным (70 млрд долларов), чем могли похвастать немногие страны, но Россия активно привлекала средства на долговой рынок. Кстати, профицит счета текущих операций оказался меньшим, чем можно было ожидать — позже объясню причины.

Возвращаясь к денежно-кредитной политике и бюджету, напомним, что активность министерства финансов в рамках бюджетного правила в прошлом году существенно выросла. Если в 2018 году Минфин потратил на пополнение золотовалютных резервов около 2 трлн рублей, то в 2019 — свыше 3,5 триллионов рублей. Это при том, что профицит бюджета-2019 был меньше. Но надо иметь в виду, что за последние годы Минфин накопил примерно 13 трлн рублей, которые может легко закачивать в финансовую систему по своему усмотрению, называя все это управлением ликвидностью. Помимо покупки вброса рублей вследствие покупки валюты на рынке, Минфин представляет депозиты коммерческим банкам, сумма их традиционно колеблется около отметки приблизительно 1,5 трлн рублей, а иногда и выше. Эти деньги Минфин предоставляет на разные сроки коммерческим банкам, в первую очередь, государственным. То есть, довольно большие суммы предоставляются на сроки в один-два-три месяца по ставке, которая определяется как рыночная ставка RUONIA (Rouble OverNight Index Average) минус резервные требования.

Активность Минфина по покупке валюты, начавшаяся со 2-го квартала 2017 года, привела к тому, что рыночная межбанковская ставка (в частности, RUONIA) упала ниже ключевой ставки ЦБ. Получается, что рефинансирование банкам в таких условиях абсолютно не нужно, деньги на рынке стоят гораздо дешевле, чем заимствования у Центрального банка (особенно если занимать под залог не ОФЗ, а других активов). В результате в системе имел место переизбыток ликвидности. Сам факт того, что рыночная ставка межбанковского кредитования была ниже ключевой, об этом как раз и говорит. В прошлом году эта тенденция сохранялась, и, хотя спред между ставками немного снизился, но все равно он составлял 25–30 базисных пунктов — для банков это значимая величина, особенно при существенных объемах заимствования.

Примечательно, что в этих условиях Центральный банк выступает не как кредитор последней инстанции, а как стерилизатор ликвидности, предлагая банком размещать средства на депозитах, а также покупать ОБР (облигации Банка России). Коммерческий банк (в первую очередь, речь идет о крупнейших государственных банках) берет деньги у Минфина под ставку RUONIA минус резервные требования, при этом RUONIA на 25–30 пунктов ниже ключевой ставки, и эти (занятые у Минфина) деньги могут фактически тут же инвестироваться в облигации Банка России, ставка по которым равна ключевой. На этой весьма нехитрой транзакции банки могут легко зарабатывать. Понятно, что к таким операциям вся активность банков не сводится, но эта стратегия — абсолютно безрисковая и не имеющая никакого отношения к экономическому росту. И таких примеров можно привести несколько. Иными словами, проводившаяся в последнее время макроэкономическая политика способствовала появлению определенных диспропорций. Каковы же последствия этих диспропорций? Пока еще нет данных по всему 2019 году [*круглый стол проводился в первой половине*

января 2020 года. — Прим.ред.], но можно взять более длительный период, с 2015 года. И проанализировать, что случилось на этом отрезке с динамикой ВВП по компонентам. Мы увидим, что в стране сформировалась экономика, которую я называю двухслойной. В целом ВВП за этот период вырос незначительно: один год была рецессия, потом вялый рост, в 2018 году имело место некоторое ускорение, цифр по 2019 году мы еще не знаем, но они не будут высокими. Накопленный итог по ВВП за этот период порядка 4,0%.

Но в то же время во втором слое имелись быстро растущие секторы.

Если посмотреть, что происходило в наиболее cash rich секторах, которые зарабатывали и поставляли валютную ликвидность, то там накопленный рост за этот период был существенно более высоким. В добывающем секторе рост составил свыше 10%. Сектор госуправления тоже рос достаточно быстро. Третий хорошо росший сектор — финансовая и страховая деятельность, в первую очередь, это банки, которые активно посредничали между первыми двумя секторами и получали комиссии за свои услуги (накопленный рост за пятилетний период может быть близок в 20%). Вот эти три сектора выросли гораздо более существенно, чем все остальное.

Эта двухслойность — неправильное явление. Оно является следствием сложившейся макроэкономической политики, которая сейчас, судя по всему, должна начать меняться.

Речь, на мой взгляд, идет не о том, чтобы тратить больше из бюджета и даже не о том, чтобы госсредства тратить эффективнее. В прошлом году расходы бюджета выросли больше, чем на 9%. Это приличный рост. Но в темпах роста ВВП этого увеличения расходов мы пока не ощутили. Я, кстати, не исключаю, что реальные темпы роста в 2019 году были чуть выше, чем показывает статистика. Не буду говорить о технических подробностях методик подсчета, их слишком много. Но определенные несоответствия





просто очевидны. Например, вызывает сомнения статистика по динамике оптовой торговли, особенно в 1-й половине 2019, когда статистика показывала ошутимое падение, которого в реальности, скорее всего, не было.

Или еще одно несоответствие: уже который год подряд доходы бюджета (причем речь идет в первую очередь о нефтегазовых доходах) растут совершенно диковинными темпами. В прошлом году они выросли примерно на 1,5 трлн рублей, это довольно большая величина. Если экономика не растет, а инфляция снизилась, то возникает вопрос: почему? Причем таких лет было не один, несколько подряд. Есть и другие показатели.

В общем, думаю, статистика будет правиться. Сейчас можем просто констатировать, что ряд факторов указывает на недооценку экономического роста в 2019 году.

Теперь зададимся вопросом, чего же можно ожидать в 2020 году. Я уже говорил об активности министерства финансов по покупке валюты и внешнем балансе. Импорт со второго полугодия 2019 года начал расти, причем в 4-м квартале он рос темпами около 10%. Думаю, что эта динамика сохранится как минимум месяцев девять (далее она несколько затормозится из-за эффекта базы). Кстати, раз импорт так растет, это значит, что потребление не такое уж низкое. И низкая инфляция рано или поздно приведет к тому, что реальные объемы потребления будут выглядеть вполне радужно, сравнительно с данными, которые публиковались год назад.

Предполагая, что цена нефти далеко вверх не улетит, а сохранится примерно на нынешних уровнях, логично предположить, что динамика экспорта существенно не поменяется. В то же время импорт подтянется, повысится. Это еще один фактор, который сожмет профицит счета текущих операций.

А если мы говорим, что в 2020 году продолжится какой-то экономический рост, то репатриация прибыли не умень-

шится, а это довольно существенная величина.

Минфин, напомню, потратил на покупку валюты 3,5 трлн рублей, это означает, что на рынке было куплено 54–55 млрд долларов. То есть, минфин скупил три четверти счета текущих операций. И если в этом году счет текущих операций сократится (а планы минфина, в соответствии с бюджетным правилом, остаются примерно такими же), то возникает вопрос: что будет происходить, когда счета текущих операций может не хватить? Особенно если случится какой-то внешний шок: начнется рецессия, появятся какие-то новые, уже не коронарные, вирусы и так далее. Тогда вполне возможно, что прежнего притока средств на российский облигационный рынок мы уже не увидим. При этом, поскольку в прошлом году на него приходило много денег, то в этом году он уже не будет по-прежнему привлекательным. (Кстати, приток капитала в облигации помог министерству финансов в скупке валюты, и рубль при этом даже не ослаб, а укрепился). Так вот, в условиях непритока капитала, в условиях дальнейшего сжатия платежного баланса из-за роста импорта — мы можем увидеть на денежном рынке некие коллизии. Минфину придется, например, приостанавливать покупку валюты согласно бюджетному правилу.

За этими процессами будет интересно понаблюдать. Но пока рано их прогнозировать с точностью до месяца. На этом пока остановлюсь, пожалуй.

Максим Ачкасов. Мой основной сценарий для мировой экономики — отсутствие рецессии, но также отсутствие какого-либо экономического роста.

Неопределенность. При этом риски рецессии все же остаются существенными. Замечу, что рисков рецессии в российской экономике на ближайшие 12 месяцев я не вижу. Возвращаясь к факторам, которые будут влиять на мировую экономику и фондовые рынки в 2020 году, нужно еще раз отметить следующее.

1) Ликвидность — впервые после кризиса 2008 года три ведущих центральных банка мира будут одновременно печатать деньги и вливать в рынки ликвидность: ФРС США сейчас тратит на покупку гособлигаций около 60 млрд долларов в месяц, ЕЦБ — около 20 млрд евро, Центральный банк Японии — около 1,7 триллиона йен. Это беспрецедентные вливания, которые, по моим ощущениям, поддержат рынки в ближайшие 6–12 месяцев. В результате этих действий регуляторам удастся стабилизировать экономический рост.

2) Политический популизм — сегодня мы наблюдаем популистские решения и действия, направленные на увеличение влияния государства и снижение влияния частного сектора на фондовые рынки по всему миру. Это — новый тренд. Здесь должен снять шляпу перед Евгением Евгеньевичем Гавриленковым: он начал говорить об этом первым, еще в августе 2019 года, на круглом столе, который проводила Московская биржа. Тогда я отнесся к этим оценкам Евгения Евгеньевича немного скептически. А теперь ясно вижу, что это четкий тренд, который будет оказывать влияние на фондовые рынки, возможно, в течение даже нескольких ближайших лет. Основной риск я вижу в том, что в модели госкапитализма, к которой движутся основные страны, инвестиционные решения будут основываться на том, что будет делать правительство или центральный банк. В таких условиях интересы рыночной экономики и фондовых рынков становятся вторичными. В свою очередь это несет очень большие риски для фондовых рынков, за ним нужно внимательно наблюдать.

3) Снижение стоимости капитала. Моя логика инвестора-практика развивается следующим образом: когда я вижу сочетание: а) растущего долга; б) избытка капитала на рынках; в) неограниченного печатания денег; г) присутствие рычага в финансовой системе; д) неограниченные государственные

траты в ведущих странах мира — это говорит мне, что процентные ставки будут низкими в течение продолжительного периода времени и стоимость капитала будет падать. Соответственно, то доходность основных классов активов тоже будет продолжать снижаться. Последний комментарий — относительно нулевых, фактически, ставок. По моему мнению, деньги не должны быть бесплатными. Но сегодня они во многих местах фактически стали бесплатными. В Дании, например, ведущие банки выдают 20-летнюю ипотеку под нулевые ставки. Ситуация в ЕС такова, что любая компания, имеющая хороший кредитный рейтинг, может получить доступ к бесплатным фактически ресурсам. Это приводит к дисбалансу финансовой системы. К появлению пузырей в разных классах финансовых активов.

Что касается российского рынка акций, то я считаю, что здесь нужно помнить следующее. Когда рынок идет вверх два года подряд, то третий год обычно бывает либо слабым, либо показывает отрицательную доходность. Этот тренд четко наблюдался на российском рынке последние 20 лет. С другой стороны, не вижу в 2020 году каких-то сильных рисков для российского рынка акций. Хотя не вижу и серьезных драйверов. Отечественный рынок акций поддержат несколько факторов: во-первых, ожидание понижения ставок в США (сейчас рынок ожидает продолжения понижения ставок в 2021 году); во-вторых, возможное ослабление курса доллара (если доллар ослабнет, то это очень мощно поддержит и российский рынок, и вообще развивающиеся рынки); и в-третьих, наш рынок поддерживает ликвидность, которая продолжает возвращаться, высокая дивидендная доходность российского рынка акций и стабильность российской экономики.

Россия, похоже, находится в достаточно выгодном состоянии сравнительно с западными рынками.

Ирина Слюсарева. То есть, все прогнозы присутствующих экспертов относительно перспектив отечественной экономики — благоприятны?

Евгений Гавриленков. Кризисы, которые когда-либо случались, мне кажется, крайне редко предсказывались заранее. (*Общий смех*). Но они тем не менее случались. И каждый раз были разными.

Ирина Слюсарева. Ждем лилового лебедя.

Евгений Гавриленков. Его тоже. А также красного дракона, зеленого змия и других диковинных зверушек. Но то, что рынки перегреты, очевидно. Это медицинский факт. Доходность по 10-летним бумагам Греции, к примеру, опустилась до уровня 1,1%. И это, несмотря на то, что долг страны составляет примерно 170% ВВП. Как известно, Греция не отличается особой политической стабильностью, социальные протесты там не исключены. Это ведь аномалия: такая доходность по таким бумагам.

Если смотреть на глобальный фондовый рынок, то там индексы тоже в целом выросли, однако не так, как в случае российского рынка. Смотреть только лишь на американский рынок в контексте обсуждения его роста и его связей лишь с динамикой экономики США не очень корректно — ведь он являет собой квинтэссенцию мировых (не только страновых) доходов, на нем представлены компании, которые работают и получают прибыль по всему миру. Кроме того, в результате происходящей во всем мире закачки ликвидности, в конечном счете вся она течет, в общем-то, на американские рынки. Потому что в Европе доходность ниже. Если занимать в Европе по супернизким ставкам и покупать те же трежерис, то инвестор несет только курсовой риск. Причем в условиях высокой ликвидности трежерис всегда можно продать. Зависимость американской экономики (у которой дефицит счета текущих операций гораздо выше, чем темпы роста) от этого притока капитала растет. В такой системе

что-то когда-то должно сломаться. Но вот когда именно, предугадать сложно.

Однако, всегда надо иметь в виду, что архимягкая мировая денежно-кредитная политика означает поддержку неэффективных бизнесов.

Я отслеживаю (не периодически, а индикативно), что происходит со сланцевыми компаниями, как меняется их долг. Долг этот растет, он не снижается. И если по каким-либо причинам случится либо снижение цены нефти, либо ставки пойдут вверх, то вполне возможно, что этот сегмент экономики станет чувствовать себя не слишком хорошо. Не говоря про многие другие производства, в том числе российские.

Впрочем, российская ситуация не похожа на мировую, поскольку ставки в нашей финансовой системе высокие. Даже сравнительно невысокая ключевая ставка 6,25% для населения транслируется в двухзначные значения ставок по потребительским кредитам, а для других заемщиков — в значения, близкие к двухзначным (8–9% и до 10%). При снижающихся темпах инфляции и невысоких темпах роста это тоже не очень устойчивая ситуация.

Подытоживая эту часть нашего обсуждения, можно сделать вывод, что неэффективность растет в очень многих сегментах. Это нарастание маскируется дешевой ликвидностью (в России — интервенциями Минфина на валютном рынке, в частности). В итоге, если посмотреть на пять или двадцать крупнейших российских банков, аккумулирующих соответственно более 60% и 80% совокупных активов банковской системы, то денег им девать некуда. Но достойных объектов для инвестирования не так уж много.

Все это говорит о том, что возникли громадные перекосы, которые должны быть как-то устранены.

Максим Ачкасов. Можно сделать одну ремарку? В мировой финансовой системе развились очень нездоровые тенденции: были нарушены правила игры. Удерживая экономический рост



любыми способами, центральные банки предотвращали естественные кризисы в мировой экономике. Создавались препятствия в оздоровлении экономики с помощью банкротств слабых компаний в моменты кризисов. Плохие, некачественные компании вместо банкротства получали доступ к дешёвому финансированию и продолжали функционировать. Таким образом, был остановлен естественный процесс экономического оздоровления, который всегда происходит во время экономического кризиса.

Евгений Гавриленков. Что в результате происходит. Политика денежного популизма, которая (в той или иной форме) длится уже около десяти лет, в итоге приводит к популизму политическому. Наглядный пример — Бразилия, например, которую в контексте разговора о популизме в Латинской Америке я не упомянул по чистому упущению. Однако, этот пример весьма красноречив. В начале 2019 года выборы в Бразилии, как известно, выиграл новый президент Жаир Болсонару, мало кому известный три-четыре года назад. Во время предвыборной компании он обещал фермерам расширить доступ к землям, увеличить масштабы вырубки лесов с тем, чтобы увеличить площадь земель сельскохозяйственного назначения (пашни, выпасы и так далее). И вырубка амазонской сельвы действительно началась, причем в таких масштабах, что в определенные месяцы за минуту в целом по стране вырубалась площадь, равная футбольному полю. Довольно быстро мир увидел, к чему привел этот процесс. При этом, как мы помним, лесные резерваты атлантического побережья и ряд иных бразильских ландшафтов входят в список объектов всемирного наследия ЮНЕСКО. Кроме того, территории очищались не только вырубанием леса, но и его выжиганием. Это привело к страшным пожарам, которые длились неделями и происходили в таких масштабах, что в некоторых штатах пришлось объявлять чрезвычайное положение. Значительная

часть пожаров произошла в тропических лесах Амазонки. Вот крайний пример популизма в конкретной стране.

Но в целом популизм присутствует, в той или иной форме, на всех континентах. Это к вопросу о лебедях, прилетающих внезапно и несущих неприятные неожиданности, вне зависимости от того, в какой цвет окрашено их оперение.

В контексте вероятности прилета таких птичек хотелось бы указать на важность еще одной темы. При поверхностном взгляде эта тема не связана с обсуждаемыми вопросами напрямую, но на самом деле принципиально важна. Следует отдавать отчет, что мы в принципе не имеем надежного знания относительно процессов, происходящих в экономике. Конечно, Россия — особый случай, в отечественной статистике достаточно много внутренних противоречий и погрешностей. Отчасти это связано с тем, что рабочие мощности Росстата ограничены его финансовыми ресурсами, которые весьма скромны. Но масштаб проблемы значителен, погрешности можно обнаружить даже в опубликованных данных по промышленности. Например, публикуются цифры год к году, параллельно Росстат публикует также цифры месяц к месяцу. Так вот, если мы на основе данных о росте из рубрики «месяц к месяцу» посчитаем годовые показатели, то итоговая цифра не всегда будет гарантированно равна цифре за тот же самый год из рубрики «год к году», между ними может быть большое расхождение. Для данных за 2019 год такой эффект, в частности, пока наблюдается в случае добывающей промышленности. Потом это расхождение будет поправлено, но инвестиционные решения — то на основе этих данных каким-то экономическим агентам (да и не только им) приходится принимать именно сейчас, а не тогда, когда статистика будет поправлена.

Однако дело далеко не в особенностях работы Росстата, проблема шире. Значительно шире. Проблема заключается в том, что в мире такое тоже происходит. И в ощутимых масштабах.

Очень сложно, например, надежно оценивать инфляцию. Дело не в методах точной оценки стоимости товаров, входящих в пресловутую потребительскую корзину. А в том, что в современном мире стали, например, в большом количестве появляться сервисы нового типа, за которые потребитель вроде бы не платит. Поэтому они не могут быть оценены, и, соответственно, включены в ту самую корзину. Скажем, появились такие бесплатные сервисы, как программы-мессенджеры, системы интернет-бронирования жилья, онлайн-просмотра фильмов и так далее. Эта тема с недавних пор начала достаточно широко обсуждаться, осенью прошлого года несколько заметок на эту тему опубликовал журнал «The Economist». Потребитель получает подавляющее большинство этих сервисов через сеть Интернет. Он, конечно, платит за доступ к интернету, но не платит (как бы) за сами сервисы — не платит, например, сайту Booking.com за услугу бронирования отеля в Риме, или сайту Arnbnb за услугу бронирования квартиры в Барнауле, или тому же сайту Алиэксспресс за то, что получил возможность выбирать товар, рассматривая предложения десятков, а то и сотен производителей. И вот мы бесплатно бронируем жилье в любой точке мира через различные сервисы букинга, звоним в другой город через программу WhatsApp, что-то на этом выигрываем. Это удобно и вроде бы ничего не стоит.

Но в какой-то момент возникает вопрос: а так ли уж правильно, что мы не платим за эти услуги? В смысле, правильно ли, что они не входят в индекс инфляции? Ведь кто-то все равно их произвел. Кто-то договаривался с отелем, с владельцем жилья, обменивался информацией, осуществлял юридическую проработку, поддерживал соответствующее программное обеспечение, платил за офис, оборудование и так далее. Соответственно, кто-то за все это все-таки заплатил, но кто? Вот это достаточно сложно выяснить. С целью

получить ответ на этот неочевидный вопрос предпринимались попытки опроса, к примеру, людей спрашивали: сколько бы вы заплатили за конкретную услугу, будь она платной. Ответы от респондентов были, но никаких методик пока не получено.

Однако вывод сделать уже можно. И он таков: мы не имеем надежного знания (в том числе, статистического) относительно процессов, которые происходят в мире. В том числе, процессов экономических, финансовых.

А решения те же финансовые регуляторы вынуждены принимать здесь и сейчас. На основе имеющейся информации. Неверной, неточной, искаженной информации. Это — еще один лебедь случайности, неважно, какого цвета. **Максим Ачкасов.** Хотел бы дополнить эту мысль цифрами. Один из трендов последнего времени — скрытая инфляция. Потребитель привык, например, что он платит конкретную сумму N за конкретный товар, подразумевается, что один и тот же. При этом фактически сам товар на протяжении определенного времени меняется: либо в объеме, либо в качестве. Например, последние лет десять я покупаю в магазине сети «Азбука вкуса» мюсли, к которым привык. Изначально платил, условно, 100 рублей за пачку весом 250 граммов. Сейчас плачу те же самые 100 рублей, но уже за пачку весом 100 граммов. Деньги те же, но, количество другое.

Другой пример, уже про качество, нам дает производство автомобилей. Деньги те же, но ведь качество гораздо ниже.

Это и есть скрытая инфляция. Это явление мало обсуждают, регуляторы о нем стараются не говорить, уловить его достаточно трудно. Но оно существует и оказывает существенное влияние на потребление и на экономический рост. **Евгений Гавриленков.** Если продолжить эти рассуждения, то видим, что качество многих товаров снижается. Эмпирически любому взрослому человеку известно, что условный советский

холодильник «ЗИЛ» работал бы 30, а то и 50 лет без особых проблем и был бы очень ремонтпригоден, а новый холодильник (даже известного западного производителя) будет работать, очень вероятно, 4–5 лет, примерно в пределах срока гарантии. И ремонтировать его не имеет экономического смысла.

Это означает рост той же самой неэффективности, только в иной форме. Это означает наличие избыточного, вмененного потребления. А также и наличие избыточного и неэффективного производства. Наличие нагрузки на систему мирового океана, на окружающую среду в целом. Пластик в желудке кита — еще один признак все того же экономического популизма. Экономический популизм связан с популизмом политическим. А популизм, в свою очередь, возникает вследствие того, что значительная часть людей отвыкает от ответственности, от необходимости продумывать свои решения и связывать их с реальностью. Полмира ходит лицом в экран смартфона, не глядя по сторонам. На экране написано, что голосовать надо за такого-то кандидата, поскольку он говорит и обещает приятные вещи, — значит, за него и проголосуем.

Максим Ачкасов. Да что говорить о простом обывателе. Многие управляющие крупных фондов, управляющие громадными объемами активов, принципиально не читают тексты, объем которых превышает страницу. Им приходится экономический обзор на 100 страниц — дальше первой страницы почти никто не продвигается.

Ирина Слюсарева. Максим уже говорил здесь о том, что в мировой финансовой системе развились нездоровые тенденции: неэффективные компании в кризис уже не уходили с рынка, а получали доступ к дешевым кредитным ресурсам и продолжали функционировать. Таким образом, был остановлен правильный процесс экономического оздоровления через экономический кризис, когда слабые умирали. Получается, что раньше

кризис проходил в острой форме, а теперь он размазан. Но зато все живы. Нет ли в таком положении вещей некоторых плюсов?

Евгений Гавриленков. Такая модель могла бы работать при условии неограниченности ресурсов.

Но ресурсы — ограничены. Вот в чем и дело. Популизм привел к загрязнению всего и вся. К замусориванию пространства жизненного и пространства информационного (отчасти даже ментального). Нужна серьезная психологическая устойчивость для того, чтобы справляться с идущими отовсюду потоками информационного спама. Пластик в желудке кита — не только символ, но и реальность. Самая что ни на есть реальная. Причем мусор не только в желудках. И не только китов.

Максим Ачкасов. Я бы суммировал этот разговор такой фразой. В последние года три мы столкнулись с тем, что у центральных банков не получается нормализовать экономический цикл. Они стараются, всеми силами пытаются нормализовать. Но у них не получается. **Евгений Гавриленков.** Причем, как уже сказано, даже оценить, что именно происходит, довольно сложно.

В мире вырос долг, во всех сегментах. Это признак неэффективности. Жизнь в долг возможна только, когда ставки низкие. Если ставки двинутся вверх, что-то неизбежно начнет происходить. Сыпаться. А двинутся они могут по любым причинам.

Причем в российской экономике, хотя проблемы долга у нее вроде бы особо нет, говорить об эффективности тоже не приходится. Потому что особого роста экономики нет. Мы на протяжении уже 12 лет растем темпами существенно ниже мировых. Мировая экономика росла, грубо говоря, темпами около 3,5%. Россия за этот период росла в среднем на 1–1,2% в год. Это не свидетельствует об эффективности. Не буду даже касаться регуляторной среды, оценок уровня коррупции. Можно к этим индикаторам

по-разному относиться, важна динамика анализируемых процессов: по ряду показателей она ухудшилась.

Но посмотрим на другие вещи. Обсуждая макроэкономические параметры мировой экономики, мы говорили о концентрации активов и ресурсов: богатые богатеют, бедные становятся беднее. В России происходит то же самое. Уже говорилось о возникновении двухслойной экономики — это тоже признак неэффективности. По форме она иная. Угрозы для российской экономики — иные, мы не так зависим от движения процентных ставок, еще имеется потенциал для наращивания долга. Но потребительский долг, что с ним ни делай, все равно составляет сейчас порядка 15–16% ВВП. У части населения здесь срабатывает психологический барьер. Многие понимают, что если зарплата растет темпом, условно, 8% в год, то занимать по ставке 13% не вполне разумно. Однако, другая часть населения по тем или иным причинам хочет (или вынуждена) обращаться к кредиторам, причем по абсурдно высоким реальным ставкам. В итоге высокой долговой нагрузки бедные становятся беднее, а богатые — богаче, и вклад финансового сектора в рост экономики в целом оказывается не таким, каким он мог бы быть.

Хотя нынешняя ситуация в России по части долговой нагрузки на население, конечно, лучше того, что было в 2012–2013 годах.

Возможно, будет происходить коррекция российской макроэкономической политики, от защитной и накопительской стратегии — в сторону более проактивной. У нового правительства есть потенциал для такого поворота: от стабильности к развитию. Там появилось довольно много людей, которые реализовывали серьезные проекты и добивались успеха.

Думаю, что в текущем году рост российской экономики будет несколько выше. И, как я уже упоминал, прошлогодняя статистика тоже вызывает много

вопросов: возможно, в 2019 году реальный рост тоже был несколько выше того, что представлялось статистикой. Есть стойкое ощущение, что все-таки не было такого значительного спада в ритейле, что выше была динамика производства, еще ряд признаков того же рода. Но статистика всегда поправляется.

Суммируя, можем сказать: да, в России тоже есть набор «неэффективностей», но их меньше. Россия еще не накопила масштабного долга, мы еще не так сильно залезли в потребление будущих поколений. Россия в этом плане менее уязвима, у нее есть пространство для маневра, для понижения ставок. Есть макроэкономические рычаги для исправления ситуации, которыми множество стран уже не располагает. И можно ожидать лучших результатов.

Максим Ачкасов. Соглашусь. В результате осторожной и мудрой политики Банка России российская экономика более устойчива к внешним шокам.

Евгений Гавриленков. Я бы добавил для характеристики этой устойчивости, что сейчас российский общий внешний долг (с учетом рублевой части государственного долга, а также корпоративного долга перед прямыми инвесторами, то есть, компаниями, которые работают в России) ниже объема золотовалютных резервов. Стран с такой позицией — единицы.

Максим Ачкасов. Кроме того, Россия среди всех развивающихся рынков находится на последнем месте по объему внешних заимствований. Это тоже является защитой от внешних шоков.

Ирина Слюсарева. Думаю, этими соображениями имеет смысл завершить наше обсуждение. Огромное спасибо. Было интересно, концептуально и неожиданно. Впрочем, при таком составе экспертов к обсуждениям высокой плотности и качества почти можно привыкнуть. Хотя на самом деле — нет. Спасибо уважаемым участникам за то, что нашли время для разговора. ■



Саморегулирование

Банк России начал обсуждение сложившегося на российском финансовом рынке формата саморегулирования. НАУФОР предлагает свое видение вопроса

Саморегулирование на современном российском финансовом рынке появилось почти одновременно с самим рынком: положения о саморегулировании содержались еще в первой редакции Федерального закона «О рынке ценных бумаг» (1996 год).

Переформатирование этого механизма произошло в 2016 году, с момента вступления в силу Закона № 223-ФЗ. В ноябре 2019 года Банк России обобщил накопленный опыт в консультативном докладе и предложил профессиональному и экспертному сообществу обсудить дальнейшие перспективы развития института саморегулирования на финансовом рынке.

Национальная ассоциация участников фондового рынка считает своевременным и актуальным начало дискуссии о развитии института саморегулирования на российском финансовом рынке и предлагает свои варианты ответа на вопросы, поставленные в консультативном докладе.

Вопросы доклада ЦБ «Модель СРО на российском финансовом рынке и эффективность их дея-

тельности» выделены жирным шрифтом, каждый вопрос сопровождается комментарием НАУФОР.

Вопросы по главе 2

1. Согласны ли вы с приведенной оценкой ресурсной обеспеченности российских СРО и выводом о наличии рисков в связи с зависимостью СРО от взносов своих членов? Требуется ли СРО укреплять свою финансовую устойчивость, диверсифицировать источники финансирования и снижать финансовую зависимость от членских взносов?

Оценка ресурсной обеспеченности СРО, данная в Докладе, в целом правильна. Но зависимость СРО от финансирования членов, на наш взгляд, не является недостатком. СРО заинтересованы в развитии финансовой индустрии. Членские взносы являются одним из факторов, отражающих такую заинтересованность — увеличение масштабов индустрии означает расширение круга членов СРО (а значит, финансирования). Одновременно, готовность индустрии

финансировать СРО свидетельствует об оценке саморегулирования с точки зрения соотношения расходов и эффективности. Наоборот, если бюджет СРО формируется в основном за счет иных источников, это делает СРО более независимой от своих членов, лишает их влияния на деятельность организации, нарушает ее мотивацию как саморегулируемой организации, смещает фокус ее деятельности с саморегулирования на другие аспекты.

Мы согласны, что у СРО должны быть дополнительные источники дохода, однако важно, чтобы круг таких источников не противоречил ее основным функциям.

2. Насколько эффективно осуществляется регуляторная функция СРО и ведется разработка базовых стандартов?

Базовые стандарты — один из специфических приемов и достоинств российской модели саморегулирования, который позволяет не только избежать регуляторного арбитража при множественности СРО в отношении одного вида деятельности, но и согласовать регулирование с Банком России, а также является способом разграничения сфер регулирования Банка России и СРО. Мы высоко оцениваем эффективность разработки базовых стандартов. В настоящее время в сфере осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг

утверждены базовые стандарты совершения операций брокерами, управляющими, депозитариями, инвестиционными советниками, а также базовые стандарты защиты прав инвесторов.

Внутренние стандарты разрабатываются по инициативе СРО при наличии необходимости регулирования отношений, не регламентированных нормативными актами Банка России и базовыми стандартами. В течение 2015-2016 годов НАУФОР были приняты 7 внутренних стандартов, многие из которых впоследствии стали основой для базовых стандартов (в настоящее время действуют 4 из 7 ранее утвержденных стандартов, другие были отменены по причине принятия нормативных актов Банка России и базовых стандартов, регулирующих те же отношения). В 2019 году НАУФОР были утверждены Стандарты деятельности управляющих компаний и Стандарты, устанавливающие порядок определения стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда и стоимости инвестиционного пая (новая редакция), а также Стандарт, устанавливающий требования к взаимодействию с физическими лицами при предложении финансовых инструментов.

3. В чем, по вашему мнению, проявляются недостатки контрольного и дисциплинарного механизмов СРО и какова причина этих недостатков?

В законе отсутствует четкие границы надзора СРО. Относительно ясны они в отношении профессиональных участников рынка ценных бумаг — в соответствии с полученным разъяснением Департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка Банка России, предметом надзора СРО является соблюдение базовых стандартов и внутренних стандартов, а надзор за соблюдением нормативных актов является прерогативой Банка России. В случае выявления СРО (при осуществлении надзора за соблюдением стандартов) нарушения требований нормативных актов, СРО сообщает в Банк России о признаках таких нарушений. В целом такой подход представляется правильным и в основном решающим задачу разграничения контрольной юрисдикции Банка России и СРО, как с точки зрения смысла саморегулирования, так и с точки зрения имеющихся у СРО ресурсов. К сожалению, разграничение объектов надзора между СРО и Банком России остается неясным в сфере других видов деятельности на финансовом рынке и требует дополнительных разъяснений.

Представляется, что в настоящее время большинство СРО располагает ресурсами для контроля базовых и внутренних стандартов, действующих в настоящее время и планируемых к утверждению.

4. Согласны ли вы с тем, что СРО в ряде случаев подходят к проведению проверок своих членов формально? Согласны ли вы с обозначенными в настоящем докладе причинами формального подхода СРО к проверкам?

НАУФОР не свойственен формальный подход к проверкам своих членов. В 2018 году НАУФОР провела 102 проверки своих членов (из которых 86 плановых, 16 внеплановых), по их результатам у 24 организаций были выявлены нарушения базовых и внутренних стандартов, в деятельности 9 организаций были обнаружены признаки нарушения законодательства и нормативных актов Банка России. В первые три квартала 2019 года НАУФОР провела 57 проверок (48 плановых и 9 внеплановых), в результате которых были выявлены нарушения стандартов у 16 организаций и признаки нарушения законодательства у 2 организаций. До конца текущего года ожидается проведение проверок еще в отношении 24 членов НАУФОР.

5. Какой принцип формирования дисциплинарного органа СРО, на ваш взгляд, является оптимальным (профессиональный, экспертный или смешанный)? Следует ли вводить нормативные требования к комплектованию дисциплинарного органа СРО?

В НАУФОР применяется смешанный подход при формировании дисциплинарного органа — в Дисциплинарный комитет включены руководящие сотрудники НАУФОР, а также представители индустрии. Действующие в НАУФОР правила допускают отвод членов Дисциплинарного комитета по инициативе финансовой организации, чье нарушение рассматривается. Мы считаем этот подход оптимальным — гибким, позволяющим дополнить компетенцию сотрудников НАУФОР компетенцией специалистов индустрии, привлечь представителей индустрии к осуществлению дисциплинарной функции, а также, благодаря возможности отвода, позволяющим

избежать конфликта интересов и раскрытия информации конкурирующим организациям.

Поскольку сегменты финансового рынка в настоящее время сильно отличаются как по количеству участников, так и по степени доверия и взаимодействия между ними, по профессионализму сотрудников СРО, считаем правильным сохранить действующий подход, позволяющий представителям различных сегментов финансового рынка право самостоятельно выбрать наиболее приемлемый для себя способ формирования дисциплинарного органа СРО. Введение нормативных требований к комплектованию дисциплинарного органа СРО считаем нецелесообразным.

6. Позволяет ли существующий дисциплинарный механизм СРО обеспечить баланс интересов потребителей и финансовых организаций, предотвращать серьезные нарушения на российском финансовом рынке? Применяют ли СРО меры воздействия к своим членам за проступки, которые создают существенный риск нарушения прав потребителей, либо же санкции применяются главным образом за нарушения технических правил?

Саморегулирование, то есть самостоятельное определение индустрией правил поведения и самостоятельный контроль за их соблюдением, основано на стремлении индустрии обеспечить эффективное ведение деятельности в долгосрочной перспективе и, таким образом, на защите интересов клиентов как условия сохранения доверия к индустрии. Этот мотив отражается и на дисциплинарном механизме саморегулирования как способе предотвратить нарушения прав потребителей финансовых услуг, подрывающие доверие к индустрии в целом.

Предусмотренный Законом о СРО механизм применения мер воздействия за допущенные нарушения является гибким и позволяет варьировать меры воздействия в зависимости от тяже-

сти нарушения и иных обстоятельств (как смягчающих, так и отягчающих). В практике работы Дисциплинарного комитета НАУФОР такие меры воздействия, как замечание или предупреждение, выносятся за малозначительные нарушения, носящие, как правило, технический характер. Ответственность в виде штрафа или исключения из ассоциации применяется за серьезные нарушения, затрагивающие интересы клиентов или способные негативно сказаться на репутации финансовой индустрии.

7. Чем, на ваш взгляд, обусловлены достаточно низкие суммы штрафов российских СРО по сравнению с зарубежными? Может ли размер штрафов быть повышен?

Применяемый в настоящее время НАУФОР механизм проведения проверок носит консультативный характер: акцент делается не только на выявлении нарушений, но и на оказании содействия в их устранении, желательно до окончания проверки. Такой характер надзора, возможно, является достоинством надзора СРО. В любом случае, именно такой характер надзора пользуется в настоящее время спросом со стороны членов СРО. Понятно, что для такого надзора не характерны высокие штрафы: добровольное и оперативное устранение нарушений рассматривается в качестве обстоятельства, смягчающего вину или освобождающего от ответственности. В том случае, когда проверка осуществляется на основании жалобы клиента, оперативное урегулирование конфликтной ситуации и восстановление нарушенных прав и интересов инвестора также представляются более важной целью, чем наказание и увеличение дохода СРО от поступающих штрафов.

Вместе с тем, в том случае, когда нарушение носит грубый характер или организация уклоняется от оперативного и добровольного устранения нарушений, к ней применяются более серьезные меры воздействия (повы-

шенные размеры штрафов или исключения из ассоциации).

Попутно стоит отметить, что в случае множественности СРО в индустрии, фактором, влияющим на выбор мягких форм наказания, может являться риск перехода организации в другую СРО.

В настоящее время минимально и максимально возможные размеры штрафов определяются СРО самостоятельно (в НАУФОР размер штрафа составляет от 10 до 200 тысяч рублей). Регламентация размеров штрафов со стороны Банка России (как в форме введения нормативных требований, так и в форме рекомендаций) представляется нецелесообразной, поскольку разные сегменты финансового рынка по-разному толерантны к размеру имущественной ответственности за допущенные ошибки. Выше были приведены мотивы СРО при выборе меры наказания, которыми они будут руководствоваться независимо от регламентации штрафов Банком России. Таким образом, установление размеров штрафов самими СРО наилучшим образом отражает баланс между сильной для индустрии ответственностью, доверием к СРО, а также важностью ее надзора для индустрии.

Вопросы по разделу 3.1

1. Согласны ли вы с предложенным видением роли СРО в системе регулирования российского финансового рынка и распределения регуляторных функций между СРО и Банком России?

Мы в целом согласны с предложенным описанием роли СРО в процессе регулирования и надзора. Наделение СРО функциями по установлению правил поведения (дополняющих требования нормативных актов Банка России более адаптивными и гибкими техниками регулирования) позволяет быстро, гибко и в целом более эффективно реагировать на развитие технологий и закреплять лучшие рыночные

практики в качестве образцов поведения.

Осуществление СРО контроля исполнения установленных правил поведения позволяет эффективно выявлять и устранять допущенные нарушения. В настоящее время развиваются элементы проактивного надзора. Помимо плановых проверок, которые позволяют выявлять существенные ошибки в организации компаниями взаимодействия с потребителями их услуг, создающей риски нарушения их прав и интересов, вводятся процедуры «контрольных закупок».

Другим элементом проактивного контроля со стороны СРО инвестиционных советников является аккредитация программ автоконсультирования и автоследования, которая позволяет проверить корректность работы соответствующих программ и вносимых в них существенных изменений до момента предложения инвесторам. В будущем, элементами проактивного контроля СРО могли бы стать регистрация правил паевых инвестиционных фондов, оценка степени риска структурных продуктов.

2. Какие аспекты роли СРО в системе регулирования финансового рынка, по вашему мнению, были упущены в приведенном описании?

Основные аспекты роли СРО в системе регулирования финансового рынка отражены верно.

Вопросы по разделу 3.2

1. Целесообразно ли изменение существующей модели СРО НФО, в частности, с целью приближения такой модели к модели независимых СРО, существующей в США и Канаде?

Модель независимых СРО, предполагающая концептуальное отделение саморегулирования от функций представления и защиты своих членом, исторически сложилась в некоторых странах. Высокий уровень обособленности независимых СРО от своих

членов фактически делает их аналогом государственного регулятора, одновременно отдаляя от интересов индустрии. Внедрение модели независимых СРО на российском финансовом рынке, для которого характерна высокая интенсивность регулирования и правоприменения со стороны государственного регулятора, по нашему мнению, является нецелесообразным.

2. Согласны ли вы с предлагаемыми мерами в области корпоративного управления, предотвращения конфликтов интересов СРО? Согласны ли вы с тем, что в целях предотвращения конфликта интересов регулятору должно быть предоставлено право назначать руководителя СРО и (или) независимых членом коллегияльного органа управления СРО? Есть ли иные меры, которые, на ваш взгляд, могут быть предложены в целях предотвращения конфликтов интересов СРО, — например, запрет СРО осуществлять защиту и представление интересов своих членом?

Закон об СРО на финансовом рынке и нормативные акты Банка России устанавливают квалификационные требования и требования к деловой репутации руководителя СРО (статья 24 Закона, Указание Банка России от 25.01.2016 № 3945-У). Помимо этого, руководитель СРО проходит процедуру согласования с Банком России, регулятор также имеет право требовать замены руководителя СРО при возникновении оснований, повлекших его несоответствие установленным требованиям (ч.5 ст. 24 Закона) или в случае неисполнения в установленный срок предписания об устранении нарушений, выявленных в деятельности СРО (ч. 4 ст. 28 Закона). По нашему мнению, это является достаточным влиянием Банка России на формирование руководства СРО.

Непосредственное назначение руководителя СРО Банком России будет являться не только излишним, но и вредным, поскольку снизит влияние индустрии на СРО (соответственно,

заинтересованность индустрии в саморегулировании), исказит мотивы саморегулирования, сделав СРО агентом государственного регулятора, создаст внутренний конфликт.

Аналогично, нецелесообразно и усиление влияния Банка России на формирование постоянно действующего коллегиального органа управления СРО, в том числе назначение его независимых членом Банком России.

Увеличение числа независимых членом постоянно действующего коллегиального органа управления СРО также представляется излишним. В настоящее время закон предусматривает, что независимые члены должны составлять не менее одной пятой членом постоянно действующего коллегиального органа управления СРО. Это уже затрудняет на практике формирование представительного состава совета директоров для индустрии, делая его чрезмерно большим и тем самым нарушая работоспособность. Представляется, что обязательная доля независимых директоров в коллегиальном органе СРО может быть уменьшена.

3. Следует ли использовать меры регуляторного воздействия, чтобы обеспечить дальнейшее объединение как СРО одного вида НФО, так и СРО в различных секторах? Следует ли для этого изменить требование о минимальной доле участия финансовых организаций в СРО (в настоящее время — 26% от НФО соответствующего вида)? Необходимо ли, по вашему мнению, переходить к модели, в которой НФО одного вида могут входить только в одно СРО?

Что касается вопроса о множественности или единственности СРО в каждом секторе финансового рынка, то у обоих вариантов есть свои достоинства и недостатки.

С одной стороны, существующая сегодня в России модель (допускающая множественность СРО в каждом секторе) создает определенные препятствия для развития саморегули-

рования. Во-первых, конкуренция между СРО за членом не позволяет им повышать эффективность регулирования и контроля: СРО с более низкими требованиями и более низким качеством контроля в таких условиях может иметь преимущество над более добросовестной СРО. Во-вторых, множественность СРО затрудняет разработку внутренних стандартов, а также создает издержки, связанные с согласованием позиций, а разница в ресурсах и методах правоприменения сохраняет арбитраж качества в сфере осуществления контрольной функции СРО. В-третьих, наличие в секторе нескольких СРО приводит к снижению сумм членских взносов и общему недофинансированию СРО, в результате чего ресурсной обеспеченности СРО недостаточно для эффективного осуществления функций как регулирования, так и контроля. В-четвертых, разделение индустрии по разным СРО создает непропорциональное влияние определенных финансовых организаций и финансовых групп на отдельные СРО, которого они могли бы быть лишены в составе одного СРО.

Вместе с тем конкуренция между СРО имеет и свои достоинства: она создает предпосылки для более внимательного отношения каждой из существующих СРО к нуждам и запросам рынка, препятствует бюрократизации их работы, стимулирует поиск новых форматов взаимодействия с членами, подталкивает к более активному отстаиванию их интересов перед регулятором и другими государственными органами, позволяет участникам рынка оценивать качество работы разных СРО.

В этой связи представляется наиболее взвешенным следующий подход: регулятор не должен подталкивать участников рынка ни к искусственному объединению СРО, ни к искусственному созданию новых СРО, вместо этого следует предоставить им

возможность самостоятельно решать, какое количество СРО в каждом сегменте рынка оптимально для его участников (с учетом нормы закона о членстве в каждой СРО не менее 26% НФО соответствующего вида). При этом должна сохраняться разумная комбинация видов деятельности финансовых организаций, объединяемых в одной СРО, — она должна быть основана на функциональном подходе, то есть в зависимости от того, какие виды деятельности осуществляют компании. Так, ввиду принципиальных различий между банковской деятельностью, страховой деятельностью и деятельностью на рынке ценных бумаг СРО страховых организаций, а также СРО кредитных организаций (в случае их создания) не должны осуществлять функции СРО профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих фондами, СРО инфраструктуры и СРО НПФ.

4. Какие существуют пути повышения ресурсной обеспеченности СРО, помимо их консолидации? Насколько велики возможности расширения источников финансирования СРО за счет осуществления дополнительных функций и оказания дополнительных услуг? Какие дополнительные услуги могли бы оказывать СРО?

Дополнительные источники дохода СРО не должны вступать в противоречие с ее основными функциями. Мы считаем, что источниками финансирования СРО, которые не создают конфликта интересов и соответствуют миссии СРО, могут являться консультационные услуги, организация конференций и иных публичных и обучающих мероприятий, аккредитация программ автоконсультирования и автоследования (в настоящее время осуществляется бесплатно), а в дальнейшем — обучение и проведение экзаменов по специальности финансового рынка, регистрация правил паевых инвестиционных фондов, возможно, оценка степени риска струк-

турных продуктов и другие аналогичные функции.

Вместе с тем круг источников дополнительного дохода не очень широк, основным источником поступлений средств будут оставаться членские взносы.

5. Следует ли Банку России разработать методику для определения оптимальных финансовых и нефинансовых ресурсных требований к СРО в процессе их деятельности? Должна ли такая методика быть обязательной для СРО или она может иметь рекомендательный характер?

Разработка единой методики для определения оптимальных финансовых и нефинансовых ресурсных требований к СРО на разных сегментах финансового рынка, по нашему мнению, не представляется возможной. В зависимости от количества участников, объема их операций, величины клиентской базы в разных сегментах финансового рынка функции регулирования и контроля будут требовать разной интенсивности и, соответственно, разной ресурсной обеспеченности СРО.

Вопросы по разделу 3.3

1. Согласны ли вы с предложениями по совершенствованию контрольного и дисциплинарного механизмов СРО?

Мы поддерживаем предложенные в Докладе меры, направленные на совершенствование контрольных практик, а именно:

а) увеличение доли расходов на осуществление контроля и обеспечение более высокой квалификации членов контрольных органов;

б) запрет на привлечение к контрольным мероприятиям лиц, которые могут быть подвержены конфликту интересов (например, лиц, которые не входят в контрольный орган, но являются сотрудниками иных финансовых организаций);

в) использование при контроле риск-ориентированного подхода, при

котором наибольшие контрольные усилия направляются на финансовые организации и аспекты их деятельности, имеющие наибольший уровень риска для интересов потребителей, финансовой стабильности, надлежащего функционирования рынка.

Указанные меры уже реализованы в деятельности НАУФОР. Доля расходов НАУФОР на осуществление надзора составляет около 15 % от общей величины расходов. В настоящее время осуществляется программа по развитию надзора, которая состоит в увеличении числа и компетентности сотрудников центрального аппарата, участвующих в осуществлении надзора, после чего доля расходов НАУФОР на осуществление надзора вырастет на 40% (до 20% от общей суммы расходов). Кроме того, совершенствуются методы проверок, которые становятся преимущественно дистанционными, что увеличивает возможность проведения дополнительных проверок или их глубины. Контрольная функция НАУФОР осуществляется только сотрудниками НАУФОР, которые обладают достаточной компетенцией для надзора за соблюдением существующих стандартов. Сотрудники профильных подразделений НАУФОР (управление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, управление коллективных инвестиций, отдел инвестиционного консультирования) в необходимых случаях привлекаются к участию в проверках или консультируют участвующих в проверках сотрудников контрольного подразделения.

Тем не менее, закрепление вышеуказанных мер в виде рекомендаций Банка России будет способствовать повышению эффективности осуществления контрольных функций и выработки единых подходов для разных сегментов финансового рынка.

2. Какие еще меры, на ваш взгляд, могут быть предприняты для совершенствования данных механизмов?

Реализация вышеуказанных мер в практике осуществления контрольной функции, по нашему мнению, будет являться достаточным условием для повышения ее эффективности, в иных мерах нет необходимости.

3. Считаете ли вы необходимым совершенствование нормативных требований к контрольному механизму СРО? Какие дополнительные требования (например, по числу и квалификации сотрудников контрольного органа, числу проверок) могли бы быть установлены?

В настоящее время Закон об СРО на финансовом рынке (ст.14) устанавливает требования к периодичности проведения проверок:

а) плановая проверка каждого члена СРО проводится не реже одного раза в пять лет и не чаще одного раза в год;

б) периодичность проведения плановых проверок деятельности членов СРО определяется с учетом их системной и (или) социальной значимости.

Установление дополнительных требований к сотрудникам контрольного подразделения и порядку проведения проверок представляется нецелесообразным.

4. Считаете ли вы целесообразным повышение прозрачности дисциплинарного механизма СРО, раскрытие информации о жалобах потребителей, итогах их рассмотрения, выявленных нарушениях членов СРО и примененных к ним мерах воздействия? Существуют ли, на ваш взгляд, аргументы против раскрытия информации об определенных видах нарушений членов СРО, например, о нарушениях пруденциальных нормативов?

В настоящее время Закон об СРО на финансовом рынке (ст.13) устанавливает требование о раскрытии на сайте СРО в сети «Интернет» информации о датах и результатах проведенных СРО проверок деятельности своих членов, а также о мерах воздействия, примененных в отношении членов СРО.

Установления дополнительных требований к раскрытию информации о рассмотрении жалоб потребителей,

по нашему мнению, не требуется, так как для рассмотрения каждой жалобы назначается внеочередная проверка, результаты которой (в том числе в отношении мер воздействия) и так подлежат публикации. Контроль за соблюдением пруденциальных нормативов СРО в настоящее время не осуществляют.

Вместе с тем, представляется целесообразной периодическая публикация обзоров практики осуществления СРО контрольных функций. В них возможно бы было без упоминания конкретных финансовых организаций описывать позицию контрольного органа СРО по квалификации определенных действий в качестве нарушения, что позволило бы всем финансовым организациям самостоятельно скорректировать недостатки в своей деятельности. НАУФОР планирует начать публикацию обзоров практики осуществления СРО контрольных функций с 2020 года.

5. Считаете ли вы целесообразным введение СРО механизма «сделки с регулятором»?

Введение механизма «сделка с СРО» представляется преждевременным. Подобные сделки (с регулятором) используются в зарубежной практике в тех случаях, когда процесс доказывания нарушений, совершенных финансовой организацией, наиболее затруднителен, в том числе, когда речь идет о нарушении законодательства о противодействии недобросовестному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком. В России контрольная функция СРО должна быть сосредоточена на соблюдении базовых и внутренних стандартов, эта область не входит в соприкосновение с банковской, налоговой тайной или тайной связи. Как показывает практика, организации охотно представляют информацию, необходимую для принятия объективного и обоснованного решения по результатам проведения СРО проверок, в

связи с чем «сделка с СРО» (признание вины в обмен на смягчение наказания) не требуется.

Вопросы по разделу 3.4

1. Каким образом, по вашему мнению, целесообразно выстроить систему мер защиты прав потребителей услуг, оказываемых кредитными организациями:

а) посредством введения обязательного участия СРО с последующей разработкой СРО Базового стандарта защиты прав потребителей услуг кредитных организаций и осуществлением СРО контроля за его соблюдением своими членами;

б) через введение правил взаимодействия кредитных организаций и потребителей в законодательстве? (Вы можете указать иной подход, который представляется вам целесообразным).

Основными финансовыми продуктами (помимо кредитов и депозитов), продающимися через розничные каналы кредитных организаций, в настоящее время являются ценные бумаги, производные финансовые инструменты, в том числе связанные со страхованием (инвестиционное страхование жизни и иные формы), иные страховые продукты, услуги брокера и управляющего, услуги в области негосударственного пенсионного обеспечения. Производителями всех перечисленных услуг и предложений являются некредитные финансовые организации, уже состоящие в соответствующих СРО. По нашему мнению, наиболее эффективной формой регулирования процесса продаж является установление соответствующих требований в стандартах (базовых или внутренних) той индустрии, которая является производителем соответствующего продукта или услуги, с обязательным требованием включать в агентские договоры (в том числе с агентами – кредитными организациями) положения о необходимости соблюдения агентами указанных требований. Контроль за соблюдением установленных требований может осу-

ществляться путем проведения «контрольных закупок» или внеплановых проверок по поступающим жалобам потребителей. Некредитная финансовая организация — член соответствующей СРО будет способствовать получению необходимой информации и документов от своего агента — кредитной финансовой организации.

Вопрос о создании банковских СРО, по нашему мнению, должен решаться представителями банковской индустрии. В случае положительного решения данного вопроса, ввиду принципиальных различий между деятельностью кредитной организации и деятельностью на рынке ценных бумаг, необходимо предусмотреть, что указанные СРО не должны осуществлять функции СРО профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих фондами, СРО инфраструктуры и СРО НПФ.

2. Регулирование каких аспектов деятельности банков, помимо вопросов защиты потребителей банковских услуг, могло бы, по вашему мнению, осуществлять СРО банков?

Как и вопрос о создании банковских СРО, этот вопрос должен решаться представителями банковской индустрии.

3. Какой подход к регулированию деятельности финансовых организаций – страховых агентов, на ваш взгляд, целесообразнее:

а) введение специального членства страховых агентов в СРО страховых организаций;

б) введение правил распространения страховых продуктов СРО, в которые финансовые организации, распространяющие такие продукты, входят по предмету своей основной деятельности;

в) предоставление Банку России полномочий по регулированию и надзору за страховыми агентами?

Решение данного вопроса должно учитывать мнение индустрии страховых организаций и индустрии страховых агентов. В связи с этим представляется целесообразным проведение его широкого общественного обсуждения.

4. Считаете ли вы, что дополнительные меры защиты потребителей финансовых продуктов и услуг, распространение которых в настоящее время полностью или частично не регулируется:

- а) должны быть установлены СРО;
- б) должны быть установлены в законодательстве и нормативных актах Банка России;
- в) не требуются?

Поясните свой ответ.

Как отмечалось выше, меры по защите потребителей финансовых продуктов и услуг должны быть установлены в стандартах (базовых или внутренних) той индустрии, которая является производителем соответствующего продукта или услуги, с обязательным требованием включать в агентские договоры (в том числе с агентами – кредитными организациями) положения о необходимости соблюдения агентами указанных требований. Контроль за соблюдением установленных требований должен осуществляться путем проведения «контрольных закупок» или внеплановых проверок по поступающим жалобам потребителей. Некредитная финансовая организация — член соответствующей СРО будет способствовать получению необходимой информации и документов от своего агента — кредитной финансовой организации.

5. Какие полномочия по контролю за финансовыми организациями, помимо МФО и КПК целесообразно возложить на СРО?

Объектом контроля со стороны СРО должно являться соблюдение установленных правил взаимодействия финансовых организаций со своими клиентами, а также соблюдение иных базовых и внутренних стандартов. Возложение на СРО полномочий по контролю за иными сферами деятельности представляется преждевременным.

6. Считаете ли вы необходимым ввести для ключевых специалистов на финансовом рынке правила о членстве в СРО финансовых организаций либо отдельных СРО?

На каких специалистов, по вашему мнению, следует распространить указанные правила?

Введение требований о членстве ключевых специалистов на финансовом рынке в СРО финансовых организаций либо отдельных СРО нецелесообразно.

Вопросы по разделу 3.5

1. Какие меры по совершенствованию института саморегулирования на российском финансовом рынке, на ваш взгляд, наиболее целесообразно реализовать путем введения нормативных требований к СРО, а какие — путем публикации рекомендаций для СРО и отслеживания их соблюдения?

Основные предложения по развитию института саморегулирования на финансовом рынке были сформулированы выше, к ним относятся повышение ресурсной обеспеченности, а также увеличение эффективности функций регулирования и контроля СРО. Для реализации указанных мер, по нашему мнению, целесообразны следующие шаги:

1) Разграничение предмета регулирования и объектов надзора между Банком России и СРО путем подписания Меморандума о взаимодействии. При этом объектом надзора со стороны Банка России должно быть закреплено соблюдение законодательства и нормативных актов, установленных пруденциальных нормативов, а предметом контроля со стороны СРО — соблюдение базовых и внутренних стандартов. Должен также быть предусмотрен механизм обмена информацией между Банком России и СРО о выявлении возможных признаков нарушений, в том числе обмен информацией о жалобах потребителей финансовых услуг.

Следует также разграничить предмет регулирования между нормативными актами и стандартами СРО. Благодаря этому, предмет саморегулирования будет более стабильным, что позволит СРО строить свою деятель-

ность на базе долгосрочного планирования, эффективно развивать соответствующее регулирование, повышать эффективность надзора.

2) Представление всем СРО рекомендаций по усилению эффективности осуществления контрольной функции и применения мер ответственности, основанные на практике саморегулируемых организаций, в наилучшей степени осуществляющих соответствующие функции. □





Татьяна Федорова
д.э.н., профессор СПГЭУ (Санкт-Петербург)

Куда уходят деньги корпоративных займов

ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ СОСТАВЛЯЮТ ЛИШЬ 5% ОТ ОБЩЕЙ ВЕЛИЧИНЫ КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЙ И В СРАВНЕНИИ С 2010 ГОДОМ СОКРАТИЛИСЬ В 2,7 РАЗА

Корпоративные займы традиционно рассматриваются как один из важнейших инструментов финансирования инвестиционных проектов и надежный способ вложения средств для инвесторов. Однако на практике их роль в финансовом обеспечении экономического роста в российской экономике не столь велика, как могла бы быть.

1. Когда ожидания расходятся с реальностью

Обратимся к данным Роскомстата об инвестициях в основной капитал, которые отражают состояние экономики, стоящей перед проблемами модернизации основных фондов во всех производственных и инфраструктурных отраслях.¹ Информация Росстата явно не полна, и этого трудно ожидать при существующей степени достоверности первичных данных, идущих от организаций. Поэтому приходится довольствоваться тем, что есть.

Приведенные в табл. 1 данные показывают рост доли собственных средств в финансировании капитальных вложений организаций до 54,3% в 2018 году при соответствующем снижении доли привлеченных средств. Привлеченные средства — это в основном бюджетные средства, средства вышестоящих организаций и банковские кредиты. Доля средств от выпуска корпоративных займов в инвестициях в основной капитал составляет сотые доли процента. Вместе с доходами от эмиссии акций в 2015 году этот источник финансирования составил 122,4 млрд руб. или 1,16% к общей сумме инвестиций.

Табл. 1. Инвестиции в основной капитал РФ и источники их финансирования (млрд руб. в фактически действовавших ценах)

Годы	2010		2015		2018	
	СУММА	В % К ИТОГУ	СУММА	В % К ИТОГУ	СУММА	В % К ИТОГУ
Всего инвестиций в основной капитал в том числе, по источникам финансирования:	6 625	100	10 496	100	13 207	100
Собственные средства	2 715	41,0	5 271	50,2	7 173	54,3
Привлеченные средства	3 910	59,0	5 225	49,8	6 034	45,7
Из них:						
Кредиты банков	596	9,0	850	8,1	1425	10,8
Заемные средства других организаций	405	6,1	702	6,7	528	4,0
Бюджетные средства	1295	19,5	1923	18,3	2023	15,3
Средства организаций и населения на доленое строительство	144	2,2	334	3,2	396	3,0
Средства вышестоящих организаций	1162	17,5	1368	13,0	н/д	—
Средства от выпуска корпоративных облигаций	0,9	0,01	5,9	0,06	н/д	—
Средства от эмиссии акций	72,4	1,1	116,5	1,1	н/д	—

Табл. 2. Инвестиции в финансовые вложения и в основной капитал в РФ (трлн.руб. в фактически действовавших ценах)

Показатели	2010	2015	2018
Всего вложения (трлн руб.)	47,9	137,6	259,7
в том числе:			
Инвестиции в основной капитал			
сумма (трлн руб.)	6,6	10,5	13,2
в % к итогу	13,8	7,6	5,1
Финансовые вложения			
сумма (трлн руб.)	41,3	127,1	246,5
в % к итогу	86,2	92,4	94,9
Долгосрочные финансовые вложения в составе финансовых вложений (трлн руб.)	4,9	13,8	32,6
в % к сумме финансовых вложений	11,9	10,9	13,2
Отношение инвестиций в основной капитал к долгосрочным финансовым вложениям в %	134,7	76,1	40,5

ПРИМЕЧАНИЕ: ПРЕДСТАВЛЕННЫЕ ДАННЫЕ НЕ ВКЛЮЧАЮТ СУБЪЕКТОВ МАЛОГО ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА

После 2015 года данные по использованию средств корпоративных облигационных займов в финансировании реальных капиталовложений отсутствуют.

Инвестиции в основной капитал в настоящее время составляют всего лишь 5% от общей величины капиталовложений и в сравнении с 2010 годом сократились в 2,7 раза (табл.2). Приходится признать, что 95% инвестиционных ресурсов страны направляется не на развитие и восстановление изрядно разрушенной и одряхлевшей материально-технической базы, а в финансовые вложения. Это свидетельствует о катастрофическом снижении заинтересованности инвесторов в реальных вложениях в развитие национальной экономики и переключении на возможности роста денежного капитала через механизмы финансовых рынков.

По данным 2018 года около 40% общих финансовых вложений направлялись в банковские вклады, 21% — в долговые ценные бумаги и депозитные сертификаты, 22% — в предоставление займов, 9% — в акции, паи и другие формы долевого участия в капитале.²

Для выявления предпочтений инвесторов сопоставим вложения в основной капитал с долгосрочными финансовыми вложениями, близкими по срокам оборота средств.³ В структуре финансовых вложений доля долгосрочных вложений составляет сейчас немногим более 13%. До 2014 года инвестиции в основной капитал существенно превосходили долгосрочные финансовые вложения, в 2018 году они составляют только 40% от долгосрочных финансовых вложений. Структура долгосрочных финансовых вложений постепенно меняется: снижается доля банковских вкладов — до 9% в 2017 году; растет доленое участие в капита-

ле — 34%, вложения в долговые ценные бумаги — 26% и предоставление займов — 30%.

Встает вопрос, как работают эти финансовые вложения, прежде всего, инструменты корпоративных займов, почти незаметные на блеклом фоне инвестиционной активности, и что это дает российской экономике.

2. Российский рынок рублевых облигаций: парадоксы роста

Российский рынок ценных бумаг, хотя и рассматривается как достаточно крупный, не идет в сравнение с такими лидерами мировой финансовой системы, как рынки США и Китая. Уровень развития фондового рынка оценивается через отношение коэффициента капитализации рынка к ВВП. Капитализация рынка определяется как суммарная стоимость акций всех публичных компаний, представленных на нем. Для американского фондового рынка (самого крупного в мире) эта величина составляет 32 трлн долларов при числе участвующих компаний 4350; для Китая — 8,7 трлн долларов и 3500 компаний; для России — 630 млрд долларов и 219 публичных компаний. Капитализация российского рынка составляет около 40% к ВВП, что свидетельствует о крайней ограниченности денежной базы экономического роста.⁴

Аналогичные проблемы характерны и для рынка долговых бумаг. Объем рынка облигаций в США оценивается в настоящее время в 40 трлн долларов, что составляет 200% к ВВП, в Китае — 80 трлн юаней и 95% к ВВП, в России — около 20 трлн рублей и 21% к ВВП. Возможности финансирования российской экономики через облигационные займы практически не используются.

Структура рынка облигаций существенно различается по странам. В США 39% приходится на государственные

облигации, 23% — корпоративные, 24% — ипотечные, 14% — на облигации госагентств и муниципалитетов. В Китае 57% облигаций являются государственными. В России в структуре рынка облигационных займов парадоксальным образом преобладают корпоративные займы (табл. 3).

Доля корпоративных облигаций в структуре рынка рублевых облигаций составляет немалую величину — около 60% и имеет тенденцию к росту. Отраслевая структура корпоративных облигационных займов показывает преобладание в ней организаций реального сектора экономики. На облигации банков приходится 20,5%, на финансовые организации (к которым относятся ипотечные агенты, лизинговые, страховые и другие финансовые компании) — 13,2%. В реальном секторе основную долю рынка корпоративных облигаций формируют нефтегазовые компании — 35,4%; транспортные организации и энергетика, соответственно, 7,6 и 5,1%.

После кризисных потрясений 2014 года облигационный рынок полностью восстановился. Показатели 2018 года демонстрируют общий рост на 68% по отношению к 2015 году, в том числе по ОФЗ — 62%, а по корпоративным облигациям — почти 76%. Этому способствовали меры, принятые регулятором. В частности, снижение в 2017 году ключевой ставки с 10% до 7,75%, что сопровождалось увеличением цен и снижением уровня доходности облигаций. Важным фактором стало снижение ставки налога по купонным доходам для юридических лиц и введение налоговых льгот по корпоративным облигациям для частных инвесторов. С января 2017 года налоговая ставка на процентные доходы по облигациям уменьшилась до 15% вместо 20%. С 2018 года частные лица были освобождены от

уплаты НДФЛ с купонного дохода по рублевым корпоративным облигациям, выпущенным в период 2017-2020 годов. Это при условии, что данные облигации не принадлежат к классу «высокодоходных», то есть ставка купона по ним не превышает ставку рефинансирования ЦБ РФ +5%. Все эти меры увеличивают привлекательность корпоративных облигаций как для эмитентов, так и для инвесторов.

Корпоративные займы выпускают многие промышленные и финансовые компании. Крупнейшими заемщиками на рынке корпоративных облигаций в конце 2018 года стали НК «Роснефть» (28,2%), РЖД (6,2%), ФСК ЕЭС (3,0%), «Транснефть» (2,9%); среди кредитных организаций — Сбербанк (3,0%), Россельхозбанк (2,9%), Банк ГПБ (2,4%). Рынок оживился, но тем не менее остается крайне неустойчивым в силу действия многих факторов неопределенности, как внешних, так и внутренних. Так, в 2018 году наблюдался спад спроса на ОФЗ вследствие выхода нерезидентов под влиянием нарастания геополитических и инфляционных рисков. Однако с начала 2019 года спрос на ОФЗ значительно рос и на этом фоне росла активность первичных размещений корпоративных облигаций. В них участвовали такие крупные компании, как РЖД, ГПБ, «Трансмашхолдинг», «ОКЕЙ», «Детский мир». С новыми облигационными займами выходили на рынок «РусАл Братск», «ТрансКомплектХолдинг», ГК «Автодор», «Элемент-Лизинг», «Росбанк». По данным БК «Регион», планируемая годовая доходность облигаций превышает 8%, а спрос в некоторых случаях более чем в два раза превосходил предложение.⁶ Однако никто не может поручиться за сохранение этого положительного тренда.

ТАБЛ. 3 СТРУКТУРА РОССИЙСКОГО РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ (НА НАЧАЛО ГОДА)

ПОКАЗАТЕЛИ	2018		2015		2018г. в % к 2015 г.
	СУММА	СТРУКТУРА в %	СУММА	СТРУКТУРА в %	
ОБЩИЙ ОБЪЕМ РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ (ТРЛН РУБ.) В ТОМ ЧИСЛЕ:	19,5	100,0	11,6	100,0	168,1
ОФЗ	7,3	37,4	4,5	38,8	162,2
КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ	11,6	59,5	6,6	56,9	175,8
РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ	0,6	3,1	0,5	4,3	120,0

Несмотря на впечатляющие показатели активности крупных заемщиков, потенциал российского облигационного рынка оценивается как недостаточный. Главной причиной его слабости является ограниченность числа внутренних инвесторов. Большая часть населения по известным причинам вообще не участвует в накоплении и движении капитала. Это обстоятельство, кроме того, лишает рынок устойчивости. По данным ВШЭ и Института исследований и экспертизы ВЭБ, только 3% россиян контролируют 89% всех финансовых активов, 92% срочных вкладов и 89% всех наличных сбережений. Это значит, что движение денежных потоков определяется интересами очень небольшой группы лиц. Не случайно крупнейшими держателями российского капитала являются нерезиденты. В основном это юридические лица, зарегистрированные в оффшорах. Они держат как контрольные пакеты акций, так и около 55% ценных бумаг, находящихся в обращении.⁷ Через офшоры денежные средства выводятся на зарубежные счета, с которых они иногда возвращаются в российскую экономику в виде так называемых иностранных инвестиций. Рынок корпоративных облигаций в полной мере отвечает целям его сегодняшних участников.

3. В плену офшоров

Практически все устраивается по довольно простой схеме. В рамках промышленной (ПГ) или финансовой группы (ФПГ) создается финансовая компания с целью выпуска облигационных займов и привлечения средств на фондовом рынке для финансирования проектов участников группы. Учредителем финансовой компании — эмитента становится некая кипрская компания, создателем которой, в свою

очередь, выступает другая офшорная компания, а конечным бенефициаром оказывается один из владельцев российской группы. Финансовая компания обеспечивает выпуск и регистрацию облигационного займа, регистрирует его и размещает на бирже или вне ее. Заем выпускается под поручительство учредителя или без всяких поручительств.

Средства облигационного займа идут отнюдь не в реальные капиталовложения, а чаще всего на предоставление ссуд. Главный вопрос — как обеспечить размещение облигационного займа при отсутствии множества заинтересованных инвесторов на фондовом рынке. Проблема решается просто. Каждая группа имеет сложную сетевую структуру, включающую множество дочерних и связанных компаний, зарегистрированных как в России, так и за рубежом, именно они выкупают заем. Полученные эмитентом средства сразу же возвращаются инвесторам в виде ссуд и используются ими для дальнейших вложений. При этом на руках у кредиторов остаются облигации, по которым они регулярно получают купонные выплаты.

Нередко такие финансовые компании, предназначенные для привлечения средств на финансовых рынках, создаются не только в финансовом секторе, но и корпорациями, работающими в реальном секторе экономики, в промышленности, и трудно усомниться в искренности намерений эмитентов этих займов. Никогда и не подумаешь, что корпоративный заем компании, работающей в добывающей промышленности где-то в Якутии, идет на финансирование спекуляции, а не на финансирование инвестиционных проектов ее рудников. Но проходит совсем немного времени и оказывается, что финансовая компания, создан-

ная для эмиссии облигаций, находится в офшорной юрисдикции и становится холдингом, управляющим всеми активами корпорации.

Долгосрочные облигационные займы дают возможность долгое время зарабатывать на генерируемых ими денежных потоках, используя различные финансовые инструменты. Успех дела и продолжительность активного периода зависят от возможности своевременной оплаты купонов, что для большинства эмитентов не является неразрешимой проблемой. Небольшие корпоративные структуры используют методы финансовой пирамиды, то есть выпускают подряд несколько облигационных займов, за счет которых погашают свои обязательства по предыдущим займам. Таким образом, в обороте корпорации с мизерным уставным капиталом могут находиться суммы в несколько десятков миллиардов рублей, обращающихся в финансовом секторе и никогда не выходящих в сферу реального производства. На фондовом рынке корпорация имитирует более или менее активный процесс купли-продажи своих облигаций, выходя на приемлемые показатели оборота.

Однако все когда-то кончается. Рано или поздно приходит время, когда у корпорации, зарабатывающей на облигационных займах, возникают финансовые трудности и риск дефолта. В условиях крайне неустойчивой и непредсказуемой экономической конъюнктуры от таких рисков никто не застрахован. Но и в этих обстоятельствах корпоративные облигационные займы дают преимущества эмитентам. Как правило, они успевают своевременно вывести средства в офшоры и замести следы их движения через длинную цепочку транзакций и юридически оформленных новаций, меняющих форму и содержание обязательств по предоставленным кредитам. Отечественным кредиторам остается

лишь пустая скорлупка тотальной неплатежеспособности эмитента и его российских хозяев.

4. Искусство делать деньги

Несомненно, это величайшее искусство, соединяющее талант, холодный расчет и яростный азарт борьбы и постоянного риска. Не каждому оно дано, но о тех, кому дано, можно писать романы. Романы о любви ... к деньгам, которая никогда не слабеет и не кончается.

Одним из героев такого романа мог бы стать известный российский предприниматель Михаил Шишханов с семейством, владевшие до недавнего времени 96% акций «Бинбанка». В сентябре 2017 года владельцы банка обратились к ЦБ с просьбой провести санацию через Фонд консолидации банковского сектора, и она началась под контролем регулятора. Но что-то пошло не так, М.Шишханов не смог своевременно выплатить по кредиту АСВ около 10 млрд рублей, и в итоге в начале 2019 года «Бинбанк» окончательно обанкротился и объединился с банком «Открытие» под брендом группы «Открытие» по принципу «два сапога — пара».

Однако едва ли следует драматизировать произошедшее: финансовый крах — понятие более чем относительное. Вернемся на несколько лет назад, в те счастливые времена, когда «Бинбанк» только начинал работать с корпоративными займами. Для этого послужили две финансовые компании ООО «Регион-Инвест» и ООО «Диджитал Инвест», принадлежащие кипрской компании «Foaliri Trading Ltd», единственным владельцем которой является М.Шишханов. Обе компании находятся на обслуживании у «Бинбанка» и управляются одним и тем же лицом на посту генерального директора.

В 2014-15 годах ООО «Регион-Инвест» выпустило семь облигацион-

ных займов в общей сумме 58 млрд рублей. Вторая компания выпустила восемь займов на 60 млрд рублей, всего 118 млрд рублей. По большинству облигационных займов срок погашения наступит в 2021 году и позднее. С размещением облигаций никаких проблем, по-видимому, не было, существующая сеть связанных компаний позволила решить вопрос очень быстро. Среди них крупные НПФ, находящиеся под контролем «Бинбанка»: «Доверие», «САФМАР», «Моспромстрой-фонд»; кипрские компании «Burglen Finance Ltd», «Grossgrove Limited» и «Eastblue Holdings Ltd» (дочернее общество «Диджитал Инвест»); российские компании «РосБанк», АО «Даглиц» и другие.

Поражает скорость проведения финансовых операций, что является важнейшим фактором их успешности. Так, «Диджитал-Инвест» разместила первые два займа по 5 млрд рублей за два дня в апреле 2015 года. Следующие два займа по 5 млрд рублей размещены 10 ноября 2015 и 14 марта 2016 года. Последующие четыре займа, по 10 млрд рублей каждый, размещены за три дня в апреле 2016 года. Буквально за год компанией получено 60 млрд рублей через облигационные займы, и на этот период приходится пик ее инвестиционной активности. Финансовые вложения «Диджитал-Инвест» на конец 2017 года представлены вложениями в акции дочерней компании «Eastblue Holdings Ltd» в сумме 44 млрд рублей и займами материнской компании «Foaliri Trading Ltd» на 14 млрд рублей, АО «РосБанк» — 15 млрд рублей и другими. В движении активов пунктирно просматривается траектория вывода средств в офшоры, которая представляет самостоятельный интерес. Например, при покупке акций «Eastblue Holdings Ltd» на 44 млрд

рублей «Диджитал Инвест» уступил право требования по возврату денежных средств по займам и начисленным процентам на ту же сумму кипрской компании «Burglen Finance Ltd».

Столь же расторопно действует «Регион-Инвест», разместивший шесть заимов в 2015 году. Понадобился еще год, чтобы освоить полученные средства. На начало 2017 года финансовые вложения компании достигают 93 млрд рублей при обязательствах свыше 114 млрд рублей. В 2017 году денежные потоки начинают резко сворачиваться, и на конец года финансовые вложения компании «Регион-Инвест» представлены облигациями «Foaliri Trading Ltd» на 11 млрд рублей и пятью займами, предоставленными АО «Даглиц», на общую сумму 30 млрд рублей. Что такое компания «Даглиц», оперирующая такими деньгами? Это консультант в области коммерческой деятельности, принадлежащий одному физическому лицу и с одним сотрудником в штате, но имеющий при этом более 200 аффилированных организаций.

Обе компании заканчивают 2017 год с миллиардными чистыми убытками и явной невозможностью оплатить свои обязательства. Осталось всего лишь несколько месяцев до их полного краха на рынке облигаций, который наступил в мае 2018 года. За считанные дни с начала года компании проводят серию успешных операций по выводу большей части активов за рубеж, и эта история достойна отдельного описания. Знающие люди утверждают, что лучшим способом для этого служат займы зарубежным аффилированным компаниям.

В начале февраля 2018 года ООО «Регион-Инвест» переводит долги АО «Даглиц» в сумму 33 млрд рублей на компанию «Lanbury Trading Ltd.» со сроком исполнения в мае 2018 года.

Через несколько дней «Регион-Инвест» заключает соглашение о подписке на акции «Lanbury» на сумму 33 млрд рублей в валютном эквиваленте. Сделка закрывается переводом задолженности АО «Даглиц» и считается оплаченной в день подписки. Выгодоприобретателем по сделке выступает «Hericolm Trading & Investments Ltd». Спустя полтора месяца «Регион-Инвест» продает акции «Hericolm Trading & Investments Ltd» на сумму 35 млрд рублей другой кипрской компании, «Nellinex Corporation Ltd», и покупает у нее еврооблигации на эту же сумму.

В марте 2018 года «Регион-Инвест» продает своей материнской компании «Foaliri Trading Ltd» ее же еврооблигации на сумму 11 млрд рублей, но без немедленной оплаты. В тот же день между сторонами заключается договор новации, согласно которому «Foaliri Trading Ltd» становится должником ООО «Регион-Инвест» по оплате облигаций на сумму 11 млрд рублей, то есть сделка купли-продажи облигаций переводится в форму договора займа. В результате к концу первого квартала большая часть финансовых вложений ООО «Регион-Инвест» превращается в займы офшорным компаниям: 35 млрд рублей — еврооблигации «Nellinex Corporation Ltd» и 11 млрд рублей — заем компании «Foaliri Trading Ltd».

«Диджитал-Инвест» тоже развивает в эти дни бурную деятельность. В январе 2018 года он заключает соглашение с материнской компанией «Foaliri Trading Ltd» о продаже ей всех ее ценных бумаг, находящихся на балансе «Диджитал Инвест». Образовавшаяся задолженность переводится в долгосрочные договоры займов. Через пару дней «Диджитал Инвест» заключает договор переуступки прав требований по этим займам ООО «Регион-Инвест».

В марте 2018 года «Диджитал Инвест» покупает еврооблигации кипрской компании «Grossgrove Limited» на сумму 45 млрд рублей и в тот же день продает ей акции своей дочерней компании «Eastblue Holdings Ltd» на ту же сумму. Обязательства сторон погашены зачетом взаимных обязательств. Можно предположить, что таким образом «Диджитал Инвест» выводит в офшоры 45 млрд рублей, в дополнение к ранее выданным займам материнской компании более чем на 12 млрд рублей, права требования по которым переданы связанной стороне.

Вот и все, и концы в воду. Вернее, в темные воды офшорных гаваней финансового океана глобальной экономики. Две небольшие инвестиционные компании сгенерировали из ничего денежный поток более чем на 100 млрд рублей. Для того, чтобы почувствовать масштаб этих цифр, заметим, что принятые к исполнению российские нацпроекты по культуре и по поддержке занятости стоят бюджету, соответственно, 113,5 млрд рублей и 52,1 млрд рублей.⁸

Выпуск и оборот средств корпоративных займов становится одним из каналов «вымывания экономического потенциала развития» из страны.⁹ Противостоять этому процессу в рамках существующей правовой системы практически невозможно не только с точки зрения вывоза капитала из страны, но и налогообложения прибыли.¹⁰ С 2015 года действует закон «О налогообложении прибыли контролируемых иностранных компаний и доходов иностранных организаций», согласно которому российские налогоплательщики обязаны раскрывать прямое или косвенное участие в иностранных компаниях и платить налог на нераспределенную прибыль. Однако если находиться в РФ менее

183 дней в году, то эта обязанность снимается, так как предприниматель утрачивает статус налогового резидента. Сила ничем не ограниченного экономического интереса индивидуального обогащения непреодолима и разрушительна. □

ПРИМЕЧАНИЯ

- ¹ «Инвестиции в основной капитал Российской Федерации». Роскомстат: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/investment/nonfinancial/#
- ² «Структура финансовых вложений организаций». Роскомстат: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/business/invest/tab_str_fin_vl.htm
- ³ «Финансы России. 2018»: Федеральная служба государственной статистики: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2018/fin18.pdf
- ⁴ Огородников Е., Ремизов М. «Страна нищих капиталистов»/ «Эксперт», 2019, № 18-19 (1118), с. 13-20.
- ⁵ Составлено по данным: Ермак А., Гапон Ю. «Долговой рынок. Специальный обзор. 2018: БК «РЕГИОН» /<https://region.ru/upload/iblock/31c/31c4837b49c3ec8c6aae7c545b854853.pdf>
- ⁶ Ермак А. «Рынок облигаций: рекордные размещения ОФЗ на фоне крайне высокой активности корпоративных заемщиков»/ <https://www.vestifinance.ru/articles/117740>
- ⁷ Огородников Е., Ремизов М. «Страна нищих капиталистов»/ «Эксперт», 2019, № 18-19 (1118), с. 13-20.
- ⁸ Старостина Ю. «Правительство опубликовало параметры национальных проектов / <https://www.rbc.ru/economics/11/02/2019/5c6058199a79472f27e0f38e>
- ⁹ Евстафьев Д. «Будущий российский кризис». — «Инвест-форсайт»/ <https://www.if24.ru/budushhij-rossijskij-krizis/>
- ¹⁰ Гайва Е., Гурова Т., Обухова Е. «Не в отдельно взятой стране»/ «Эксперт», 2017, №38(1044), с. 15-23.



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

С короной и без

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ ПОСЛЕ РОСТА В ПЕРВОЙ ПОЛОВИНЕ ЯНВАРЯ К КОНЦУ МЕСЯЦА СКОРРЕКТИРОВАЛИСЬ ВНИЗ ИЗ-ЗА КИТАЙСКОГО ВИРУСА

Российские акции в течение первых двух декад января демонстрировали уверенный рост благодаря позитивным факторам — как внешним, так и внутренним. Однако в конце месяца инициатива на рынке перешла к продавцам под давлением развернувшихся вниз мировых рынков из-за возросших опасений негативного влияния на мировую экономику нового коронавируса.

Индекс РТС снизился за месяц на 2,06% — до 1517,07 пункта, а индекс МосБиржи за счет обесценения рубля прибавил порядка 1%, составив на закрытие торгов 31 января 3076,65 пункта.

Индекс МосБиржи обновил исторический максимум и скорректировался вниз

Тенденция к росту на российском рынке акций сформировалась в первый же торговый день месяца на фоне ожиданий заключения соглашения первой фазы торговой сделки между США и Китаем, а также локально раллировавшей нефти из-за возросшей геополитической напряженности на Ближнем Востоке вследствие эскалации конфликта между США и Ираном. Нефть Brent подскочила в район 69 долларов за баррель на информации о гибели иранского генерала Касема Сулеймани, командующего

подразделения «Кудс» иранского Корпуса стражей Исламской революции (КСИР), в результате атаки американских военных в аэропорту Багдада.

При этом Иран и США обменялись угрозами, в частности, верховный лидер Ирана аятолла Хаменеи пообещал, что убийство Сулеймани не останется без отмщения. В свою очередь президент Соединенных Штатов Дональд Трамп пригрозил Тегерану «непропорциональными» ответными мерами, если он предпримет атаки против американских объектов, а также пообещал «небывалые санкции» Ираку, парламент которого 5 января принял резолюцию, требующую от правительства принятия мер для вывода иностранных войск с иракской территории.

Рынок акций РФ 8 января закрепился выше нового рубежа 3100 пунктов по индексу МосБиржи

на фоне наметившегося коррекционного отскока внешних фондовых площадок после их отката из-за эскалации геополитической напряженности на Ближнем Востоке в связи с ракетными атаками Ирана на военные базы США в Ираке (КСИР сообщил, что ракетные удары были нанесены в ответ на гибель Сулеймани). Лидировали в росте раллировавшие без новостей и на рекордных оборотах акции «Мечела», прибавившие в цене за два торговых дня более 60%.

Президент США Трамп заявил, что в результате ракетных ударов КСИР жертв со стороны американских военных не было, а также объявил о решении применить новые экономические санкции против Ирана. Таким образом, относительно «мирные» заявления американского лидера успокоили инвесторов, которые вернулись к покупке рискованных активов. Нефть Brent на фоне ожиданий разрешения иранского кризиса откатилась в район 65 долларов за баррель, причем снижение также было подогревано статистикой Минэнерго США о росте запасов сырья в стране (на неделе до 3 января резервы нефти выросли на 1,164 млн баррелей при прогнозах снижения на 3,25 млн баррелей).

Рынок акций РФ 14 января впервые в новом году скорректировался вниз после 6-дневного безостановочного роста, откат был вызван фиксацией прибыли игроками в преддверии заключения

торговой сделки между США и Китаем. Индекс МосБиржи после очередного обновления максимума (на уровне 3166 пунктов) откатился ниже 3130 пунктов, при этом раллировали на рекордных оборотах бумаги «РусГидро» (+12,8%) на фоне слухов о возможной перегруппировке активов компании на Дальнем Востоке.

В середине месяца некоторую локальную волатильность на рынке вызвали сообщения об отставке правительства РФ, но серьезного негативного отклика среди инвесторов данные сообщения не имели, и поэтому все довольно быстро успокоилось. К тому же уже через день после отставки Дмитрия Медведева с поста главы правительства был утвержден новый премьер-министр, которым стал Михаил Мишустин.

Рынок акций РФ возобновил подъем 16 января вместе с мировыми площадками после известий о подписании первой фазы торгового соглашения между США и Китаем и намерений сторон приступить к обсуждению второй фазы. Соглашение о первой фазе урегулирования торгового спора между США и КНР предполагает, что Пекин нарастит импорт товаров из США минимум на 200 млрд долларов в течение двух лет. По данным СМИ, в обмен на это США не будут вводить дополнительные ограничения в отношении Китая. Ранее Минфин США сообщил, что первая

фаза торговой сделки не предусматривает отмену всех пошлин на китайские товары, частично это может быть учтено во второй фазе.

Пик роста российского рынка акций пришелся на 20 января, когда индекс МосБиржи в очередной раз обновил исторический максимум, поднявшись выше отметки 3226 пунктов, лидерами роста в этот день вновь выступили бумаги «Мечела» (+8,7%). Международное рейтинговое агентство S&P Global Ratings подтвердило долгосрочный рейтинг России по обязательствам в иностранной валюте на уровне "BBB-" (на нижней ступени инвестиционного уровня), долгосрочный рейтинг в национальной валюте был сохранен на уровне «BBB», прогноз рейтингов — «стабильный».

В дальнейшем рынок акций РФ развернулся вниз вместе с мировыми фондовыми площадками на опасениях относительно вызывающего пневмонию нового коронавируса в Китае и новостях о понижении Международным валютным фондом прогноза по росту мировой экономики. Негативом для азиатских рынков также стало понижение рейтинговым агентством Moody's долгосрочного рейтинга Гонконга до «Aa3» с «Aa2» из-за того, что ситуация с управлением в регионе оказалась хуже, чем предполагалось экспертами.

Российский рынок акций 22 января ускорил нисходящую коррекцию в рамках фиксации прибыли игроками на фоне слабости нефти, индекс МосБиржи просел к 3170 пунктам, при этом локомотивом отката выступили бумаги сырьевых компаний во главе с «РусАлом» на опасениях введения допналогов на сверхдоходы компаний после формирования нового кабинета министров РФ (выступавший ранее с такой налоговой инициативой Андрей Белоусов был назначен первым заместителем председателя правительства РФ). Заметно упали также акции «Сургутнефтегаза» на резко возросших оборотах при отсутствии новостей.

В течение последней недели января инициатива на рынке принадлежала в основном игрокам на понижение на фоне негативной динамики внешних фондовых площадок в условиях усиления опасений по поводу распространения китайского коронавируса. Помимо Китая, случаи заболевания новым типом вируса были зафиксированы в Таиланде, Японии, Южной Корее, США, Гонконге, Тайване, Макао. Также СМИ сообщили о возможном завозе вируса на Филиппины и в Австралию. Власти КНР приняли решение приостановить авиационное, железнодорожное и другое транспортное сообщение с эпицентром вируса (город Ухань, провинция Хубэй), ограничивается движение городского транспорта. Власти провинции Хубэй приняли также решение закрыть, помимо Уханя, еще 12 городов.

Индекс МосБиржи 27 января упал до 3085 пунктов, а откат индекса РТС (-3,6%) стал рекордным с начала августа прошлого года; при этом выросли акции фармацевтических и золотодобывающих компаний. После небольшой локальной коррекции рынок акций РФ 30 января возобновил снижение вместе с мировыми площадками и упавшей

нефтью на опасениях замедления мировой экономики из-за распространения пневмонии в Китае и других странах. По данным на 31 января, в Китае было зарегистрировано 9692 подтвержденных случая заболевания, летальный исход был зафиксирован в 213 случаях. Госдепартамент США включил Китай в список стран с самым высоким — четвертым — уровнем опасности и рекомендовал отменить поездки туда из-за коронавируса.

Всемирная организация здравоохранения (ВОЗ) по итогам экстренного совещания в четверг объявила вспышку коронавируса #nCoV2019 чрезвычайной ситуацией в области общественного здравоохранения, имеющей международное значение. При этом гендиректор ВОЗ Тедрос Адхан Гебрейесус высоко оценил меры, принятые Китаем для сдерживания распространения заболевания. Он также отметил, что пока нет веских оснований для того, чтобы вводить ограничения на международные поездки и торговлю.

Цены евробондов РФ выросли

Котировки большинства выпусков российских еврооблигаций по итогам января продемонстрировали умеренный рост благодаря как внутренним факторам (положительное сальдо торгового баланса, достаточный объем золотовалютных резервов, крепкий рубль, высокие кредитные метрики), так и позитивной динамике американских казначейских обязательств (US Treasuries) во второй половине месяца на волне спроса инвесторов на «защитные» активы. При этом суверенные спреды к доходности базовых активов расширились за счет более активного роста котировок и соответственно более заметного снижения доходностей US Treasuries по сравнению с отечественными бумагами.

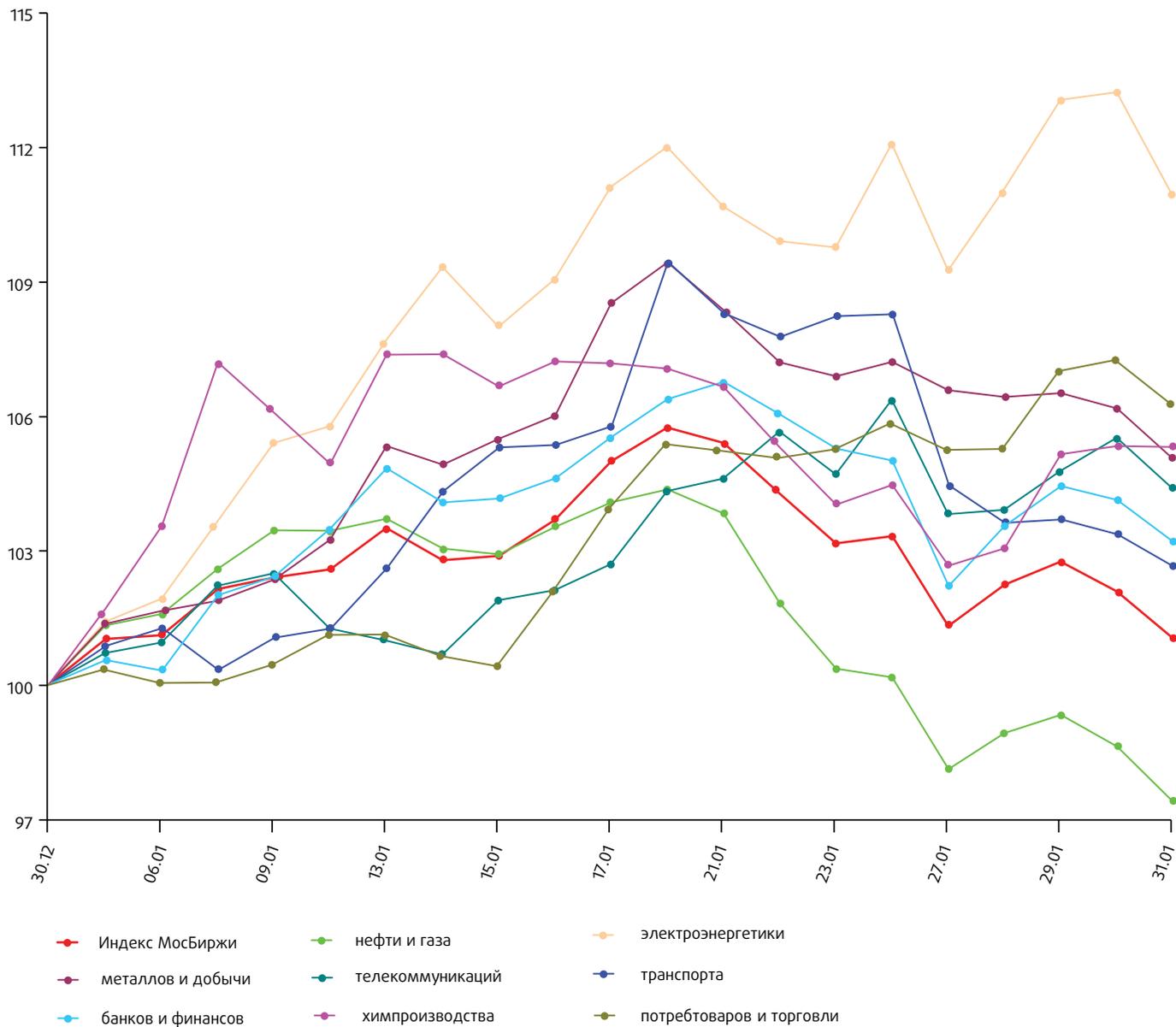
Начало 2020 года было не совсем благоприятным для инвесторов в российские еврооблигации. Дестабилизацию ситуации на мировых рынках капитала вызвали сообщения о том, что 3 января в результате атаки американских военных сил в аэропорту Багдада погиб влиятельный иранский генерал Касем Сулеймани. Возросшие опасения ответных шагов со стороны Ирана (что, в свою очередь, могло привести к масштабному конфликту на Ближнем Востоке) вызвали падение мировых фондовых рынков и всех рискованных активов, и одновременно активизировали спрос на «защитные» бумаги, какими традиционно выступают US Treasuries.

Ближе к концу первой декады января мировые рынки получили новую порцию новостей с Ближнего Востока. Корпус стражей Исламской революции (КСИР) сообщил в ночь на 8 января, что по американским военным базам в Ираке были нанесены ракетные удары. Акция была осуществлена в ответ на гибель генерала Сулеймани.

Вместе с тем ситуация на мировых рынках стабилизировалась вечером 8 января благодаря спокойным комментариям президента США Трампа относительно конфликта с Ираном. «Как кажется, Иран отступил, что является хорошим обстоятельством для всех вовлеченных сторон и очень хорошей вещью для мира», — сказал Трамп. Президент США также отметил, что его администрация одновременно продолжит изучать варианты ответных действий после проведенного Ираном обстрела баз в Ираке. Трамп также заявил, что Вашингтон готов вести дело к миру со всеми, кто этого желает.

Снижение напряженности в отношениях между США и Ираном негативно сказалось на динамике US Treasuries из-за снижения спроса на «защитные» активы, а также на нефтяных ценах,

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



которые за день потеряли более 4%. На этом фоне укрепился рубль, а также выросли в цене российские акции и облигации, как рублевые, так и валютные. То есть российские бумаги в целом следовали в фарватере восстановления спроса глобальных инвесторов на рискованные активы.

Во второй декаде января рост котировок российских еврооблигаций продолжился благодаря как снизившимся геополитическим рискам, так и сильным кредитным качествам России. Кроме того, интерес ко всем рискованным активам поддерживался ожиданиями скорого подписания документов первой фазы торговой сделки между США и Китаем. Новости об отставке правительства РФ вызвали лишь локальное снижение цен, но довольно быстро все успокоилось и котировки вернулись на прежние уровни. При этом новость о назначении Михаила Мишустина новым председателем правительства РФ рынок воспринял с легким позитивом, посчитав нового премьера потенциально более «сильной» фигурой по сравнению с предыдущим главой правительства.

Президент США Дональд Трамп и вице-премьер Госсовета КНР Лю Хэ 15 января подписали соглашение о первой фазе урегулирования торгового спора между двумя странами. Министр финансов США Стивен Мнучин заявил, что первая фаза торговой сделки не предусматривает отмену всех пошлин на китайские товары, частично это может быть учтено во второй фазе. Переговоры с Китаем по второй фазе торгового соглашения уже начались, сообщил вице-президент США Майк Пенс в интервью Fox Business Network.

Несмотря на то, что уже в самом начале третьей декады января на мировых рынках активизировались продавцы под давлением новостей о распространении нового коронавируса, выявленного в Китае, в секторе отечественных еврооблигаций доминировали в целом позитив-

ные настроения. Давление на мировые фондовые площадки также оказали возобновившиеся опасения в отношении слабого роста мировой экономики. Международный валютный фонд ухудшил свой октябрьский прогноз роста мировой экономики в 2020 году на 0,1 процентного пункта, до 3,3%. Прогноз роста экономики США на текущий год снижен на 0,1 процентного пункта, до 2%, на следующий год остался без изменений — 1,7%.

Беспокойство инвесторов по поводу распространения коронавируса усилилось после того, как в Китае были изолированы два города — Ухань и Хуанган. В еще одном китайском городе — Эчжоу — временно закрыли железнодорожный вокзал. В условиях растущих опасений негативного влияния на мировую экономику нового вируса глобальные инвесторы стали выходить из рискованных активов и активизировали спрос на «защитные» бумаги. Вслед за ценовым ростом американских казначейских обязательств росли котировки и российских еврооблигаций.

При этом спрос как на US Treasuries, так и на облигации развивающихся стран поддерживался ожиданиями сохранения стимулирующей денежно-кредитной политики мировыми центробанками, включая ФРС США. В частности, выросла вероятность снижения ставки Федерального резерва США в этом году. Инвесторы ожидают снижения ставки уже в октябре, в то время как ранее такие действия американского регулятора прогнозировались участниками рынка лишь на начало 2021 года. Экономика КНР уже начала чувствовать на себе негативные последствия: на первый день праздников по случаю Нового года по лунному календарю объем туризма в стране упал на 28,8%, сообщило министерство транспорта Китая.

Федеральный резерв США по итогам январского заседания сохранил процентную ставку в диапазоне 1,5-1,75% годовых и

внес лишь небольшое изменение в оценку экономической ситуации, обозначив как «умеренные» темпы роста потребительских расходов в США, которые еще в декабре называл «сильными». В ходе пресс-конференции глава регулятора Джером Пауэлл заявил, что американская экономика продолжает расти умеренными темпами при сохранении сильного рынка труда. «Мы уверены, что текущая денежно-кредитная политика является целесообразной для поддержания устойчивого экономического роста, сильного рынка труда и возврата инфляции к симметричному целевому уровню в 2%», — сказал глава ФРС. Заявления Пауэлла были расценены инвесторами как сигнал того, что Федеральный резерв не намерен менять планы сохранения базовой ставки на прежнем уровне до конца текущего года.

В последние два дня месяца темпы роста отечественных еврооблигаций заметно возросли, в частности, повышение котировок «длинных» выпусков российских еврооблигаций достигало 80–110 базисных пунктов, а снижение их доходностей достигало 5–6 базисных пунктов в день. Таким образом, цена самого «длинного» выпуска с погашением в 2047 году в конце января обновила исторический максимум. Однако с точки зрения суверенных спредов отечественные бумаги немного не дотягивали до минимальных уровней, достигнутых в декабре, так как падение доходностей US Treasuries шло в январе более активно по сравнению со снижением процентных ставок отечественных еврооблигаций. □